

UNIVERSITAT JAUME I

Facultad de Ciencias Jurídicas y Económicas

Departamento de Finanzas y Contabilidad



**DIVULGACIÓN DE RIESGOS EN EMPRESAS NO
FINANCIERAS ESPAÑOLAS**

Tesis Doctoral presentada por:

JOSÉ ANTONIO REVERTE SÁNCHEZ

Dirigida por:

Dr. J. DAVID CABEDO SEMPER

y

Dr. JOSÉ MIGUEL TIRADO BELTRÁN

Castellón, 17 de octubre de 2015

Título de la tesis: Divulgación de Riesgos en Empresas no financieras españolas.

Autor: José Antonio Reverte Sánchez

Directores: J. David Cabedo Semper y José Miguel Tirado Beltrán

RESUMEN:

La presente tesis doctoral tiene como objetivo analizar el impacto que tiene la información sobre riesgos divulgada por las empresas en el mercado de capitales español. En concreto, se analiza si la información de riesgos presentada por las empresas, en sus estados financieros, es utilizada por el mercado para valorar el riesgo y para reducir la asimetría informativa entre los inversores.

Para alcanzar dicho objetivo, se ha propuesto una serie de modelos que relacionan las variables de mercado (riesgo y asimetría informativo) con las variables explicativas (índices de información sobre riesgos y variables de control). Estos modelos se han estimado utilizando el análisis de regresión. El estudio se ha realizado para las empresas no financieras que cotizan en el IBEX 35 para dos períodos económicos distintos: período anterior a la crisis (años 2006-2007) y período de crisis (años 2010-2011).

Los principales resultados alcanzados en la tesis evidencian que la calidad de la información sobre riesgos divulgada en los estados financieros tiene impacto sobre la percepción del riesgo sistemático que tiene el mercado, aunque el mercado valora aspectos diferentes de dicha información en el período previo a la crisis (2006-2007), y en el período crisis (2010-2011). Adicionalmente, los resultados muestran que dicha información no tiene ningún impacto en el riesgo idiosincrático y no reduce el grado de asimetría entre los inversores.

ABSTRACT:

This doctoral thesis aims to analyze how the risk information disclosed by corporations impacts the Spanish capital markets. In particular, the study seeks to determine whether financial markets may use the risk-associated information detailed in the financial statements to both assess the risk and reduce information asymmetries among investors.

To reach this objective, the study defines a series of models which relate market variables (risk and information asymmetry) to explanatory variables (indexes on risk-associated information and control variables). The models have been estimated by regression analysis. The study encompasses data gathered from the

non-financial companies listed at the IBEX 35 Index for two different economic periods: pre-financial crisis (2006-2007) and financial turmoil (2010-2011).

The primary results demonstrate that the quality level of risk information influences the market perception of systematic risk. Nonetheless, the market assesses different elements in the preceding years of the financial crisis (2006-2007) as compared to those during the crisis (2010-2011). Moreover, the results show that the disclosed risk information has no impact on the idiosyncratic risk and no asymmetry reduction among the investors.

Memoria presentada para optar al grado de Doctor por la Universitat Jaume I por José Antonio Reverte Sánchez, bajo la dirección de los Doctores D. J. David Cabedo Semper y D. José Miguel Tirado Beltrán, Profesores Titulares del Departamento de Finanzas y Contabilidad de la Universitat Jaume I

AGRADECIMIENTOS

Mi más profundo agradecimiento a los Doctores J. David Cabedo y José Miguel Tirado, como directores de esta tesis y por proporcionarme el estímulo suficiente para retomar esta tarea durante un tiempo paralizada, demostrándome confianza, aportándome la ayuda sin escatimar esfuerzo alguno cubriendo mis deficiencias bajo el marco de la enseñanza, hasta su comprensión; y, principalmente, por poder contar con su amistad; me habéis apoyado desde el principio, perseverando en mi labor, por lo que he podido contar siempre con vuestros inestimables consejos y experiencias y, cómo no, por vuestras horas de dedicación y esfuerzo para que este trabajo saliera adelante.

Asimismo, a todos mis alumnos sin excepción alguna. Quiero agradecerles su colaboración por haber sabido formularme planteamientos de cualquier tipo, los cuales me han proporcionado reflexiones en aras a la mejora de mi conocimiento; a lo largo del medio siglo de dedicación docente, estas reflexiones han impactado en mí lo suficiente para crear riqueza personal. ¡Muchas gracias! ¡Os deseo muchísima suerte! ante los próximos y múltiples avatares de la vida a los cuales os enfrentaréis.

Por último, agradezco a la Universitat Jaume I de Castellón, las facilidades proporcionadas para la realización material de este trabajo, lo que hago extensivo al Departamento de Finanzas y Contabilidad y a todos sus miembros, sin excepción, con los que he compartido vivencias en estos quince últimos años.

A mis padres, Vicente (†) y Juanita

A Marisa, Kakes, María, Teté, Pablo, Alejandro, Ana y Eric

A todos mis familiares y amigos

ÍNDICE

	Nº Pág.
CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN.....	1
CAPÍTULO II. MARCO CONCEPTUAL: TEORÍA DE LA DIVULGACIÓN.....	7
II.1. TEORÍAS SOPORTE: DIVULGACIÓN DE INFORMES EMPRESARIALES.....	9
II.1.1 Teoría de Agencia.....	9
II.1.2 Teoría del Proceso Político.....	11
II.1.3 Teoría de Señales.....	12
II.1.4 Teoría de los <i>Stakeholders</i>.....	13
II.1.5 Teoría de Costes del Propietario.....	14
II.2. LOS RIESGOS EMPRESARIALES: SU DIVULGACIÓN.....	15
II.2.1 Definición de riesgo.....	16
II.2.2 Tipología de riesgos.....	18
II.2.3 Divulgación de la información sobre riesgos.....	22
II.2.4 El problema de la cuantificación de los riesgos.....	28
CAPÍTULO III. LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE RIESGOS: NORMATIVA Y LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN.....	31
III.1. NORMATIVA SOBRE DIVULGACIÓN DE RIESGOS EN LOS ESTADOS FINANCIEROS.....	31
III.1.1 Normativa internacional sobre divulgación de riesgos.....	32
III.1.2 Normativa sobre divulgación de riesgos en EE.UU.....	36
III.1.3 Normativa sobre divulgación de riesgos en Alemania.....	44

III.1.4 Normativa española sobre divulgación de riesgos.....	46
III.1.5 Comparación entre las principales normas.....	48
III.2. LA INVESTIGACIÓN EN LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE RIESGOS.....	52
III.2.1 Grado de divulgación en información sobre riesgos.....	56
III.2.2 Análisis de la utilidad de la divulgación de informes sobre riesgos.....	73
III.2.3 Análisis de las normativas y propuestas sobre mejora en la calidad de la información sobre riesgos empresariales.....	89
III.2.4 Otras líneas de investigación.....	95
CAPÍTULO IV. HIPÓTESIS, METODOLOGÍA Y DATOS.....	101
IV.1. HIPÓTESIS.....	101
IV.2. METODOLOGÍA Y DATOS.....	105
IV.2.1 Metodología.....	105
IV.2.1.1 La medición de la información de riesgos divulgada.....	105
IV.2.1.2 Los riesgos idiosincrático y sistemático de la empresa.....	110
IV.2.1.3 Modelos de regresión.....	111
IV.2.2 Datos.....	113
IV.2.2.1 Variables de control.....	115
IV.2.2.2 Variables dependientes.....	121
IV.2.2.3 Volumen divulgado de información sobre riesgo. El índice de Cabedo y Tirado (2009).....	122
IV.2.2.4 Volumen divulgado de información sobre riesgo. El índice de Beretta y Bozzolan (2004).....	131
CAPÍTULO V. RESULTADOS.....	133

V.1. EL RIESGO SISTEMÁTICO Y LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE RIESGOS.....	133
V.2. EL RIESGO IDIOSINCRÁTICO Y LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE RIESGOS.....	142
V.3. LAS ASIMETRÍAS INFORMATIVAS Y LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE RIESGOS.....	147
CAPÍTULO VI. CONCLUSIONES.....	155
PERSPECTIVAS DE FUTURAS INVESTIGACIONES.....	159
BIBLIOGRAFÍA.....	161

ÍNDICE DE TABLAS

	Nº Pág.
Tabla III.1: Normas internacionales de información financiera.....	32
Tabla III.2: Formatos y medición del riesgo según FRR nº 48.....	41
Tabla III.3: Diversas categorías de factores de riesgo y sus definiciones..	42
Tabla III.4: Principales características de normativas sobre riesgos....	50
Tabla IV.1: Empresas que forman la muestra de la investigación.....	114
Tabla IV.2: Estadísticos descriptivos de las variables de control.....	120
Tabla IV.3: Riesgos empresariales divulgados en la Memoria e Informe de Gestión.....	127
Tabla IV.4: Estadísticos descriptivos de los índices de divulgación de riesgos de Cabedo y Tirado (2009).....	130
Tabla IV.5: Estadísticos descriptivos de los estadios mediante los índices de divulgación de riesgos financieros de Cabedo y Tirado (2009)	130
Tabla IV.6: Estadísticos descriptivos de los estadios mediante los índices de divulgación de riesgos no financieros de Cabedo y Tirado (2009).....	130
Tabla IV.7: Divulgación de Riesgos por clases y estadios.....	131
Tabla IV.8: Estadísticos descriptivos de las dimensiones e índice de divulgación de riesgos Q de Beretta y Bozzolan (2004).....	132
Tabla V.1: El riesgo sistemático y el índice de calidad de Beretta y Bozzolan (2004).....	135
Tabla V.2: El riesgo sistemático y las dimensiones del índice de calidad de Beretta y Bozzolan (2004).....	137
Tabla V.3: El riesgo sistemático y el índice de revelación de riesgos de Cabedo y Tirado (2009).....	139
Tabla V.4: Riesgo sistemático e índices de revelación de riesgos financieros y no financieros (Cabedo y Tirado, 2009).....	141
Tabla V.5: El riesgo idiosincrático y el índice de calidad de Beretta y Bozzolan (2004).....	143
Tabla V.6: El riesgo idiosincrático y las dimensiones del índice de calidad de Beretta y Bozzolan (2004).....	145
Tabla V.7: El riesgo idiosincrático y el índice de revelación de riesgos de Cabedo y Tirado (2009).	146

Tabla V.8: Riesgo idiosincrático e índices de revelación de riesgos financieros y no financieros de Cabedo y Tirado (2009).....	147
Tabla V.9: Las asimetrías informativas y el índice de calidad de Beretta y Bozzolan (2004).....	150
Tabla V.10: Las asimetrías informativas y las dimensiones del índice de calidad de Beretta y Bozzolan (2004).....	151
Tabla V.11: Las asimetrías informativas y el índice de revelación de riesgos totales de Cabedo y Tirado (2009).....	152
Tabla V.12: Las asimetrías informativas y los índice de revelación de riesgos financieros y no financieros de Cabedo y Tirado (2009).....	153

LISTA DE ABREVIATURAS

AECA, Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas

AIC, Akaike's Information Criterion

AICPA, American Institute of Certified Public Accountants

AIMR, Association of Investment Management and Research

al., alter

ASB, Accounting Standards Board

ASOBAT, A Statement of Basic Accounting Theory

ASX, índice del mercado de valores de Australia (S&P), para las 20 mayores compañías

BOE, Boletín Oficial del Estado

BSBC, Basel Committee on Banking Supervision

CAPM, Capital Asset Pricing Model

CE, Comisión Europea

CICA, Canadian Institute of Chartered Accountants

CNMV, Comisión Nacional del Mercado de Valores

COSO, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission

e.g, *exempli gratia*

EE.UU., Estados Unidos de Norteamérica

ERM, Enterprise Risk Management

FAS, Financial Accounting Statement

FASB, Financial Accounting Standards Board

FEM, Finite Element Method (Modelo de Efectos Fijos)

FRR, Financial Reporting Release

FTSE, Financial Times Stock Exchange

GAS, German Accounting Standard

GASB, Deutscher Standardisierungsrat

GASC, German Accounting Standards Committee

GRI, Global Reporting Initiative

HDAX, Índice de la Bolsa alemana

HGB, Handelsgesetzbuch

I+D+i, Investigación, Desarrollo e innovación

IAS, Internacional Accounting Standards

IASB, International Accounting Standards Board

IASC, International Accounting Standards Committe

IBEX, Iberia Index

ICAC, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas

ICAEW, *Institute of Chartered Accountants in England and Wales*

IDW, Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland

IFAC, International Federation of Accountants

IFRS, International Financial Reporting Standards

IGBM, Índice General de la Bolsa de Madrid

IOSCO, Internacional Organization of Securites Commissions

IPO, Initial Public Offering

LMM, Modelos Lineales Mixtos

MD&A, Management Discussion and Analysis

NIC, Normas Internacionales de Contabilidad

NIIF, Normas Internacionales de Información Financiera

OFR, Operanting Financial Review

OLS, Ordinary Least Squares (Mínimos Cuadrados Ordinarios)

Pág., página

PGC, Plan General de Contabilidad

RAE, Real Academia Española

RDL, Real Decreto Ley

RF, Riesgos Financieros

RNF, Riesgos No Financieros

ROA, Return on Assets

ROE, Return on Equity

SEC, Securities Exchange Commission

SFAS, Statements of Financial Accounting Standards

SMAC, Society of Management Accountants of Canada

SOA, Sarbanes-Oxley Act

T^a, Teoría

TRLSA, Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas

UE, Unión Europea

UK, United Kingdom

USA, United State of America

VaR, Value at Risk

CAPÍTULO I

INTRODUCCIÓN

El término riesgo tiene, en general, una connotación de pérdida en cualquiera de las situaciones donde se aplique. Pero si se toma dicha situación con el objetivo de identificar los riesgos, ponderarlos en base a sus consecuencias, prepararse para decidir la aceptación o no de los mismos, y, en su caso, tomar provecho de su existencia, se puede argumentar que el *riesgo* no es más que una oportunidad de ganancia.

Por lo tanto no se trata necesariamente de evitarlos, sino de protegerse contra ellos. El quehacer cotidiano del hombre, ya sea en el ámbito personal o profesional, implica necesariamente y a cada momento hacer frente a ciertos riesgos, y ello puede tener consecuencias no deseadas pero también puede ofrecer oportunidades.

En el ámbito de la Economía Financiera, disciplina que pone el énfasis en el uso del análisis económico para entender el funcionamiento básico de los mercados financieros, es necesario realizar la cuantificación y valoración del riesgo para asignar los recursos monetarios como la mejor expectativa de beneficios.

Y para llevar a cabo dicho análisis, es imprescindible saber, conocer, tener información de las empresas que acuden a los mercados financieros en busca de financiación; información referida a las diferentes áreas en la situación actual y su proyección de futuro, en sus componentes patrimonial, financiera, económica, directiva, propietaria o accionarial, laboral, aspectos de su I+D+i, etc.; áreas que desde la perspectiva prospectiva conllevan incertidumbre, fenómeno que es deseable re-direccionar en términos probabilísticos para su transformación en “*riesgo*” y, de este modo, poder medir la eventualidad a que se enfrentan.

En el ámbito de la Economía la transmisión de información sobre diferentes tipos de datos con fines de utilidad, de manera más o menos organizada, es de suma importancia ya que permite restar incertidumbre para la toma de decisiones sobre

el planteamiento de operaciones financieras y no financieras, reduciendo de este modo el riesgo de una posible pérdida.

No cabe duda de que la principal herramienta para proporcionar información del estado económico, patrimonial y financiero de las empresas es la Contabilidad. La información contable divulgada resulta de especial utilidad para el proceso de toma de decisiones de sus usuarios. Éstos, denominados genéricamente *stakeolders*¹, abarcan un amplio espectro de grupos de interés tanto internos (como pueden ser los trabajadores o accionistas no involucrados en la gestión de la empresa) como externos (como son las administraciones públicas, los inversores potenciales, las entidades financieras, clientes, proveedores,...).

Y es en el ámbito de esta información contable divulgada donde, en los últimos años, tanto a nivel de literatura financiera (véase, por ejemplo, Solomon *et al.*, 2000) como a nivel de organismos profesionales (como es el caso del *Institute of Chartered Accountants in England and Wales*), ha ido subrayándose la necesidad de incluir información sobre riesgos dentro del *pack* de información contable divulgado por las empresas. Las autoridades contables han sido sensibles a esta necesidad y fruto de ello, en los últimos años, se han ido emitiendo toda una serie de normas, tanto nacionales (como el GAS 5; ver GASB, 2001) como internacionales (IFRS N° 7; ver *International Accounting Standard Board*, 2005) tendentes a introducir ciertas obligaciones básicas en la divulgación de información sobre riesgos. No puede decirse que haya un cuerpo normativo sobre divulgación de información sobre riesgos a nivel internacional, pero sí que puede señalarse que el tema ha evolucionado desde una total discrecionalidad y voluntariedad hacia el cumplimiento de determinados requisitos mínimos en aspectos concretos de divulgación de información sobre riesgos.

La literatura sobre divulgación de información sobre riesgos es abundante. De hecho se pueden distinguir claramente cuatro líneas de investigación, a saber:

¹ Los *stakeholders* se pueden definir como “aquellos grupos sociales o individuos afectados de una u otra forma por la existencia y acción de la empresa, con un interés legítimo, directo o indirecto, por la marcha de ésta, que influyen a su vez en la consecución de los objetivos marcados y su supervivencia” (AECA, 2004).

- a. Una primera centrada en conocer el grado de divulgación de información sobre riesgos y las características corporativas que influyen en su divulgación. Trabajos como los de Beretta y Bozzolan, (2004), Dobler *et al.* (2011) y Linsley y Shirves, (2006) formarían parte de esta línea.
- b. Una segunda focalizada en analizar las normas armonizadoras del proceso de divulgación, con formulación de propuestas sobre mejora en la calidad de la información sobre riesgos empresariales. Trabajos como los de Cabedo y Tirado (2007) y Dobler (2005) podrían incluirse en esta línea.
- c. Una tercera línea que podría calificarse como “teórica” con trabajos como los de Jorgensen y Kirschenheiter (2003) y Abraham y Shrivies (2014).
- d. Y una última línea que busca analizar la utilidad de la de divulgación de información sobre riesgos para determinados usuarios de la información. Trabajos como los de Linsmeier *et al.* (2002), Miihkinen (2013), Campbell *et al.* (2014) y Kravet y Muslu (2013) formarían parte de esta línea.

Es dentro de esta última línea de investigación donde debe enmarcarse la presente Tesis, en la que se ha planteado un triple objetivo:

- En primer lugar analizar si la información sobre riesgos divulgada por las empresas españolas está relacionada con la percepción de riesgo que, sobre las mismas, tiene el mercado. Se realiza el análisis tanto para el riesgo sistemático como para el idiosincrático.
- En segundo lugar, analizar si el grado de divulgación de información sobre riesgos empresariales en las empresas españolas está relacionado con el nivel de asimetría informativa.
- Determinar si el hecho de que la empresa se encuentre o no sumida en un período de crisis económica condiciona las relaciones planteadas en los dos objetivos anteriores.

Para alcanzar los objetivos arriba expuestos se ha utilizado una muestra de empresas que cotizan en el mercado de capitales español para dos períodos diferentes del ciclo económico: años 2006-2007, período anterior a la crisis, y años 2010-2011, período de crisis. La metodología utilizada ha sido el análisis de regresión. El análisis realizado ha dado lugar a los siguientes resultados:

- La calidad de la información sobre riesgos divulgada por las empresas es tomada en cuenta por el mercado en la estimación del riesgo sistemático para los dos períodos analizados (período anterior a la crisis y período de crisis). Dicha información reduce la percepción del riesgo sistemático que tiene el mercado. Sin embargo, el mercado valora aspectos diferentes de la calidad de la información de riesgos según el ciclo económico en que se encuentren las empresas.
- La información sobre riesgos no está relacionada con el riesgo idiosincrático percibido por el mercado, para los dos períodos analizados (2006-07 y 2010-11). Es decir carece de contenido informativo para determinar el riesgo idiosincrático.
- La información de riesgos presentada por las empresas en sus estados financieros no reduce las asimetrías informativas en los dos períodos analizados.

El resto de la tesis se desarrolla según la siguiente estructura:

En el capítulo II se pasa revista a las teorías que dan soporte a la divulgación de información corporativa como son la Teoría de Agencia, la Teoría del Proceso Político, la Teoría de Señales, la Teoría de los *Stakeholders*, y la Teoría de los Costes del Propietario. Asimismo, dentro de este segundo capítulo, se describen los aspectos fundamentales asociados a los riesgos empresariales y su divulgación, reflexionando en torno a la definición y tipología de riesgos, la divulgación de estos por parte de las empresas y el problema de su cuantificación.

En el capítulo III se analizan, en primer lugar, las principales normas nacionales e internacionales sobre la divulgación de información sobre riesgos. A continuación se lleva a cabo una revisión de los trabajos más relevantes publicados en cada una de las líneas de investigación identificadas en torno a la divulgación de información sobre riesgos.

En el cuarto capítulo, se justifican y formulan las hipótesis a contrastar para alcanzar los objetivos que se ha planteado la presente Tesis Doctoral. También

dentro de este capítulo IV se describe la metodología utilizada para el contraste de dichas hipótesis y los datos que en dicho contraste se han utilizado. Algunos de estos datos se han obtenido directamente de las fuentes de datos consultadas, mientras que otros (la gran mayoría) han requerido de un proceso de análisis y codificación o de un proceso de estimación que se describen también dentro de este capítulo cuarto.

En el capítulo V se discuten y analizan los resultados obtenidos en el análisis empírico llevado a cabo, utilizando los datos y metodología descritos en el capítulo anterior.

Por último, en el capítulo sexto, se sintetizan las principales conclusiones de la tesis.

CAPÍTULO II

MARCO CONCEPTUAL: TEORÍA DE LA DIVULGACIÓN

La Real Academia Española (RAE), define el término “divulgar” como “publicar, propagar un conocimiento, poner al alcance del público una cosa”, señalando de entre sus sinónimos al vocablo “revelar”. En consecuencia, se deduce que el acto de divulgar establece una relación entre dos partes: quién informa y quién utiliza la información obtenida, revelación que cuanto mayor calidad posea proporcionará un conocimiento más completo.

La transmisión de información sobre diferentes tipos de datos con fines de utilidad, de manera más o menos organizada, es de suma importancia ya que permite restar incertidumbre para la toma de decisiones sobre el planteamiento de operaciones financieras y no financieras, reduciendo de este modo el riesgo de una posible pérdida (o una menor ganancia).

En el ámbito de la Economía, esta importancia ha sido puesta de manifiesto, por personas de notoriedad reconocida como Marshall (1890) al señalar que “*la información es clave para tomar las decisiones y el mercado suministra los indicadores para medir el coste de oportunidad en la utilización de recursos escasos, proporcionando la energía para originar el progreso económico*”, y, más tarde, Schumpeter (1934) indicando que “*la información marca efectos positivos en el desarrollo industrial*”.

Una herramienta que sirve para proporcionar información del estado económico, patrimonial y financiero de las empresas es la Contabilidad, permitiendo investigar e identificar los datos y obtener conclusiones sobre los mismos; y a través de su divulgación, facilitar información útil para la toma de decisiones de sus usuarios, información *racional* que señala Fama (1980).

Fenómenos como la globalización e internacionalización han originado gran complejidad en las relaciones y operativas económicas quedando insuficientes las informaciones que se emiten, en muchas ocasiones; y para mejorarlas, se sugiere

la realización de informes adicionales a los informes obligatorios, especialmente en relación a los riesgos que se enfrentan las corporaciones.

La presentación de informes de riesgos ha ganado interés en la regulación y la investigación en los últimos años (Dobler, 2008), por lo que pensamos que, probable e inevitablemente, esta atención se incrementará debido a la actual crisis financiera. La crisis muestra la necesidad urgente de que la presentación de informes de riesgos se haga con transparencia y sirva para evitar muchos de los problemas actuales en el futuro.

Diversas teorías económicas justifican el asociar la divulgación voluntaria a las prácticas empresariales, tanto en sus aspectos teóricos como con respecto al impacto sobre el valor de la empresa que ocasiona la extensión de los informes anuales con la publicación de informes sobre riesgos.² En la literatura se pueden destacar cinco teorías explicativas de este fenómeno dentro del marco establecido por la Teoría Positiva de la Contabilidad.³

- 1) la teoría de agencia,
- 2) la teoría del proceso político,
- 3) la teoría de señales,
- 4) la teoría de los *stakeholders*, y
- 5) la teoría de costes del propietario.

² En Verrecchia (2001) se señala que no existe una teoría unificada sobre la divulgación de información sobre riesgos que garantice que la información que necesitan los usuarios sea proporcionada por las empresas voluntariamente.

³ El término “positivo” lo aplicaron en Contabilidad los autores Watts y Zimmerman (1978), concibiendo a esta ciencia como una parte integral de la economía; en Watts y Zimmerman (1986) se muestra que dentro del proceso general de gobierno corporativo -donde se toman decisiones políticas y contables- se establecen en qué medida se hará la información, tal como si la declaración de riesgos se divulga o no. La Teoría Positiva de Contabilidad estudia opciones políticas contables efectuadas por directivos.

II.1. TEORÍAS SOPORTE: DIVULGACIÓN DE INFORMES EMPRESARIALES

II.1.1 Teoría de Agencia

La teoría de la agencia se centra en analizar la forma de los contratos formales e informales mediante los que una o más personas -denominadas “el principal”- encargan a otra persona -denominada “el agente”- la defensa de sus intereses delegando en ella cierto poder de decisión. Por lo tanto, bajo esta teoría la empresa está formada por un entrelazado de contratos entre los diferentes grupos que la integran: accionistas, directivos, acreedores, empleados, organismos oficiales, etc.

Una hipótesis fundamental de partida, es que los sujetos son racionales y que desde un punto de vista económico, cada grupo defiende sus objetivos particulares, lo cual incentiva la presencia de conflictos de intereses (Jensen y Meckling, 1976). En este sentido, Deegan y Unerman (2006) indican que “el principal” cuenta con que “los agentes” emprenderán actividades egoístas que podrían ser perjudiciales para su propio bienestar económico.

Según Prat (2005), existe un consenso generalizado de que la relación “principal-agente” debe ser lo más transparente posible. Si las relaciones de agencia no son transparentes, alguna de las partes tiene la ventaja de la información sobre el resto, que es lo que se conoce como “asimetría de información”, originada por la posición de los agentes dentro de la empresa, los cuales tienen acceso a información no disponible para los considerados como principales (Deegan y Unerman, 2006). Esta asimetría de información entre el agente y el principal se puede mitigar con eficacia si la empresa es capaz de ofrecer mejores niveles de transparencia y divulgación (Chen *et al.* 2007).

En este marco teórico, Prat (2005) define la transparencia como “la capacidad del director para observar cómo el agente se comporta y las consecuencias de la conducta del agente”. Este autor, argumenta que la transparencia mejora la

rendición de cuentas, que a su vez se alinea los intereses del “agente” con los intereses del “principal”.

En el ámbito del sector financiero, y más concretamente en el sector bancario, Linsley y Shrives (2005a) sostienen que la importancia de la transparencia es que si la información relevante es de dominio público, entonces los participantes en el mercado pueden sancionar a los bancos cuya condición financiera o perfil de riesgo se consideren insatisfactorios; por el contrario, los bancos cuya condición financiera o perfil de riesgo indiquen que están bien administrados, pueden beneficiarse de la divulgación de información adecuada, ya que el mecanismo sancionador del mercado puede ofrecer incentivos, tanto como las sanciones.

Del problema señalado se derivan unos costes tales como:

- Costes de vigilancia: los crea el principal por controlar la actitud del agente.
- Costes de incentivación: los origina el principal para motivar al agente, con el fin de conseguir que no se desvíe con su actuación de sus intereses.
- Costes generados por la dificultad de eliminar tanto los intereses del principal como los del agente, aun existiendo mecanismos de control e incentivos.

Según Jensen y Meckling (1976), los costes de agencia vendrán definidos por la suma de los costes mencionados, ocupando la información contable un papel fundamental en este contexto, al servir de control de las actividades del agente (gerente) por parte del principal (accionista); asimismo, estos costes pueden reducirse mediante la aplicación de mecanismos de vigilancia capaces de inducir mayores niveles de divulgación; especialmente la información sobre el riesgo reduciría la incertidumbre de los inversores, implementando sistemas de gestión de riesgos que ayudan a controlar las actitudes de los administradores hacia el riesgo y aseguren la afluencia adecuada de este tipo de información (Jensen y Meckling, 1976; Linsley y Shrives, 2005a).

Por el contrario, y tal y como manifiestan Latham y Jacobs (2000), sin mecanismos de supervisión adecuados, los gerentes tenderán a ocultar o manipular con revelaciones engañosas.

Por su parte, Leftwich, *et al.* (1981) señalan que la revelación voluntaria tiene una explicación en términos de teoría de la agencia al indicar que se trata de un mecanismo de contención del conflicto de intereses entre accionistas y dirección de la empresa.

Pero la Teoría de Agencia puede ser establecida atendiendo no sólo a los dos grupos que se han señalado, sino también a los intereses de otros colectivos como empleados, clientes o proveedores. Así pues, la Teoría de la Agencia (Berle y Means, 1932; Coase, 1937; Jensen y Meckling, 1976; Jensen, 1993) trata sobre cómo los colectivos relacionados con la empresa, influyentes en los objetivos de la misma, se mueven sobre todo por el fin de poder maximizar sus beneficios personales, que habitualmente son divergentes y, por tanto, conflictivas.

II.1.2 Teoría del Proceso Político

Esta teoría parte de la asunción de que las políticas fiscales o de fijación de precios están basadas mayoritariamente en los datos contables, lo cual favorece la divulgación de información por parte de las empresas cuando perciban que les puede ser favorable en la obtención de una subvención, justificación de elevados beneficios, etc., (Larran y García-Meca, 2004a).

Se considera que el objetivo de esta teoría es explicar la transferencia de riqueza de las empresas a los políticos, con el fin de aumentar su poder (Watts y Zimmerman, 1986). Las empresas por su parte, intentan influir en las decisiones de los políticos con el fin de minimizar estas transferencias de riqueza, lo que les implica costes de información.

Estos costes que recaen sobre la empresa que elabora la información, pueden reducirse si los gerentes utilizan la información contable y divulgan mayor información de manera voluntaria, tal y como señala Gray (1995).

II.1.3 Teoría de Señales

Por otra parte, la Teoría de Señales se centra en una de las imperfecciones características de los mercados de capitales: la existencia de asimetrías informativas entre los gestores de la empresa y los propietarios (accionistas) de la misma. Lo anterior conlleva a que el inversor externo descuenta los flujos de caja futuros con la información incompleta que posee, y que los gestores o accionistas próximos a la dirección, al disponer de una información más completa, anticipen de forma más exacta los flujos de caja futuros.

En referencia a lo anterior, Akerlof (1970) estableció que la existencia de asimetrías informativas puede originar el fenómeno de selección adversa.

En el ámbito financiero, con el objeto de garantizar una correcta valoración de la sociedad que cotiza en bolsa, se hace necesario disponer de un mecanismo que transmita información relevante a los inversores y, de ese modo, les permita diferenciar las calidades de los proyectos de inversión disponibles por cada empresa (Akerlof, 1970).

Según Giner (1995), la Teoría de Señales considera la información financiera divulgada como “una señal”. La información revelada aporta nuevos datos sobre las características de las empresas y su actividad. La respuesta recibida de los mercados dependerá de la credibilidad de la información (disponibilidad de la información, relevancia respecto de la fijación de futuros resultados y calidades la información sobre el resto de factores), de lo cual se deriva un coste de transacción.

La Teoría de Señales está relacionada con la Teoría de la Agencia por la existencia de costes de transacción⁴ al tiempo que ambas intentan demostrar que el agente tiene suficientes incentivos para revelar, de forma voluntaria, información contable; sin embargo, las desventajas competitivas y los costes de

⁴ Según Coase (1960) los costes de transacción se originan por: a) la búsqueda e identificación de agentes que intervienen en la contratación (costes de información); b) por la estipulación de las condiciones para realizar la transacción (costes de negociación); y, c) por la necesidad de asegurar el cumplimiento del contrato y cubrirse de su incumplimiento (costes de garantía).

elaboración de información pueden desincentivar la divulgación de información favorable y relevante.

II.1.4 Teoría de los *Stakeholders*

La principal aportación se fundamenta en la creencia de que la misión esencial de la empresa consiste en satisfacer convenientemente a los diferentes grupos de interés o *stakeholders* (Agle *et al.* 2008; Parmar *et al.* 2010, entre otros), con el fin de alcanzar una rentabilidad adecuada y un incremento aceptable de riqueza para la empresa a largo plazo. Para ello, la empresa se organizará de tal manera que pueda mantener interesados a la diversidad de grupos de interés con los que se vincula, interesados acerca de la relación dinámica y compleja entre la organización y su entorno (Amran *et al.* 2009) manteniéndoles atendidos so pena de poner en peligro su supervivencia.

Una corporación, se ha de considerar como parte de un sistema social más amplio. Y se supone que las expectativas de los diferentes grupos de interés tendrán un impacto en las políticas de operación y de divulgación de la corporación. Pero la corporación no responderá a todas las partes interesadas por igual, sino más bien, responderá a los que se considera de gran alcance (Deegan y Unerman, 2006). Es decir, la empresa tenderá a satisfacer las demandas de información de las partes interesadas que le son importantes para su supervivencia, por lo que se deduce que la divulgación de la información se considera que representa una estrategia importante en la gestión para con los interesados, como añaden estos autores.

Linsley y Shrivies (2005b) señalan que hay una correlación positiva entre el tamaño de la empresa y número de las revelaciones dado que las empresas más grandes tienen un mayor número de partes interesadas a quienes deben rendir cuentas y, como consecuencia, deberán aportar más información (lo que apoyan Amran *et al.* 2009).

En la actualidad, la incertidumbre y las características de la economía producen una serie de tensiones en las relaciones empresariales, que originan conflictos de intereses entre los *stakeholders* de las empresas, dando como resultado la dificultad en la consecución de los objetivos organizacionales. Además, cabe

añadir que las relaciones entre la empresa y sus *stakeholders* son en ambos sentidos y, en consecuencia, los conflictos de intereses que pueden surgir entre sí, han de observarse en ambas direcciones lo cual puede incrementar los problemas económicos y financieros, afectando, probablemente, la supervivencia de la empresa.

En conclusión, se considera que la supervivencia de las empresas depende en gran medida de los *stakeholders* por ser los principales consumidores de los bienes y servicios que estas ofrecen, y como elementos clave en el proceso de generación de riqueza; por tanto, es de vital importancia para las empresas mantener buenas relaciones con los diferentes grupos de interés y comprometerse con el progreso de la sociedad y fortalecimiento de la economía, de tal manera que se genere un ambiente competitivo, estable y adecuado para el alcance de los diversos intereses de los *stakeholders* y de las metas empresariales, como señala Suárez (2007).

II.1.5 Teoría de Costes del Propietario

En lo que se refiere a la Teoría de los Costes del Propietario, se presupone que la revelación proporciona informaciones a la competencia, potenciando la posibilidad de pérdida de ventajas competitivas, resultando un coste al propietario de la empresa; por tanto, aunque la revelación de información voluntaria puede inducir a precios de mercado más altos, también pueden aumentarse los costes del propietario (Larrán y García-Meca, 2004b).

Esta teoría destaca las desventajas competitivas de divulgación adicional (Verrecchia, 1983). Destaca que las empresas deben ser conscientes de su posición competitiva y que aquellas empresas que operan en un entorno de poca competitividad, tendrán menos incentivos a revelar información privada. Además, añade, una menor divulgación produce la incertidumbre de que si no se ha proporcionado por que haya “malas noticias” o por el contrario, las noticias son “buenas” y se retiene información ya que sus costes estimados aconsejan su no revelación.

En consecuencia, dado que existen estos costes hay que afirmar que la no divulgación no se puede considerar como que hay “malas noticias” tras la gestión desarrollada. Ahora bien, los inversores podrían optar por no invertir en la empresa que emite información insuficiente, quedando penalizados no solo los propietarios de la empresa sino también los gerentes, los cuales deberán tener en cuenta los costes que podrían ocasionar ante la opacidad societaria de las actividades realizadas y la planificación o proyectos de futuro planteados.

Kajüter (2004) encontró evidencia sobre la influencia de los costes de propietario en la cantidad de información de riesgo privado divulgado mediante la comparación de las diferencias entre los riesgos externos y riesgos internos revelados, argumentando que los costes de propiedad eran probablemente más bajos para el riesgo externo que para los riesgos internos de la empresa.

II.2. LOS RIESGOS EMPRESARIALES: SU DIVULGACIÓN

La justificación para que las empresas publiquen información sobre riesgos se soporta sobre dos pilares: uno, permitir facilitar la toma de decisiones a los inversores, facilitando a los usuarios la capacidad de valorar el perfil de riesgo en que las empresas desarrollan sus actividades; y otro, como consecuencia de la necesidad de obtener financiación para llevar a cabo sus proyectos de inversión, financiación más fluida según la percepción positiva que tengan los inversores del riesgo inherente de la empresa para obtener flujos de caja futuros que puedan atender bien las rentabilidades exigidas o el reintegro de principal e intereses estipulados. Estos pilares conforman el “saber por qué” (*Know-why*) de y Lundvall (1996).

El entorno en el que las empresas desarrollan sus actividades, se caracteriza por un alto nivel de incertidumbre, lo que nos permite pensar sobre la existencia de dificultades para predecir su futuro comportamiento sobre su valor y riqueza generada, debido a la existencia de factores internos y externos causales de amenazas a las que se enfrentan las empresas y que condicionarán los futuros flujos de caja netos esperados y el valor patrimonial de la corporación. En este

contexto, se identifican los riesgos empresariales como el origen de la posible pérdida de riqueza surgida por la interacción de estos factores (Cabedo y Tirado, 2004).

El “saber qué” (*Know-what*) de Foray y Lundvall (1996), podemos contemplarlo desde dos perspectivas: información obligatoria o voluntaria, ya que existen diferentes opiniones sobre la necesidad de la divulgación obligatoria de información sobre los riesgos. Aunque hay normas que establecen la obligación de informar sobre los riesgos (como el caso de la presentación de informes el riesgo de los derivados financieros), el *Institute of Chartered Accountants in England and Wales - ICAEW* (1997) y Solomon *et al.* (2000), entre otros, han apoyado la divulgación voluntaria de este tipo de información. Otros autores, por ejemplo Vidal (2001), se inclinan por la divulgación obligatoria de información sobre los riesgos en documento anexo que integre a los estados financieros.

II.2.1 Definición de riesgo

La palabra “riesgo” se ha utilizado como imagen de eventos adversos que se han producido, incluidos eventos naturales que están más allá de la influencia humana. Pero tras la Revolución Industrial, concluida en la primera mitad del siglo XIX⁵, el concepto sobre “riesgo” (el ámbito económico-empresarial) experimentó una mayor concreción al referirse a una distribución de los resultados futuros (Doherty, 2000), distribución incierta máxime cuando viene referida a actividades económicas que propician una variedad de riesgos originados por múltiples factores que provienen tanto de fuentes externas como internas, factores que incluyen regulaciones, mercados, procesos políticos, económicos, empresariales y personales, y tienen un efecto potencial en la rentabilidad de las corporaciones o empresas.

En este sentido, el binomio rentabilidad-riesgo pivota en el mundo empresarial como el conjunto de variables que más influyen en las decisiones de inversión y financiación, decisiones que quedan plasmadas en los modelos contables

⁵ Iniciada en Gran Bretaña a finales del siglo XVIII, que supuso una profunda transformación social, económica y tecnológica, con gran avance en cálculos de probabilidades.

establecidos por las autoridades económicas que velan por el buen gobierno corporativo en aras a la creación de riqueza del sistema en general.

En términos generales, el riesgo se percibe como la probabilidad de un acontecimiento involuntario, fortuito e incierto de consecuencias económicas adversas para quien afronta una siniestralidad de gravedad impredecible. Entre las acepciones aplicables a una eventualidad de estas características, el concepto de riesgo se puede enmarcar como:

- 1) la probabilidad de pérdidas; el riesgo se mide sobre resultados, en sentido probabilístico y a diferencia de lo que se entiende como incertidumbre que se asocia a lo impredecible;
- 2) la desviación típica de un resultado esperado; bajo este marco, el riesgo se trata de un fenómeno que entraña la posibilidad de variación en los resultados, tanto por situaciones fallidas como por situaciones favorables que proporcionan ganancias;
- 3) la eventualidad inesperada; eventualidad inesperada que resulta impredecible por su propia naturaleza, como puede ser una catástrofe; y,
- 4) la oportunidad en la economía; planteándose las eventualidades no como un problemas sino como una posibilidad de futuro para obtener beneficios, y conjugando con el grado de aversión a la pérdida, se presenta una oportunidad de negocio que muchos aprovechan de modo especulativo en los mercados financieros y no financieros.

En este sentido, Solomon *et al.* (2000) señalan que el “riesgo puede ser definido como la incertidumbre asociada a la vez una ganancia o pérdida potencial”.

En Jorion (2007 y 2010) se señala que el riesgo puede ser definido como la volatilidad de los flujos financieros esperados, generalmente derivada del valor de los activos o pasivos. El riesgo asociado a la acción de una empresa está formado por dos componentes: el riesgo idiosincrático (o riesgo específico, riesgo diversificable), que está relacionado con eventos particulares de la empresa y que constituye la mayor parte del riesgo total, y el riesgo sistemático⁶ (o riesgo de

⁶ Conviene definir riesgo sistémico para no confundirlo con el sistemático. El primero, se asocia a un evento que puede originar un colapso en una determinada industria o economía; por lo tanto, hay que admitir la posibilidad de que, frente a este riesgo, surja la inestabilidad del sistema

mercado, riesgo no diversificable), y que está relacionado con las tendencias del mercado general (Crouhy *et al.* 2000).

Parece que hay consenso en determinar el riesgo como la relación entre la probabilidad de ocurrencia de un evento y los impactos surgidos por tal ocurrencia, derivándose oportunidades y amenazas que hay que controlar para su aprovechamiento.

Para Linsley y Shrivies (2006), el riesgo se refiere a cualquier oportunidad o perspectiva, o cualquier peligro, daño, amenaza o exposición que pueda causar impacto en la empresa o la gestión de cualquier oportunidad, perspectiva, peligro, daño, amenaza o exposición. Es decir, también consideran el “riesgo” en el sentido amplio, incluyendo la dirección positiva y la dirección negativa. Sin embargo, otros, como el *The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (COSO, 2004) se enfrentan al riesgo sólo en su perspectiva negativa.

II.2.2 Tipología de riesgos

En relación con el conjunto de riesgos empresariales, Jorion (1997) sostiene que las empresas están expuestas a tres tipos de riesgos: de negocio, estratégico y financieros:

- Los riesgos de negocio son los que una empresa acepta asumir con el fin de lograr ventajas competitivas y valor añadido para el accionariado. Están relacionados con el sector en donde se desenvuelve la empresa, incluyendo las innovaciones tecnológicas, el diseño de productos y la comercialización de los mismos. De acuerdo con Jorion (1997), la exposición racional a estos riesgos se considera como ventaja competitiva de la empresa misma.
- Los riesgos estratégicos, son los relacionados con cambios fundamentales en la economía o la coyuntura política dominante.

financiero en su conjunto si la eventualidad de una empresa impacta severamente. En cuanto al riesgo sistemático, se refiere a los individuos operantes en los mercados, individualmente y, por lo tanto, sin probabilidad significativa que se produzcan los efectos indicados. (en Murphy, 2012).

- Los riesgos financieros están relacionados con posibles pérdidas en los mercados financieros. Están integrados por:
 - riesgo operativo: se refiere a las pérdidas que se pudiera incurrir a través de sistemas inadecuados de la empresa, las deficiencias administrativas, controles defectuosos y fraude o error humano;
 - riesgo legal: cuando no se cumplen las condiciones del contrato y/o las normas jurídicas se incumplen;
 - riesgo de precio: su origen está en los cambios de precios de los activos negociados en los mercados; queda integrado en los riesgos de mercado (el valor de un instrumento financiero puede fluctuar como consecuencia del cambio en los precios de mercado, ya estén causados tales cambios por factores específicos relativos al título en particular, o por factores que afectan a todos los títulos negociados en ese mercado) junto los riesgos de tipo de interés (surge porque el valor de un instrumento financiero puede fluctuar como consecuencia de los cambios en los tipos de interés en el mercado) y de tipo de cambio (hace referencia a que el valor de los instrumentos puede fluctuar como consecuencia de las variaciones en las cotizaciones de las monedas);
 - riesgo de crédito: se refiere a la posibilidad de que las obligaciones de pago de los contratos no pueden ser cumplidas por la contraparte del contrato; es decir, porque una de las partes contratantes del instrumento financiero falle en el cumplimiento de sus obligaciones y produzca una pérdida a la otra parte; y,
 - riesgo de liquidez: se produce cuando una empresa no es capaz de cumplir con los compromisos de pago que ha concertado.

Por su parte, ICAEW (1997), distingue entre los riesgos financieros y no financieros.

A) Riesgos financieros

Los riesgos financieros son de particular importancia para la información financiera, en la medida en que pueden tener un efecto directo sobre los activos y pasivos monetarios. Y lo son, dado que resultan de la posibilidad de que los flujos de efectivo no se gestionen adecuadamente para maximizar la disponibilidad de dinero, para mitigar la incertidumbre en cuanto a la tasa de interés, tipo de cambio e incobrables y la posibilidad de obtener dinero con total liquidez y sin pérdida de valor. En esta categoría estarían los riesgos de precio, de liquidez y de crédito.

- a) Riesgo de mercado (o riesgo de precio), que comprende los riesgos de tipo de interés, de tipo de cambio, de variación en el precio de las acciones, de los productos básicos (mercaderías/*commodities*) y de los instrumentos financieros;
- b) Riesgo de liquidez que comprende los riesgos de *cash-flow*, de oportunidad y de concentración; y,
- c) Riesgo de crédito abarcando los riesgos de incumplimiento, de concentración, legal y colaterales o garantías subsidiarias.

B) Riesgos no financieros

Los riesgos no financieros, de acuerdo con el factor de riesgo de origen, se dividen en riesgos externos (originados por causas externas de la empresa y sobre los que obviamente es difícil actuar) y riesgos internos (como resultado de circunstancias internas, relacionadas con las actividades empresariales y, por lo tanto, se pueden controlar en alguna medida).

Los efectos de los riesgos no financieros externos, también conocidos como los riesgos que se derivan de fenómenos sociales, políticos o económicos, sólo pueden ser mitigados a través de planes de contingencia o póliza de seguro. Su conocimiento es importante para la formulación de estrategias, el aprovechamiento de las oportunidades y para evitar amenazas, aunque no tienen repercusiones financieras inmediatas.

Los riesgos no financieros internos, con efectos inmediatos en la empresa, se pueden dividir en riesgos de procesos (relacionados con las actividades desarrolladas por la empresa) y riesgos de la información para la toma de decisiones (las relacionadas con los sistemas de información).

Para Cabedo y Tirado (2004), los riesgos financieros tienen un efecto inmediato sobre los activos y pasivos de carácter monetario; mientras que los riesgos no financieros no están tan directamente relacionados con los activos y pasivos de carácter monetario. Los efectos de estos riesgos (no financieros) en los flujos de efectivo y ganancias de las empresas se manifiestan en el largo plazo. Por esta razón son conocidos como los riesgos financieros indirectos; afectan directamente la empresa y, por lo tanto, tienen que ver con la posición competitiva de la misma.

Clasificaciones similares de riesgo financiero se encuentran también en los trabajos de Penza y Bansal (2001) y Crouhy *et al.* (2000), que consideran a los riesgos operacionales relativos al factor humano como una categoría especial dentro de los riesgos financieros.

Lajili y Zéghal (2005) indican que los riesgos empresariales son: por un lado, los riesgos financieros y de mercado, cuyas categorías y estrategias de gestión de riesgos vienen exigidas en las diversas normas de información financiera como las emitidas por el IASB, FASB, CICA o ASB, y de los reguladores de los mercados de capitales; y, por otro lado, otros tipos de riesgos, como el riesgo de negocio, el riesgo político o el riesgo ambiental, cuya divulgación es de carácter voluntario.

Linsley y Shrives (2006) distinguen entre riesgos no financieros y riesgos financieros, siendo los no financieros los riesgos operacionales, riesgo de empoderamiento o control de los recursos, el riesgo de las tecnologías de procesamiento de la información, el riesgo de integridad y el riesgo estratégico.

Estos autores, Linsley y Shrives (2006), determinan que los riesgos no financieros son aquellos que no están relacionados directamente con los activos y pasivos monetarios, aunque van a incidir en pérdidas en los futuros flujos de caja. Mientras que los financieros, si que tienen una influencia directa en la pérdida de valor de activos y pasivos monetarios. Dentro de los riesgos no financieros están el riesgo de negocio y el estratégico. El primero de ellos está relacionado con la

posible pérdida de ventajas competitivas que ejercen una influencia directa sobre posibles pérdidas de riqueza de la empresa. Mientras que el riesgo estratégico es el asociado a cambios fundamentales de la economía, generadores de un elevado grado de incertidumbre que pueden afectar a la creación de valor por parte de la empresa.

En relación a los riesgos financieros cabe destacar los de mercado, de crédito, de liquidez, operacionales y legales, que quedan definidos del siguiente modo:

1. El riesgo de mercado es el derivado de variaciones en los precios.
2. El riesgo de crédito es el asociado a la posible pérdida del valor real de la cartera de clientes como consecuencia del deterioro que pueda sufrir la calidad crediticia de los componentes de dicha cartera.
3. El riesgo de liquidez es el ocasionado por no disponer de recursos líquidos suficientes para cumplir con las obligaciones de pago a corto plazo.
4. Y por último, el riesgo operacional recoge la pérdida potencial que proviene de errores en los procedimientos establecidos.

II.2.3 Divulgación de la información sobre riesgos

La difusión de la información corporativa, financiera y no financiera, ha evolucionado en los últimos años, discutiéndose (todavía en la actualidad) sobre si debe ser de carácter obligatorio o voluntario.

La información no financiera, de acuerdo con el *Financial Accounting Standard Board* (FASB, 2001)⁷, es la información divulgada fuera de los estados financieros y que no está regulada por los principios de contabilidad generalmente aceptados, pudiendo ser de carácter voluntario u obligatorio, como el informe de la Gerencia o del Presidente y el Informe de Auditoría, respectivamente; añade esta institución que, esta información debe proporcionar datos sobre aspectos de la

⁷ FASB (2001): “la información no financiera es aquella que no está reflejada en los estados financieros tradicionales (*Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias*), pudiendo comprender: información revelada con carácter obligatorio (*informe de auditoría; hechos relevantes*) e información de carácter voluntario (*comentario de directivos*)”.

actividad empresarial que no se reflejen en los estados financieros de obligatorio cumplimiento.

Para Meek *et al.* (1995), la divulgación voluntaria es un conjunto de informaciones más allá de lo que regulan las normativas permitiendo a los directivos de las empresas divulgar más información para ayudar a los usuarios de la misma en su toma de sus decisiones.

García-Meca *et al.* (2005), consideran la información voluntaria como la divulgación de cualquier información que la empresa no está obligada a emitir mediante la aplicación de las reglas y regulaciones contables.

Según Beretta y Bozzolan (2004), la divulgación voluntaria de información empresarial queda justificada porque los inversores han de comprender los riesgos que corre una empresa para crear valor y estar informados sobre la sostenibilidad de las estrategias de creación de valor. A medida que la divulgación obligatoria es de carácter general, no puede satisfacer las necesidades de información de usuarios específicos, especialmente las de los inversores.

La información sobre los ingresos y la información contenida en el estado de la situación financiera y el estado de flujos de efectivo, ha sido la información más utilizada para el análisis de los inversores, utilizándose como base para predicciones futuras. Hoy en día, los cambios económicos son muy rápidos y sus efectos son igual de rápidos y están interconectados con los diversos eventos económicos de ámbito nacional, europeo y mundial y, en consecuencia, las empresas están sujetas a mayores riesgos. Así, hay una creciente necesidad de más información para ayudar a los gerentes y *stakeholders* en general para anticipar los riesgos que enfrentan las empresas. Este es uno de los objetivos de la divulgación de información sobre riesgos: llenar el vacío que se deriva de la utilización sólo de la información financiera.

La literatura recoge trabajos que consideran que la divulgación de información sobre riesgos tiene varios objetivos: reducir el coste del capital, fomentar una mejor gestión del riesgo, e informar sobre el riesgo con carácter prospectivo.

Jorion (2002) encuentra en una muestra de las instituciones financieras que la divulgación del valor en riesgo (VaR) de instrumentos financieros ayuda a predecir la variabilidad de los ingresos y por lo tanto es útil para los participantes del mercado de capitales; Linsmeier *et al.* (2002), demuestran la relevancia del contenido informativo de las informaciones sobre el riesgo de mercado y llegan a la conclusión de que cuando las empresas revelan la información exigida por la normativa contable en su exposición a factores de riesgo de mercado, la sensibilidad a los cambios en los factores de riesgo provoca en el mercado descensos en la facturación (Rajgopal 1999, también manifiesta este criterio; y más tarde, también refuerza este estudio el desarrollado por Shrives y Linsley 2006).

La divulgación de información sobre riesgos proporciona ventajas en una doble vertiente: a) para la empresa informadora, y b) para los usuarios de la información divulgada denominado este grupo como *stakeholders* (gobiernos, proveedores, clientes, empleados, entidades financieras, potenciales inversores, etc. y, en general el mercado).

a) Ventajas para la empresa informadora

- o Reducción del coste de capital (ICAEW 1999; Linsley y Shrives 2000; Solomon *et al.* 2000; Linsley y Shrives 2005b y 2006; Deumes 2008; Deumes y Knechel 2008; ICAEW 2011; entre otros). La difusión de información sobre los riesgos, para eliminar incertidumbre y reducir las asimetrías de información, llevaría a un coste de capital que no incluiría una prima tan elevada (Healy y Palepu, 2001). Para las empresas hay un fuerte incentivo para la divulgación voluntaria (Deumes y Knechel, 2008).
- o Otra de las ventajas, desde la perspectiva de las empresas, sería el hecho de que la divulgación puede inducir a mejores prácticas de gestión de riesgo (Jorgensen y Kirschenheiter, 2003; Linsley y Shrives, 2000 y 2006; ICAEW, 2000 y 2011). Como para hacer la revelación es necesario evaluar cómo se reflejan los riesgos en las empresas, se alienta a los administradores a mejorar las formas de

gestión de riesgos internos lo que, en última instancia, también se traducirá en una mejor gestión del negocio y en obtener mejores resultados. Los gerentes por el hecho de revelar los riesgos tienen que demostrar procesos de gestión de riesgos en línea con la competencia, para centrar la atención en la gestión de la gestión de riesgos y para permitir a los accionistas supervisar las prácticas de gestión de riesgos.

- Si cuando se producen las dos ventajas anteriores, surgen efectos económicos directos, podría haber otros efectos positivos, aunque no perceptibles inmediatamente (Linsley y Shrives, 2000; y, Abraham *et al.* 2012). En el ámbito de la teoría de agencia (Jensen y Meckling, 1976), se considera que los costes de agencia son el resultado de las acciones desarrolladas por el “principal” para controlar el “agente”, determinado por las asimetrías de información y estos costes pueden ser mitigados por la divulgación voluntaria por los gestores.
- La teoría positiva de la contabilidad (Watts y Zimmerman, 1986 y 1990) incorpora, además de los costes de agencia, otros costes contractuales tales como la información, la renegociación, la transacción y la quiebra, que son vitales para explicar las opciones de contabilidad y divulgación de las sociedades. Dado que la información sobre los riesgos es de vital importancia para los accionistas, los directivos tendrían interés en su divulgación para evitar los costes de control y supervisión e incluso otras relaciones contractuales.
- La teoría de coste político, basada en la teoría positiva de la contabilidad proporciona argumentos para creer que ciertas empresas, como las grandes y aquellas con mayores beneficios, pueden elevar la atención de los medios de comunicación, los políticos y la sociedad en general. Las empresas más grandes tendrían incentivos para revelar información que les permitiese manejar su imagen y desviar la atención sobre determinados asuntos (Linsley y Shrives, 2000).

- Según la teoría de señales (Spence, 2000) los gerentes tienen incentivos a divulgar voluntariamente información para señalar los aspectos de mercado de las empresas (reducción de las asimetrías de información (Akerlof, 1970) mediante el envío de señales creíbles y aumentar su capacidad para captar recursos financieros.
- En la perspectiva institucional de la teoría de la legitimidad, las empresas tienden a adoptar prácticas similares para aumentar su legitimidad como resultado de las presiones de la sociedad, mientras que la perspectiva estratégica se consigue mediante la demostración de la medida en que los valores de las empresas están vinculados con los valores sociales, tal y como señalan Linsley y Kajüter (2008). Estos autores, enmarcan la investigación sobre la legitimidad como una manera de reconstruir la legitimidad después de un evento negativo del fuerte impacto; Oliveira *et al.* (2010), sitúan la divulgación de la información sobre riesgos como un mecanismo para construir y mantener la legitimidad.

b) Ventajas para los *stakeholders*

- Desde la perspectiva de los accionistas y del mercado en general, una posible ventaja está relacionada con la insuficiente información proporcionada por los estados financieros con carácter prospectivo, por lo que la información voluntaria adicional con enfoque de futuro, mejoraría la capacidad de valoración de la empresa (Linsley y Shrives, 2000).
- Para Cea (1995), uno de los objetivos de la contabilidad es proporcionar información útil para la toma de decisiones económicas de los inversores; pues bien, no se cumplirá adecuadamente este objetivo si la información proporcionada no divulga sobre el riesgo adecuadamente, ya que la divulgación de los riesgos específicos de la empresa permite a los inversores conocer el perfil de riesgo a que se enfrentarían. Por tanto, una ventaja de la divulgación de los

riesgos sería aumentar la utilidad de la información empresarial y financiera mediante el aumento de su capacidad de predicción.

- AICPA (1994a) establece la existencia de una ventaja adicional para el mercado en general. Así, el aumento de la liquidez de las acciones en los mercados de capital promueve la buena asignación de capital en la economía, ya que permite a los inversores, de forma rápida reconsiderar sus decisiones de inversión. Las dos variables que afectan las decisiones de compra y venta en el mercado de capitales son la asimetría de información entre compradores y vendedores y la incertidumbre de ambos. La liquidez de los valores depende de estas dos variables. La difusión de información sobre los riesgos reduce las asimetrías de información entre los agentes del mercado y la incertidumbre. Esto originará una mejor asignación de capital en los mercados al aumentar la liquidez de los valores, lo que constituye una ventaja adicional para el mercado en general.
- De acuerdo con Linsley y Shrivés (2000), la divulgación de los riesgos permite también aumentar la transparencia para los inversores y analistas financieros que reducen las distorsiones del mercado y el aumento de la eficiencia de los mercados de capitales con consecuencias para la productividad de la economía.
- Otra ventaja de la divulgación de los riesgos en el mercado sería la de asegurar la igualdad de trato tanto a pequeños como a grandes inversores ya que estos últimos, por su capacidad de negociación, pueden tener un acceso privilegiado a la información no disponible para los primeros (Linsley y Shrivés, 2000), aunque la cuestión general del objetivo de la divulgación, para algunos autores como Healy y Palepu (2001) sea como una referencia a una mejor distribución de la riqueza en la economía más que en realidad la eficiencia económica, ya que los inversores menos informados han de tener otras formas de superar su falta de información.
- Además, la divulgación de los riesgos debe promover una mayor transparencia y rendición de cuentas a todos los grupos de interés

(*stakeholders*) resultando en una mejor conocimiento (Linsley y Shrives, 2000).

II.2.4 El problema de la cuantificación de los riesgos

Una de las cuestiones más importantes que se plantean en cuanto a la divulgación de riesgos es la relativa a su cuantificación. A este respecto, se puede optar por varias alternativas, y a modo enunciativo y no limitativo se citan dos de ellas:

1. Una de ellas es evaluar todos los riesgos que afectan, o potencialmente pueden afectar a la empresa, y cuantificar los mismos de una manera global.

Un inconveniente de este modelo radica en que el riesgo total de la empresa no puede ser obtenido mediante la agregación simple de los distintos riesgos que le afectan; debe tenerse en cuenta, de un modo muy especial, que las interrelaciones entre los riesgos (que muchas veces se compensan entre sí), hacen el riesgo total de la empresa menor que el resultante de la aludida agregación. Un problema añadido en este punto es que las interrelaciones entre los riesgos no tienen por qué ser las mismas para todas las empresas.

2. Otra alternativa es medir el riesgo de una forma desagregada. En esta dirección apunta el trabajo de Solomon *et al.* (2000), donde se pone de manifiesto la preferencia de los inversores institucionales británicos por informes detallados e individualizados sobre el riesgo frente a un informe general del riesgo empresarial. Una información desagregada sobre riesgos se adapta mejor a las necesidades de los usuarios, ya que cada usuario podrá tomar la información de aquel elemento o elementos que resulten de su interés. De esta manera, los estados financieros deberían complementar la información contable con un estado de riesgos que muestre y cuantifique cada uno de los riesgos a que están expuestas las empresas.

La forma de cuantificar el riesgo de un modo desagregado, de acuerdo con la última de las alternativas expuestas, es plantear una medida del riesgo para que

cada uno de los tipos de riesgos mencionados sea publicado por las empresas. En este sentido, hay un gran campo de actuación tanto por parte de los reguladores como por los investigadores, pudiéndose establecer modelos o indicadores financieros y no financieros que, de una manera objetiva, proporcionen una medida para cada uno de los riesgos a que está sujeta la empresa.

En ICAEW (1997 y 2002), para medir los riesgos empresariales divulgados en los informes periódicos de las empresas, se ofrece la alternativa de emplear las rúbricas contables (contingencias y provisiones) el análisis de sensibilidad y la aplicación del valor en riesgo (VaR).

- El análisis de sensibilidad es una medida del riesgo que muestra las pérdidas potenciales que se pueden producir como consecuencia de un hipotético cambio en los tipos de interés, tipo de cambio, precio de acciones o de mercaderías, durante un período seleccionado (habitualmente un año). Estas pérdidas pueden ser expresadas mediante tres tipos de magnitudes establecidas por la norma: ingresos, flujos de caja o valor razonable. Los cambios hipotéticos en el precio de mercado deben ser razonables en el corto plazo y, salvo otras justificaciones económicas, no deben ser inferiores a un 10%. Además, la utilización de este formato exige, por parte de la empresa, la descripción del modelo utilizado, de los supuestos y de los parámetros empleados para la determinación de la pérdida futura.
- La otra alternativa es el valor en riesgo (VaR). Según Hopper (1996), el Valor en Riesgo puede ser definido como “una estimación de la máxima pérdida que es probable que experimente una cartera a lo largo de un determinado período temporal”. Esta pérdida posible lleva asociado un nivel de probabilidad⁸; para Pérez (1996) el VaR es “la máxima pérdida esperada (medida en unidades monetarias), sobre algún horizonte temporal, para algún nivel de probabilidad seleccionado por el decisor”; y el *Basel Committee on Banking Supervision* (1994) define el Valor el Riesgo en el sentido de que con el mismo se mide “la pérdida o ganancia potencial en una posición, cartera o institución, asociada a un movimiento

⁸ Cita de Cabedo (1998:125).

de precios de una probabilidad dada, a lo largo de un horizonte temporal especificado”. Como vemos, de las tres definiciones hay una cosa común: la variabilidad de un resultado en un horizonte temporal determinado.

Cabedo y Tirado (2004) presentan un proyecto de medida de los riesgos con el VaR, concluyendo que la inclusión en los estados financieros de una medición de los riesgos de la empresa, mejora la utilidad de la información financiera para el proceso de toma de decisiones por los usuarios.

Jorion (2002) establece que el VaR se ha convertido en una medida de referencia para medir los riesgos financieros y llega a la conclusión de que la capacidad informativa de las revelaciones de los bancos estadounidenses sobre los que desarrolla su trabajo, proporciona una medida de gran interés y que las previsiones de volatilidad basadas en VaR se relacionan significativamente con el riesgo de mercado futuro, cumpliendo con lo dispuesto en la SEC. El autor considera también que el VaR puede mejorar la capacidad de gestionar los productos derivados ya que la pública divulgación por parte de los bancos podría forjar una rigurosa disciplina comercial.

Sin embargo, esta medida puede tener algunos inconvenientes o desventajas para los inversores que pueden tener dificultades para entender las implicaciones de este método y proceso cuantitativo y números calculados probabilísticamente, lo que hará que las revelaciones relacionadas con el VaR no contribuyan a la mejora de las evaluaciones de los inversores en relación con la exposición al riesgo de mercado a que las empresas pueden estar sujetos.

Para finalizar, debe mencionarse que, para algunos riesgos (en particular los no financieros), la cuantificación no siempre resulta factible por lo que su divulgación debe realizarse sólo en términos cualitativos.

CAPÍTULO III

LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE RIESGOS: NORMATIVA Y LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

III.1. NORMATIVA SOBRE DIVULGACIÓN DE RIESGOS EN LOS ESTADOS FINANCIEROS

Para los inversores, la información sobre el riesgo puede ayudar a determinar el perfil de riesgo de una empresa, a la estimación del valor de mercado y contribuir a una mayor precisión en la toma de decisiones en los vínculos actuales y potenciales (Abraham y Cox, 2007). Estas razones son suficientes para que la presentación de información sobre riesgos, haya ganado interés en la contabilidad financiera práctica, la regulación sobre la divulgación de los riesgos en los estados financieros y la investigación que se viene desarrollando en éste ámbito (Dobler, 2008).

A pesar de estos beneficios, existen carencias en la información que sobre riesgos se divulga; esto hace pensar en la necesidad de incluir nuevos elementos informativos para cumplir con el propósito de utilidad a los usuarios –actuales y potenciales- sobre el conocimiento del perfil del riesgo corporativo así como de la gestión desarrollada y planificada por sus directivos (Linsley y Shrides, 2005).

Las carencias de información sobre riesgos en los estados financieros, han sido puestas de manifiesto tanto por organismos profesionales contables como por investigadores privados⁹.

La falta de uniformidad y armonización, a nivel mundial, respecto a normativas que regulan la divulgación de información sobre riesgos por parte de las empresas

⁹ Entre los primeros se encuentran *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA, 1994a y b), *Institute of Chartered Accountants in England and Wales* (ICAEW, 1997), Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC, 2002) e *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO, 2002); y respecto a los segundos, se cuenta con Cea (1992 y 1996), Lunndholm (1999), Francis y Schipper (1999), Sierra y Escobar (1999), Cabedo y Tirado (2004 y 2007) y Solomon *et al.* (2000), entre otros.

es posiblemente la causa que origina esta deficiencia (Lajili y Zéghal, 2005); a estas características, uniformidad y armonización, cabe añadir la divergencia de criterios con respecto a la obligatoriedad de informar sobre riesgos o dejar esto a criterio de voluntariedad empresarial, posturas destacadas por Cabedo y Tirado (2007), entre otros.

A continuación, se procede a analizar las principales normativas que las regulan la divulgación de informes sobre los estados financieros y, en estos informes, los riesgos a los que se enfrentan las empresas y las medidas de gestión a implementar para su mitigación.

III.1.1 Normativa internacional sobre divulgación de riesgos

Uno de los principales reguladores contables en el ámbito internacional es el organismo privado *International Accounting Standards Board* (en lo sucesivo IASB), que elabora regulación contable para los estados financieros consolidados de corporaciones que cotizan en sus mercados de valores, adoptada por la Unión Europea (sustituyó en 2001 al *International Accounting Standards Committee*, IASC).

La diversidad de acrónimos sobre normas de este ámbito y los utilizados en la actualidad, así como su origen, se muestran en la tabla III.1 con el fin de proporcionar mayor claridad:

Tabla III.1: Normas internacionales de información financiera

Organismo emisor (período)	Normas emitidas: analogías		Nominación actual ¹⁰
IASB (1973-2000)	NIC (Normas Internacionales de Contabilidad)	IAS (<i>International Accounting Standards</i>)	IFRS o NIIF
IASB (2001-.....)	NIIF (Normas Internacionales de Información Financiera)	IFRS (<i>International Financial Reporting Standards</i>)	

Fuente: Elaboración propia

¹⁰ Tal y como se muestra en la tabla 3.1, NIC y IAS son lo mismo, y NIIF e IFRS también. Actualmente todas las normas internacionales se expresan dentro del conjunto de estas últimas, que van derogando a las pocas que quedan de la primera etapa, que mantienen su nomenclatura. Así, NIIF 1 sustituyó a NIC 1 (IAS 1) y trata sobre la presentación de los estados financieros, igual a las sustituidas.

El IASB ha emitido una serie de normas que tratan de regular la divulgación de información sobre los riesgos a los que se enfrentan las empresas, siendo la principal de ellas la *International Financial Reporting Standards* nº 7 (IFRS 7), en la cual se obliga a incorporar en los notas de la Memoria la información sobre los riesgos financieros asociados con los instrumentos financieros y la gestión de dichos riesgos.

Siendo esta la principal norma que trata la divulgación de riesgos, además, el IASB ha emitido una serie de normas que obligan a presentar información de riesgos, como son IAS 32 (que trata de los instrumentos financieros) y la IAS 37 (que regula las provisiones y los pasivos y activos contingentes¹¹).

Recientemente (julio 2014) el IASB ha emitido la IFRS 9 *Instrumentos Financieros* (reemplaza a IAS 39, *Reconocimiento y Medición*) que incluye un modelo para la clasificación y medición, sobre “pérdidas esperadas” y, además, reformas de la contabilidad de coberturas (entrará en vigor el 1 de enero 2018, aunque se permite su aplicación antes de esa fecha). Con este modelo, las entidades proporcionarán la información que explique los cálculos de la pérdida esperada, cómo se miden las pérdidas crediticias esperadas, y la evaluación de los cambios en el riesgo de crédito.

Las IFRSs, no tienen ninguna norma integral sobre la presentación de informes de riesgo, pero contienen varias normas sobre divulgaciones de riesgos específicos, así:

- a) pasivos y activos contingentes;¹²
- b) riesgos, las concentraciones de riesgo y gestión del riesgo asociado a los instrumentos financieros;¹³ e
- c) incertidumbres específicas en las estimaciones.¹⁴

Como se ha indicado anteriormente, el IASB (2005a y b) emitió la norma IFRS Nº7: *Financial Instruments: Disclosures*. El objetivo de esta norma es regular la

¹¹ La norma define activos y pasivos contingentes como un activo posible y toda obligación posible, respectivamente, surgida a raíz de sucesos pasados confirmada solo si llega a ocurrir.

¹² Ver *International Accounting Standard* IAS 37.10, 89-92.

¹³ Véase IAS 32.52-85; ED 7.

divulgación de información en los estados financieros sobre los instrumentos financieros, los riesgos asociados con éstos y las políticas de gestión de los riesgos; de este modo, se mejora la comprensión de la posición financiera de cualquier tipo de entidad, financiera y no financiera, y permite a los usuarios la valoración de los riesgos asociados a tales instrumentos.¹⁵

Así, en el artículo 31 de la IFRS N° 7, se establece la obligación de presentar información de utilidad a los usuarios para evaluar los riesgos asociados a los instrumentos financieros asumidos por las empresas (sólo se presentan aquellos riesgos relacionados con los instrumentos financieros, no informando sobre otros riesgos empresariales, por ejemplo, los riesgos de cumplimiento).¹⁶

La IFRS N°7 indica que la información de riesgos se incluirá en los estados financieros, admitiendo la posibilidad de presentar esta información en el informe de gestión u otro en donde se informe de riesgos, siempre y cuando exista una mención cruzada entre los estados financieros y estos otros estados.¹⁷

Los riesgos financieros, establecidos por la normativa que nos ocupa, están asociados a los instrumentos financieros sobre los que se debe ofrecer información son el de crédito, de liquidez y de mercado y diferenciándose la forma de presentar información sobre el riesgo según su tipología. Veamos cada uno de estos riesgos:

a) Riesgo de crédito:

La IFRS N° 7 lo define como el riesgo de que una de las partes del instrumento financiero pueda causar una pérdida financiera a la otra parte si incumple una obligación. Las empresas deberán divulgar, para cada clase de instrumento financiero sujeto a riesgo de crédito: el importe que represente el valor máximo de exposición (sin deducción de garantías);

¹⁴ Véase IAS 1.116-122.

¹⁵ La norma fija que las empresas deberán divulgar, para cada tipo de riesgo, un resumen de datos cuantitativos que reflejen la exposición de riesgo a fecha de la presentación de los estados financieros, en caso que no fueran representativas de la exposición de riesgos, debería proporcionar información adicional para subsanar tal circunstancia. Además existe otra obligación: la información emitida por las empresas desde su perspectiva cualitativa.

¹⁶ Son los riesgos derivados de incumplir con la legislación local o internacional, las buenas prácticas propias de la actividad desarrollada o las normas de conducta que puedan afectar a la reputación de la empresa.

¹⁷ La norma deja abierta la posibilidad de informar sobre otros tipos de riesgos, aunque no establece ningún tratamiento de qué riesgos y cómo informar.

descripción de las garantías; información sobre la calidad del crédito de los activos financieros que no están vencidos ni tengan pérdidas de valor por deterioro; y, por último, información sobre los importes de activos financieros vencidos o que tiene pérdidas de valor por deterioro que se han renegociado.

Además, para los activos que están vencidos o supongan disminución de valor por deterioro, las empresas han de ofrecer información sobre: 1) un análisis de los vencimientos de los activos que están vencidos, pero no tienen pérdida de valor por deterioro; 2) un análisis de los activos que presentan una pérdida de valor por deterioro, señalando los factores causantes de tal pérdida de valor; y 3) una descripción de las garantías y expectativas de mejora.

Esta información debe permitir a los usuarios de los estados financieros evaluar la posible reducción de cobros procedentes de incumplimientos de los acuerdos de pago de los activos financieros. Para ello, introduce el concepto de *máximo nivel de exposición al riesgo de crédito*, que es el importe a presentar por las entidades para cada tipo de activo financiero sujeto a este tipo de riesgo, que mide el nivel de riesgo a que está expuesta la empresa. Normalmente, dicho importe es el que aparece en libros neto de correcciones valorativas. En caso de que el importe de libros no represente el máximo nivel de exposición al riesgo de crédito, la empresa deberá proporcionar información adicional que justifique dicho importe.

b) Riesgo de liquidez:

En IFRS N° 7 se define este riesgo al que las empresas se exponen si manifiestan dificultades para cumplir sus compromisos de pago por deudas financieras. Llegada esta situación, las empresas están obligadas a divulgarlo con el fin de que los usuarios interesados puedan evaluar explícitamente el riesgo a que se enfrentarían.

c) Riesgo de mercado:

Esta norma lo fija en relación a las variaciones que pueden surgir en el valor razonable y/o variaciones de los flujos de caja esperados originados por la volatilidad de los precios de mercado.

IFRS 7 establece el requerimiento a las empresas sobre la realización de un análisis de sensibilidad para cada tipo de riesgo de mercado (riesgo de tipo de cambio, riesgo de tipo de interés y otros riesgos de precios) a los que la empresa se enfrentará a fecha de cierre y presentación de los estados contables, debiendo indicar el impacto en los resultados y en los recursos propios de cambios razonables en la variable relevante del riesgo.

Se admite la posibilidad de desarrollar un análisis de sensibilidad en donde se manifiesten las interdependencias entre las variables de riesgos, no siendo necesario hacerlo para cada tipo de riesgo.

Esta norma, IFRS N° 7, requiere la divulgación por parte de las empresas de información cualitativa de los riesgos de crédito y liquidez y de mercado. Para cada uno de los riesgos, las empresas deben presentar información sobre su exposición al riesgo para cada tipo de instrumentos financieros, una descripción de los objetivos, políticas y procedimientos seguidos para gestionar el riesgo, así como los métodos utilizados para su medición. Además, las empresas deberán informar sobre cualquier alteración de dicha información cualitativa, respecto a períodos anteriores.

III.1.2 Normativa sobre divulgación de riesgos en EE.UU.

Uno de los principales reguladores contables en los Estados Unidos de América, es el *Financial Accounting Standards Board* (en lo sucesivo FASB)¹⁸ el cual se encarga de establecer normas de información financiera para su área geográfica (USA) con el aval de la *Securities and Exchange Commission* (en lo sucesivo SEC) y *American Institut of Certified Public Accountants* (en lo sucesivo AICPA).

Con el informe Trueblood¹⁹ (AICPA, 1973a y b) se perfila la utilidad de la divulgación en los estados financieros para la toma de decisiones con carácter

¹⁸ *Financial Accounting Standards Board* (FASB) sustituyó al *Statements of Financial Accounting Standards* (SFAS)

¹⁹ *Objectives of Financial Statements* (AICPA, 1973b)

prospectivo de la información, y no sólo los hechos pasados de la corporación; igualmente, del marco conceptual del FASB se deriva que los informes financieros deban reflejar las oportunidades económicas actuales, proporcionando valoraciones del momento del informe y la posibilidad de estimar los rendimientos futuros.

Las regulaciones de la SEC enmarcan los requisitos de divulgación de riesgos, con el objetivo de proteger a los inversores, y de información financiera a los usuarios externos, mediante la divulgación de cambios estructurales de la sociedad, desarrollo de actividades previstas, incertidumbres probables en detrimento de la liquidez empresarial, etc., así cómo la empresa planifica el desarrollo de la gestión de los riesgos que se pueden originar (Dobler, 2005).

Así pues, la intención del FASB a través de las normas que emite bajo el nombre y ordinal de *Statements of Financial Accounting Standards* (SFAS) o *Financial Accounting Standard* (FAS), es mejorar las revelaciones relacionadas con el valor razonable en el mercado de instrumentos financieros en los estados financieros intermedios y anuales. Estas normas obligan a presentar información cualitativa y cuantitativa sobre riesgos financieros y sobre la gestión de dichos riesgos, debiendo realizarse en las notas de la Memoria (por ejemplo, SFAS 5²⁰ sobre “contabilización de contingencias”²¹; SFAS 107²², sobre “divulgación del valor razonable de los instrumentos financieros”; SFAS 115²³ “contabilización de las inversiones en determinados valores negociables”; o, SFAS 161²⁴ sobre “revelaciones sobre instrumentos derivados y actividades de cobertura”).

Veamos a continuación un mayor detalle de las normas citadas:

²⁰ Con alguna modificación en SFAS 11, 112 y 114.

²¹ Contingencia significa (RAE): a) posibilidad o riesgo de que suceda una cosa; y b) hecho o problema que se plantea de forma imprevista. En la normativa internacional se indica que se divulgarán las contingencias en función de la probabilidad de ocurrencia de un evento que altere un valor contable (OFR u *Operating and Financial Review* de U.K. -*Department for Business Innovation and Skills*; 2008).

²² 5 años después, en 1996, se introdujo alguna modificación con la SFAS 126 sobre “exención de ciertas divulgaciones requeridas sobre los instrumentos financieros para ciertas entidades no públicas”.

²³ Modificación en 2007 sobre “la opción de valor razonable para activos financieros y pasivos financieros”

²⁴ Esta FAS 161 es una modificación introducida en la SFAS 133 (1998) sobre “contabilización de instrumentos derivados y operaciones de cobertura”.

- a) Mediante la norma FAS n° 5, *Accounting for Contingencies*²⁵, se requiere la clasificación de una contingencia en función de la probabilidad de ocurrencia con que puede presentarse un acontecimiento futuro, dada la relevancia en la valoración de activos y pasivos por parte de todos los interesados. Según FAS 5, se pueden establecer tres rangos distintos de incertidumbre: probable, razonadamente posible y remota.
- b) FAS n° 107, *Disclosures about Fair Value of Financial Instruments*, en donde se incluyen exigencias de presentación de información sobre las concentraciones del riesgo de crédito, por lo que las empresas deberían presentar información cuantitativa acerca de los riesgos de mercado de los instrumentos financieros consistente con la forma en que se gestionan esos riesgos. También es importante señalar que la SEC (1997) exige la presentación de información cuantitativa y cualitativa sobre los riesgos de mercado, diferenciando entre el riesgo de interés, el riesgo de cambio, el riesgo de precio en *commodities* y el riesgo de precio de las acciones.
- c) En la misma línea de la anterior, se emitió la FAS n° 115, *Accounting for certain investments in debt and equity securities*, por la que requiere la divulgación de información sobre instrumentos financieros con concentraciones de riesgo de crédito, respecto a cuatro componentes del riesgo asociado a las inversiones en títulos de deuda y capital, la valoración prospectiva de clientes, títulos para negociación, y títulos disponibles para la venta.
- d) FAS n° 161, *Disclosures about Derivative Instruments and Hedging Activities*, que se promulgó para requerir la revelación de los instrumentos financieros derivados utilizados como operaciones de cobertura, que se contabilizan siguiendo las indicaciones de la FAS n° 133, *Accounting for Derivative Instruments and Hedging*.

Sin embargo, con estas normas la presentación de información sobre riesgos queda de una manera diseminada en las notas de los estados financieros, en

²⁵ Esta norma responde a la norma internacional NIC 37 que no distingue de forma explícita los diversos grados de incertidumbre que se pueden presentar.

especial sobre los riesgos de los instrumentos financieros; este es el caso de la norma internacional ya comentada IFRS 7 emitida por IASB y de la norma FAS n° 133 emitida por la estadounidense FASB.

Para las empresas que cotizan en los mercados americanos, la SEC creó una norma que obliga a informar sobre el riesgo de una manera estructurada y localizada en un lugar específico, la *Financial Reporting Release* N° 48 (en lo sucesivo FRR 48).

La norma FRR 48, se promulgó para mitigar la falta de información en los estados contables sobre riesgos de mercado, originados al emplear productos derivados y otros instrumentos.²⁶ Esta norma, determina que las empresas que cotizan en Bolsa han de presentar únicamente los riesgos de mercado siguientes: riesgo de tipo de interés, de tipo de cambio, riesgo de precio de las mercaderías y riesgo de precio de las acciones.²⁷

Para cada uno de los riesgos de mercado, las empresas tienen que presentar dos tipos de información sobre estos riesgos: A) cuantitativa y B) cualitativa.

A) Información cuantitativa: cuya finalidad es proporcionar a los usuarios información prospectiva sobre la exposición al riesgo de mercado, debiéndose presentar de manera separada por tipo de riesgo de mercado de que se trate.

La presentación de esta información puede hacerse de diversas formas (formato tabular, análisis de sensibilidad y VaR) y medir el riesgo con diferentes magnitudes tales como el valor razonable, los flujos de caja y los ingresos.

A.1) Formato Tabular: Bajo esta modalidad se requiere mostrar información suficiente para poder determinar los flujos de caja futuros de los instrumentos financieros sensibles al riesgo de mercado en los cinco años posteriores al ejercicio. Para ello, la información sobre cada uno de los riesgos de mercado debe agruparse en instrumentos con características

²⁶ Información a incluir en el *Management's Discussion and Analysis* (MD&A) que es el análogo al "informe de gestión" de la normativa española.

²⁷ Aunque las empresas están expuestas a otro tipo de riesgos como de crédito, liquidez, estratégicos, etc.

comunes, incluyendo el valor razonable, el vencimiento, las tasas medias, el tipo de instrumento, entre otros datos.

De este modo, se facilita información a los usuarios para evaluar el perfil de riesgo de mercado a que está expuesta la empresa en cuestión. Por lo tanto, los analistas deberán realizar supuestos acerca de los movimientos futuros de precios, con sus propios modelos, ya que el formato tabular no ofrece una medida explícita del riesgo.

A.2) Análisis de sensibilidad: Si se emplea este formato, se expresarán las pérdidas potenciales probables dadas la volatilidad de los tipos de interés, tipo de cambio, precio de acciones o de mercaderías, en un plazo que normalmente es un año.

Como se ha indicado, estas pérdidas pueden manifestarse mediante tres tipos de magnitudes como el valor razonable, los flujos de caja y los ingresos.²⁸

La utilización de este formato exige describir el modelo utilizado, los supuestos y los parámetros empleados para la estimación de la pérdida esperada.

A.3) Valor en Riesgo (VaR): Con este método se estima la máxima pérdida futura que se puede producir como consecuencia de variaciones de los precios, tipos de interés o de cambio, durante un período de tenencia y una probabilidad prefijados.²⁹

Como para el análisis de sensibilidad, la norma permite presentar el VaR en las tres magnitudes de pérdida: el valor razonable, los flujos de caja y los ingresos.

Igualmente, las empresas deben especificar el enfoque usado para calcular la pérdida potencial³⁰ (método de simulación histórica, método de

²⁸ Los cambios posibles en el precio de mercado deben ser razonables en el corto plazo y no deben ser inferiores a un 10%, salvo excepciones.

²⁹ La FRR N° 48 fija un intervalo de confianza para medir la probabilidad no inferior al 95%.

³⁰ Linsmeier y Pearson (1997): análisis sobre distintos métodos empleados para calcular el VaR.

varianza-covarianza y método de simulación de Montecarlo), los supuestos y parámetros de los métodos (ej. el período de tenencia y el intervalo de confianza) y los instrumentos financieros sobre los que se ha calculado el valor en riesgo.

Tabla III.2: Formatos y medición del riesgo según FRR n° 48

FORMATOS	Tabular	Análisis de Sensibilidad	Valor en Riesgo (VaR)
MEDIDAS	Ninguna	Ingresos	Ingresos
		Flujos de Caja	Flujos de Caja
		Valor Razonable	Valor Razonable

Fuente: Elaboración propia basado en Hooder y McAnally (2001)

Mediante estas tres metodologías para la divulgación de la información - tabular, análisis de sensibilidad y el Valor en Riesgo (VaR)-, la SEC trata de proporcionar transparencia a los inversores de la exposición al riesgo de mercado de la empresa emisora del informe, metodología que elegirá la empresa en función de los beneficios y costes que le represente dicha divulgación.³¹

B) Información cualitativa: Con este tipo de información se logra más transparencia permitiendo a los usuarios mejor conocimiento sobre los riesgos a los que se expone la empresa, cómo se gestionan y qué tipo de instrumentos se utilizan para mitigarlos, así como qué política contable sobre los derivados financieros emplean.

La divulgación de información sobre riesgos financieros para las empresas que cotizan en bolsa en zona USA, regulada por FRR 48, obliga que se realice a través del informe de gestión *Management Discussion and Analysis* (MD&A). Pero, además, estas empresas han de seguir con el cumplimiento de un requerimiento de la SEC: el informe anual *Form 10-K*, en donde se muestran los llamados “factores de riesgo”, su condición financiera, resultados de operaciones y cualquier otra información que sea de importancia para los inversores. Además, el informe anual *10-K*, consiste en un resumen de la información de la actuación de una empresa, con mayor detalle que el informe anual, en donde muestra: el historial, la estructura organizativa, la explotación, el beneficio por acción, las filiales, etc., es decir, descripciones cualitativas sobre diversos aspectos de la sociedad afectada;

otra sección (ítem 1ª) está destinada a exponer los factores de riesgo a los que se enfrenta y enfrentará la empresa.

Este informe, *Form 10-K*, ha de ser presentado anualmente por empresas USA dentro de los 90 días posteriores al final de cada año fiscal.

En la tabla III.3, se muestran algunos de los factores de riesgo típicamente empresariales en sociedades internacionalizadas y cotizando en bolsa contemplados en 10-K:

Tabla III.3: Diversas categorías de factores de riesgo y sus definiciones

Riesgos internacionales	Todo lo relacionado con operaciones globales, incluyendo riesgos de tipo de cambio. Por ejemplo, las operaciones internacionales están sujetas a incertidumbres, y una reducción significativa en ventas internacionales nos podría afectar de manera adversa.
Riesgos macroeconómicos	Por ejemplo, la recesión económica, crisis financiera, alto precio de la energía, la inflación, la recesión, o el desempleo. En consecuencia la demanda de nuestros productos se verá afectada por condiciones económicas generales de este tipo.
Riesgos de financiación	Incapacidad para reunir capital para crecer, para las operaciones normales, o competir. Por ejemplo, el banco X puede necesitar reunir capital en el futuro cuando el capital puede no estar disponible en condiciones favorables o en absoluto.
Riesgos de reestructuración	La empresa objetivo ha presentado la protección por bancarrota, o la empresa mencionada se en proceso de reestructuración. Por ejemplo, posible incurrir en cargos por deterioro y otra de reestructuración, lo que podría afectar materialmente los resultados de operación y situación financiera.
Riesgos de interés de los Accionistas	Esto incluye: (1) El interés del director es diferente de los accionistas (2) el accionista tiene fuerte poder de control (grandes accionistas) (3) sin grandes accionistas. Por ejemplo, podemos encontrar conflictos de interés con el accionista mayoritario.
Precios de los insumos riesgos	Los precios de las materias primas pueden subir. Por ejemplo, la incapacidad para pasar a través de aumentos en los costes y gastos de materias primas, sobre una base oportuna, sería adverso en el margen de explotación.
Volatilidad de demanda y rtdos. financieros	La demanda y / o resultados financieros son volátiles e impredecibles. Por ejemplo, los ingresos futuros, los márgenes brutos, los resultados de explotación y los ingresos netos son difíciles de predecir y pueden fluctuar sustancialmente.
Riesgo de precios volátiles de las acciones	Precio de las acciones de la empresa objetivo es volátil. Por ejemplo, el precio de nuestras acciones ordinarias ha fluctuado ampliamente en el pasado y puede fluctuar ampliamente en el futuro.
Cambios en la regulación	Los riesgos sobre los cambios de regulación gubernamental, incluidas las leyes del medio ambiente, de contabilidad, o privacidad. Por ejemplo, sociedad sometida a normativa ambiental y pasivos que podrían debilitar los resultados de explotación.

Fuente: Elaboración propia

³¹ Véase Bamber y McMeeking (2010).

Como se sabe, las operaciones empresariales y resultados financieros están sujetas a varios riesgos e incertidumbres que podrían afectar adversamente el negocio, la condición financiera, los resultados de operaciones, los flujos de efectivo y el precio de cotización de las acciones ordinarias (factores de riesgo a título enunciativo y no limitativo); esto es lo que considera como factor de riesgo el *Form 10-K*.

Merece también la pena remarcar que la emisión de informes fraudulentos a mediados de los 80's pasados proliferó, hasta el punto que se formó la *Treadway Commission* (1987) en donde se estableció el concepto y marco conceptual del Control Interno³² (*Committee of Sponsoring Organizations, COSO*)³³, en donde se contemplan cinco componentes que se han de implementar en cualquier corporación de acuerdo a sus características y son:

- 1) control sobre el medio ambiente,
- 2) valoración de riesgos,
- 3) políticas y procedimientos de control,
- 4) información, y finalmente
- 5) la supervisión.

Más tarde, concretamente el 30/07/2002, el Parlamento norteamericano aprobó una ley con el fin de supervisar a las sociedades que recurren al mercado de valores estadounidense para obtener financiación, y que tienen la obligación de incluir, en la información que publican en sus estados contables e información anexa, una declaración sobre la eficacia de su sistema de control interno. Esta es la denominada *Sarbanes-Oxley Act* (en lo sucesivo SOA) aprobada en respuesta a los escándalos financieros de Enron y WorldCom.

³² Por Control Interno de una organización se entiende al plan de organización, al conjunto de métodos y procedimientos que cubran a los activos de la empresa, a que los registros contables sean fidedignos y a la eficacia de la actividad empresarial de acuerdo con las directrices establecidas por la dirección.

³³ COSO se crea en 1985; más tarde COSO I (1992) establece la definición y marco conceptual del control interno; en 2004, se crea COSO II con la metodología *Enterprise Risk Management - Integrated Framework -ERM-* para ampliar el concepto de control interno, proporcionando un foco más robusto y extenso sobre la identificación, evaluación y gestión integral de riesgo.

Con SOA, se trata de evitar mayores riesgos para los usuarios de la información que reciben. En este sentido, el objetivo fundamental de esta ley es generar un marco de transparencia tanto sobre las actividades empresariales como sobre los informes que se emiten, a partir de los cinco componentes del control interno en donde se destacan esencialmente dos:

- 1) la valoración de riesgos para limitar los riesgos que afectan a las actividades de las corporaciones y conocer donde limita la vulnerabilidad social; y,
- 2) la información y comunicación dada la necesidad de que todos los agentes o *stakeholders* conozcan con verosimilitud la información periódica y oportuna para la toma de decisiones con respecto a la empresa emisora de dicho informe.

SOA estableció, entre otras, dos obligaciones en materia de divulgación de informes sobre riesgos en los estados financieros en las secciones 302 y 404 por las cuales se podrá pedir responsabilidad penal al consejo de administración en caso de incumplimiento o fraude.

Especialmente, en la sección 404 se requiere que las empresas deben proporcionar, en su informe anual, un informe de control interno que indique las responsabilidades de la administración para establecer y mantener controles y procedimientos para la presentación de informes financieros internos adecuados; informe de la gerencia sobre la efectividad de los controles y procedimientos internos de la empresa; y una declaración del auditor en la evaluación de la gestión de control y procedimientos internos.

III.1.3 Normativa sobre divulgación de riesgos en Alemania

Adicionalmente a las normativas de mayor relieve que se han expuesto anteriormente, hay que destacar una serie de países que han avanzado en la regulación de la divulgación de riesgos empresariales entre los cuales destaca

Alemania, en donde se muestra una normativa peculiar, no sin dejar la tendencia generalizada de la convergencia regulatoria.

Desde 1998, el código de comercio alemán (en lo sucesivo HGB)³⁴ y organismos profesionales como Instituto Alemán de Contadores Públicos Certificados (en lo sucesivo IDW³⁵) y la Junta de Normas de Contabilidad de Alemania (en lo sucesivo GASB³⁶), establecieron normas orientadas a regular la divulgación de información de riesgos de las empresas, éste último para grupos. Con la promulgación de la ley de Transparencia (*KonTraG*) se puso en marcha la obligatoriedad de incorporar los informes sobre riesgo a los informes sobre la marcha de la sociedad.

En el art. 289 del HGB se expresa la obligatoriedad divulgar información relativa a la actividad empresarial y los riesgos asociados, pero no quedó claro el tipo de información sobre el riesgo y hasta qué punto las empresas deberían revelar.

Esta deficiencia provocó el desarrollo de una regulación que la supliera; y el *German Accounting Standards Committe* (GASC) emitió en el año 2000 la norma *German Accounting Standard* N° 5 (en lo sucesivo GAS 5) dirigida a los grupos de empresas alemanas³⁷ y que, con carácter obligatorio, deben presentar un estado de riesgos que debe ser incluido dentro del Informe de Gestión. Además, por la propia definición que hace esta norma sobre “riesgo” se desprende la amplitud de los riesgos que se requiere que se muestren en los informes.

En este sentido, la norma GAS 5 define al riesgo como la posibilidad de que la riqueza disminuya por el impacto de cualquier variable, riqueza en términos de flujos de caja o de resultados. En base a esta definición, se abarca tanto riesgos financieros (en lo sucesivo RF) como no financieros (en lo sucesivo RNF) y amplía las exigencias de la norma internacional IFRS 7, e incluso la norteamericana FRR 48 que sólo exigen la divulgación de riesgos financieros de los instrumentos financieros.

³⁴ *Handelsgesetzbuch*

³⁵ *Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland*

³⁶ *Deutscher Standardisierungsrat*

³⁷ En Dobler (2005) se indica que GAS 5.8 recomienda aplicar sus normas a los informes de riesgo individuales.

Dado que los RF y RNF pueden repercutir de manera diferente en cada corporación, se debe establecer una clasificación adecuada a la clasificación propia que la empresa emplea con propósito de gestión.

Sin embargo, aunque se exige la divulgación de la globalidad de riesgos, la GAS 5 sólo requiere que se cuantifiquen los RF, sin limitar el método a emplear para ello, sólo si las técnicas subyacentes para evaluar el impacto de estos riesgos son bien seguras y reconocidas, y los procesos de cuantificación se pueden realizar económicamente y pudieran afectar al grupo de *stakeholders*.

Esta norma, GAS 5, introduce los conceptos de riesgos brutos y riesgos netos refiriéndose al estado de los riesgos que se tienen y presumen en el momento actual y aquellos estimados en el futuro tras aplicarles medidas para su mitigación, lo cual se deberá describir adecuadamente en el informe de gestión.

En resumen, GAS 5 requiere al grupo de empresas a revelar información sobre el sistema de gestión de riesgos, los datos cualitativos y cuantitativos sobre los riesgos relevantes (estos sobre los riesgos financieros que pudiesen impactar sobre la toma de decisiones de los usuarios), clasificados en categorías de riesgo, la política de riesgo, así como medidas de tratamiento de riesgos.

III.1.4 Normativa española sobre divulgación de riesgos

En el caso español, tanto en el Código de Comercio (art. 49-1-2º) como en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio (por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital), se establece la obligación de presentar información sobre los riesgos a que se enfrenta la empresa. En este sentido, el artículo 262 de la Ley de Sociedades de Capital, establece la obligación de describir principales riesgos e incertidumbres a que se expone la organización: información sobre las exposiciones a riesgo de precio, riesgo de crédito, riesgo de liquidez y riesgo de flujo de efectivo por el uso de instrumentos financieros; y, una descripción de los objetivos, políticas y procedimientos en la gestión de riesgos financieros utilizados por la compañía para poder operar con ellos.

De este modo, la ley de Sociedades de Capital establece la obligación de divulgar información sobre los riesgos, derivados del uso de instrumentos financieros, en el informe de gestión en consonancia con la armonización internacional basada en normas emitidas por la Unión Europea.

Los grupos que cotizan en bolsa tendrán que elaborar sus cuentas anuales consolidadas conforme a las Normas Internacionales de Contabilidad. En este sentido, en lo referente a los riesgos, deberán aplicar la IFRS N° 7 (Instrumentos financieros: Información a revelar).³⁸ Esta norma, tal y como se ha expuesto, regula la presentación de información sobre riesgos generados por la utilización de instrumentos financieros, si bien deja la posibilidad de informar de manera voluntaria sobre otros tipos de riesgos financieros.

De otro modo, las empresas que no cotizan en bolsa, y aquellas que cotizando no forman grupo, tienen que elaborar los estados financieros de acuerdo con los criterios contables establecidos en la normativa española vigente y en el Plan General de Contabilidad.³⁹

La normativa española sigue la misma línea adoptada por la normativa internacional, no obligando a presentar información sobre riesgos distintos a los derivados del uso de instrumentos financieros.

En todo caso, existe un alto nivel de consenso acerca de la necesidad de incluir información adicional de carácter narrativo en los informes financieros presentados por las empresas, dependiendo en gran medida a la voluntad de la empresa,⁴⁰ generalmente a través de la exigencia de presentación a un contenido básico, como en España con el informe de gestión⁴¹ aunque de elaboración

³⁸ Las empresas españolas que cotizan en Bolsa, desde 2007, deben divulgar los riesgos en sus estados contables anuales.

³⁹ Las entidades financieras en materia de divulgación de riesgos financieros están sujetas a la normativa del Banco de España, según Circular 4/2004 de 22 de diciembre.

⁴⁰ Algunas exigencias de esta información han sido incorporadas a los requerimientos legales de distintos países, o bien aparecen como recomendaciones en los informes o guías elaborados por diferentes organismos reguladores de las prácticas contables.

⁴¹ Este informe es equivalente al *Management Discussion and Analysis (MD&A)* estadounidense, al *Bussines Review* británico, o al también británico *Operanting Financial Review (OFR)*. Recogería, igualmente, la información a la que se refiere el IASB con el título genérico de *Management Commentary*.

obligatoria para las grandes y las medianas empresas⁴². Este documento tiene como finalidad complementar la información recogida en los estados financieros, siendo su principal objetivo ofrecer la opinión de la dirección acerca de la evolución de los negocios y de sus perspectivas futuras⁴³.

III.1.5 Comparación entre las principales normas

La principal diferencia de la regulación contable sobre riesgo es la relativa a los tipos de riesgos sobre los que se debe informar. Mientras que la FRR N° 48 y la IFRS N° 7 regulan la presentación de información sobre riesgos financieros derivados de la utilización de instrumentos financieros, la GAS N° 5 abarca la presentación de la totalidad de riesgos a que está expuesta la empresa.

Hay que señalar que esta última norma no menciona de forma explícita los tipos de riesgos sobre los que deben informar las empresas, dejando libertad a éstas para que los presenten clasificados de acuerdo a los propósitos de gestión interna que realizan.

Por otra parte, aunque la FRR N° 48 y la IFRS N° 7 regulan la divulgación de riesgos de los instrumentos financieros, la primera sólo hace referencia a la cuantificación de los riesgos de mercado. Por su parte, la IFRS N° 7 aumenta los requisitos de información al incluir, además de los riesgos de mercado, el de crédito y el de liquidez.

Los métodos de cuantificación constituyen uno de los aspectos cruciales a la hora del calcular una medida de riesgo. Al respecto, la FRR N° 48 y la IFRS N° 7 señalan de forma concreta los métodos a utilizar para la cuantificación de riesgos. La FRR N° 48 permite la utilización el método tabular, análisis de sensibilidad y VaR para todos los riesgos a divulgar, mientras que la IFRS N° 7 indica que debe utilizarse la presentación tabular para el riesgo de crédito y de liquidez, mientras el análisis de sensibilidad y VaR para el riesgo de mercado.

⁴² Al igual que el *MD&A* USA –exigido por la SEC–, en Gran Bretaña el *OFR* es voluntario; sin embargo, todas las empresas, menos las pequeñas, deben publicar el *Business Review* dentro del *Director's Report*, que cumple con los requerimientos informativos de la UE en relación con el informe de gestión.

Por su parte, la GAS N° 5 deja a la empresa elegir el método de cálculo del riesgo, si bien éste debe ser fiable y reconocido.

En la normativa española, Ley de Sociedades de Capital, no se mencionan los métodos de cálculo, solamente se alude a los tipos de riesgos a divulgar por las empresas.

Por otra parte, la magnitud o medida del riesgo por parte del GAS N° 5 viene recogida de una forma vaga, definiéndose el riesgo como “*la posibilidad de un futuro impacto negativo sobre la posición económica*”, dejando de esta forma que el riesgo pueda ser medido en términos de pérdidas futuras de resultados, de flujos de caja, de valores razonables, de pérdida de competitividad, etc. Para el caso del FRR N° 48 y la IFRS N° 7, el concepto de riesgo está más acotado. Mientras que el formato tabular no requiere una medida explícita del riesgo, con el análisis de sensibilidad y el VaR, la FRR N° 48 puede utilizar como medidas de riesgo la pérdida medida en términos de ingresos, flujos de caja o valor razonable, mientras que la IFRS N° 7 se refiere a cambios en los resultados y en los recursos propios.

A modo de resumen, en la tabla III.4 se muestran las características principales de las normativas analizadas.

⁴³ Objetivos considerados principios en el caso del *Management Commentary* (IASB, 2005) y el *Reporting Statement: Operating Financial Review* (ASB, 2006).

Tabla III.4: Principales características de normativas sobre riesgos

	FRR 48	IFRS 7	GAS 5	Normas España
Objetivo	Presentar información sobre riesgos asociados con los instrumentos financieros	Presentar información sobre riesgos asociados con los instrumentos financieros	Presentar información sobre todos los riesgos a que están expuestas las empresas	Presentar información sobre riesgos asociados con los instrumentos financieros
Tipos de Riesgos a divulgar	Riesgo de mercado	De mercado, de crédito y de liquidez	Todos los riesgos que afectan al negocio de grupo, financieros y no financieros	De mercado, de crédito y de liquidez
Tipo de Información	Cuantitativa y cualitativa	Cuantitativa y cualitativa	Sin especificar	Sin especificar
Presentación según:	Formato Tabular Análisis de Sensibilidad Valor en Riesgo (VaR)	Formato Tabular Análisis de Sensibilidad Valor en Riesgo (VaR)	No señala ningún formato	No señala ningún formato
Medición de la posible pérdida (del riesgo)	Ingresos, Valor Razonable y Flujos de Caja	Para el riesgo de mercado: pérdida de resultados y del valor de los recursos propios	No establece ninguna medida	No establece ninguna medida
Presentación en:	Informe de Gestión	Memoria u otros estados tales como el informe de gestión	Informe de Gestión	Informe de Gestión

Fuente: Cabedo y Tirado (2007)

Al margen de la regulación de la presentación de información sobre riesgos en los estados financieros, hay que destacar los trabajos de diferentes organismos y autores en la elaboración de propuestas sobre los riesgos de los que deben informar las empresas y su medición.

En este sentido, el ICAEW (1997), mediante el documento *Financial reporting of risk: Proposals for a statement of business risk*, propone un estado de riesgos de negocio que sirva para predecir los futuros flujos de caja, facilitar la gestión de los riesgos y la reducción del coste de capital. Este estado de riesgo debería identificar y cuantificar los riesgos a que están expuestas las empresas y describir las acciones tomadas para su gestión.

Respecto a la identificación de los riesgos a que están expuestas las empresas, el ICAEW (1997) se apoya en el modelo *Business Risk Model*, que fue desarrollado por una conocida firma de auditoría. Se clasifican los riesgos en externos e internos, no limitándose únicamente a los riesgos financieros, si no que engloba todo el espectro de riesgo a que están sometidas las empresas (riesgos financieros y no financieros), proponiendo un amplio abanico de herramientas para su medición (e.g. VaR, análisis de sensibilidad, análisis de tendencias, formato

tabular, ratios, proceso de rating). El documento indica que la credibilidad y la comparabilidad deben ser dos aspectos a tener en cuenta a la hora de establecer la medida del riesgo.

Para la medición de los mismos, debe aplicarse aquella medida que permita gestionar el riesgo, con independencia de su cuantificación (no elegir la medida más fácil, pero que no sirva para gestionar el riesgo).

Dicho documento es una guía útil para abordar de un modo formal y concreto el establecimiento de un marco normativo que regule la presentación de un estado sobre riesgos, con medidas concretas de cada uno de los riesgos empresariales y con la finalidad de su cuantificación objetivamente, de modo que resulte factible conocer y comparar el perfil de riesgo de las empresas tomar las oportunas decisiones económicas de acuerdo con las preferencias de los usuarios.

Si bien hay un grado de unanimidad en la necesidad de informar sobre el riesgo, tal consenso no queda patente en la cuestión de si la presentación de los riesgos debe ser obligatoria o voluntaria. En este sentido, el ICAEW (1997) y Solomon *et al.* (2000) abogan por su voluntariedad. Sin embargo, las empresas presentan escasa información de riesgos de forma voluntaria (Lajili y Zéghal, 2003). Estos resultados son consistentes con el hecho señalado por Linsley y Shirves (2000), de que existen elevados costes de divulgación discrecional que limitan los incentivos de los directivos para proporcionar información de carácter voluntario del riesgo.

Por otra parte, Cea (1992 y 1996) recomienda que los riesgos empresariales se hagan públicos mediante un documento específico, que debería ser presentado conjuntamente con las tradicionales cuentas anuales. En todo caso, a la vista de la escasa información voluntaria ofrecida por las empresas, parece necesaria la obligatoriedad de presentar información sobre riesgos, que mejore el sistema de información contable actual, con la finalidad de que resulte útil para realizar predicciones futuras de los flujos de caja futuros y conocer el perfil de riesgo de la empresa.

En definitiva, las directrices de gestión de riesgo generalmente se encuentran separadas de las directrices de control interno, lo que hace que en la actualidad siga abierto el debate sobre obligatoriedad o discrecionalidad a la hora de emitir información sobre riesgos.

En este sentido, la *International Federation of Accountants* (IFAC, 2011) realizó una encuesta a más de 600 empresas y organizaciones del mundo y de todo tipo de organizaciones que indicaron que “(a) se debería crear una mayor concientización de los beneficios de la implementación de sistemas de gestión de riesgo y control interno, y (b) que los sistemas de gestión de riesgo y control interno deben ser integrados de manera más apropiada dentro de la gestión en general, la estrategia y las operaciones de las organizaciones.”

Por lo tanto, las herramientas y la orientación necesarias para desarrollar e implementar un sistema integrado, no existen realmente.

III.2. LA INVESTIGACIÓN EN LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE RIESGOS

Los trabajos normativos y analíticos sobre la divulgación de información sobre riesgos en los estados financieros, han seguido diversas líneas. Tanto las organizaciones profesionales como la comunidad académica han desarrollado trabajos de investigación sobre la divulgación de riesgos empresariales, orientados al análisis de las normativas existentes y los efectos de su aplicación, por un lado, y de otro al análisis del grado de calidad de la información que se divulga sobre riesgos y su utilidad para usuarios de la misma.

En el ámbito de las organizaciones empresariales merece la pena destacar los ya mencionados informes del *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA, 1994a y b) y los informes sobre riesgos empresariales publicados por el ICAEW (1999; 2002 y 2011). A continuación se comentan los aspectos más importantes de estos documentos.

AICPA (1994b) establece criterios para informar sobre los riesgos empresariales de mayor relevancia, requiriendo para ello que se aborden cuestiones como a) la naturaleza de las operaciones realizadas, b) la descripción del proceso para la preparación de los estados financieros, y c) la vulnerabilidad ante determinadas concentraciones.

En el mismo año el AICPA publicó otro trabajo sobre empresas norteamericanas (AICPA, 1994a) basado en un amplio estudio sobre qué información corporativa se necesita divulgar según requieren los usuarios de la misma. AICPA propone un modelo de información integral que incluya los estados financieros (sin abandonar parte de la información que las empresas han producido tradicionalmente) y en donde la gestión sea la fuente principal de conocimiento sobre la empresa para robustecer la toma de decisiones de los *stakeholders* comprometidos con la misma. Este informe, conocido como Informe Jenkins, identifica como posibles indicadores para la consecución de los objetivos señalados, a la cuota de mercado, la satisfacción de la clientela, las tasas de devolución de ventas, los gastos en publicidad y las inversiones tecnológicas, entre otros.

En una línea similar, el *Institute of Chartered Accountants in England and Wales* (ICAEW), publicó en 1997 el *Financial Reporting of Risk*, que propone un estado financiero específico sobre el riesgo (en el sentido amplio del término). Por tanto propone abordar todo tipo de riesgos, que se incluirán voluntariamente en el conjunto de los estados financieros anuales, sujetos a examen de auditoría.

La característica principal de esta propuesta es considerar a todos los tipos de riesgos asociados a la actividad de la empresa informadora. Por lo tanto, para elaborar el informe, las empresas deben desarrollar varias etapas:

- 1) identificar los riesgos de la empresa, estimando la probabilidad de que se hagan efectivos;
- 2) expresar qué se ha realizado para mitigar los riesgos, como el empleo de instrumentos financieros para su cobertura, contragarantías tomadas, controles de desconcentración en las inversiones, seguimiento de cobros, etc.;
- 3) cómo se ha hecho lo anterior, tanto en sus aspectos contables como no contables, incluyendo técnicas que cuantifiquen las consecuencias de los factores de riesgo, como análisis de sensibilidad (diferentes escenarios) y test de estrés (para medir el impacto de los riesgos en situaciones extremas); y,

- 4) por último, especial cuidado en la redacción del informe en su aspecto prospectivo ya que hay que ponderar la responsabilidad que se derivaría sobre los directores ejecutivos de las empresas por los errores que podrían ocurrir entre lo predicho y los resultados reales posteriores; en este sentido, el ICAEW (1997) propone que se adjunte la existencia de eventualidades incontrolables que, además de los factores de riesgos que se hayan enumerado inicialmente, pueden impactar sobre las predicciones realizadas.

Siguiendo la línea del documento anterior, ICAEW (1999) publicó un informe, dirigido a grandes compañías cotizadas en bolsa, con propuestas orientadas a la elaboración anual de un documento conteniendo exclusivamente información sobre el riesgo de negocio de las empresas; este informe, bajo el título *No surprises-the Case for Better Risk Reporting*, tiene como objetivo considerar todos los tipos de riesgos asociados a la actividad de cada empresa, incluyendo información de cómo son gestionados estos riesgos por parte de la empresa, y elaborándose dicho documento de acuerdo a las etapas anteriormente señaladas.

Un nuevo informe (ICAEW 2011), sin abandonar las propuestas anteriores, matiza la idea de un estado financiero específico señalando que “...para muchos, tal vez la mayoría, los informes de empresas sobre declaración de los riesgos del negocio, probablemente no sea lo ideal” (ICAEW, 2011).

Por su parte, en el ámbito académico, se siguen diversas líneas de investigación que, básicamente, se pueden agrupar en las cuatro siguientes:

- a) Conocer el grado de divulgación de información sobre riesgos y qué características corporativas influyen en su divulgación. Hasta la fecha, el estudio del grado de divulgación de información sobre riesgos se ha soportado en el análisis del contenido; se toman frases (o palabras) como una variable *proxy* del grado de divulgación de riesgos: cuantas más frases sobre riesgo divulga una empresa, se entiende que proporciona más información sobre riesgos. Sin embargo, esta premisa no es necesariamente cierta, debido a que una narración de hechos puede ser más o menos extensa, pero sin que ello signifique que una mayor

extensión conlleve información sobre un mayor número de contenidos (Beretta y Bozzolan, 2004; Linsley y Shirves, 2006; Mohobbot, 2005; Lajili y Zéghal, 2005; Abraham y Cox, 2007; Amran *et al.* 2009; Cabedo y Tirado, 2009; Dobler *et al.* 2011; Elshandidy *et al.* 2014; Rodríguez y Noguera, 2014; Ntim *et al.* 2013; Taylor *et al.* 2010; y, Hill y Short, 2009, entre otros).

- b) Analizar la utilidad de la de divulgación de información sobre riesgos, utilidad para determinados usuarios de la información contable y formulación de nuevas propuestas para incorporar medidas de riesgo en los estados financieros. La promulgación de la norma *Financial Reporting Release* (FRR N° 48) por la *Securities and Exchange Comission* (SEC) en 1997, obligando a las empresas que cotizan en bolsa a presentar información (cuantitativa y cualitativa) sobre el riesgo de mercado provocado por la utilización de derivados y otros instrumentos financieros, dio origen a una serie de trabajos que analizan su utilidad (Jorion, 2002; Rajgopal, 1999; Woods *et al.* 2008 a y b; Linsmeier *et al.* 2002; Miihkinen 2012 y 2013; Kravet y Muslu, 2013; Campbell *et al.* 2014; Cabedo y Tirado, 2014; Elshandidy *et al.* 2013; Deumes, 2008; Guo, 2003, entre otros).
- c) Analizar las normativas armonizadoras sobre el proceso de divulgación, con formulación de propuestas sobre mejora en la calidad de la información sobre riesgos empresariales. Esta línea de investigación ha dado lugar a una serie de trabajos que analizan las principales normativas internacionales, entre los que se destacan los desarrollados por Cabedo y Tirado (2007), Dobler (2005) y Solomon *et al.* (2000), entre otros.
- d) Y, por último, una línea que podría calificarse como “teórica” cuyos mayores exponentes son Jorgensen y Kirschenheiter (2003), Dobler (2008) y Abraham y Shrivess (2014).

III.2.1 Grado de divulgación en información sobre riesgos

En esta línea, Beretta y Bozzolan (2004), desarrollan un marco para el análisis de la divulgación de informes sobre riesgos y un índice para medir la calidad de la divulgación de riesgos. Así, el objetivo es desarrollar el análisis de las propiedades semánticas de la información divulgada, dado que la divulgación se enriquece con la forma en que el impacto esperado de los riesgos descritos es cualificado y cuantificado.

Su propuesta establece un marco para el análisis de la declaración de riesgos que considera cuatro dimensiones diferentes pero complementarias: el contenido de la información divulgada; el signo económico atribuido a los impactos esperados; el tipo de medidas utilizadas para cuantificar y calificar los impactos previstos; la perspectiva de la orientación de comunicación de riesgos y el enfoque gerencial de la gestión de riesgos.

Basándose en la evidencia de que la cantidad de divulgación está fuertemente influenciada por el tamaño y el tipo de actividad de las empresas, argumentan que un índice absoluto construido a partir del número total de las revelaciones de riesgo no permite una evaluación adecuada de la cantidad relativa de las revelaciones hechas por empresas. Por ello, proponen un marco conceptual para el análisis de la comunicación de riesgos, en donde además de tomar en consideración la cantidad divulgada, se dé a conocer también lo que se revela, abogando por la inclusión de las propiedades semánticas en la herramienta de codificación para determinar las dimensiones anteriormente mencionadas.

Estos autores aplican su propuesta a una muestra de empresas no financieras (químicas, textil, electrónica, alimentos, medios de comunicación, transporte y servicios públicos) que cotizaban en la Bolsa de Valores de Italia. Como este organismo no regula la divulgación de los riesgos por parte de empresas no financieras, con excepción de los riesgos financieros y de mercado, casi todas las publicaciones por parte de estas empresas son de carácter voluntario. Las principales conclusiones fueron que las publicaciones, principalmente, se refieren a los riesgos estratégicos, estructura financiera y el proceso operativo. Las

empresas analizadas publicaron voluntariamente alguna información relativa a sus estrategias de futuro pero evitando la comunicación sobre la repercusión prevista, no sólo en términos cuantitativos, sino también en cuanto al beneficio o pérdida esperada. Además, la divulgación voluntaria aparece sistemáticamente sesgada hacia la auto-justificación de la gestión de los impactos negativos esperados.

Finalmente el trabajo apunta la conveniencia de analizar las estrategias adoptadas por los inversores en el análisis de la información de riesgos, verificar el grado en que la calidad de la información de riesgos está influenciada por la regulación impuesta por el entorno en el que operan las empresas y analizar la posible relación entre divulgación de riesgos y coste de capital.

Mohobbot (2005), analiza las prácticas de divulgación de riesgos en 90 empresas no financieras japonesas, elegidas al azar de entre las que cotizan en la bolsa de Tokio; mediante el método del “análisis de contenido” en el informe de gestión, con la intervención de un solo codificador (al igual que los autores anteriores) y la adopción de “la frase” como unidad de medida. Adapta el modelo *Business Risk Model*, utilizado por el ICAEW (1997) y clasifica el riesgo en cinco categorías: riesgo financiero, riesgo empresarial, riesgo operacional, el riesgo de cumplimiento y el de procesamiento de la información y tecnología.

El trabajo de Mohobbot (2005) contrasta la relación del nivel de divulgación de riesgos, financieros y no financieros, con las variables siguientes: 1) tamaño de las empresas, medido por el logaritmo natural del volumen de negocios y el valor de los activos; 2) el riesgo de las empresas, medido por el ratio *Book to market*⁴⁴ y el ratio de apalancamiento (endeudamiento relacionado con el capital propio); 3) la rentabilidad, medida por la rentabilidad de los activos totales (ROA) y rentabilidad sobre recursos propios (ROE); y 4) la concentración de los accionistas, medida a través del número de acciones en poder de los diez principales accionistas. Asimismo se analiza si la divulgación de riesgos tiene un sentido retrospectivo o prospectivo en relación con buenas o malas noticias.

Este autor señala que el nivel general de divulgación de riesgos en Japón, es bajo en comparación con otros países, concluyendo que el nivel de divulgación se

⁴⁴ Es la relación entre el valor contable del patrimonio neto de la empresa y su valor a precios de Mercado. En el numerador, se recoge la diferencia entre el Activo Real y el Pasivo Exigible; y, en

correlaciona significativamente con el tamaño de las empresas; sin embargo, no encuentra correlación con el riesgo específico de las empresas o con la rentabilidad ni con el grado de concentración de los accionistas. Llega a la conclusión de que la divulgación de información sobre riesgos realizada por empresas japonesas es predominantemente cualitativa y retrospectiva, sobre todo, si se trata de una buena noticia, incluso en las revelaciones genéricas.

Lajili y Zéghal (2005), examinan el grado de divulgación de información sobre riesgos en los informes anuales de 300 empresas no financieras canadienses que cotizan en la bolsa de valores de Toronto, con el fin de analizar la utilidad de dicha información para los interesados en la misma. Utilizando el análisis de contenido, basado en frases y palabras por frase, se identifican las compañías que divulgan información obligatoria, las que publican una información del carácter voluntario y las que reportan tanto la información obligatoria como voluntaria, con un análisis a nivel global y por sector de actividad.

Los resultados del análisis descriptivo muestran que la mayoría de las empresas divulgan información obligatoria y voluntaria (63%). Las empresas que divulgan por obligatoriedad representaron el 23% y sólo el 14% lo hacen de modo exclusivamente voluntario.

Los autores señalan que el poder analítico de las revelaciones parece carecer de uniformidad, claridad y cuantificación, lo que podría limitar su utilidad. Las categorías de riesgo más frecuentemente divulgadas son las relacionadas con los riesgos financieros, riesgo de *commodity* (materias primas) y riesgo de mercado, pero con poca claridad. No obstante, la divulgación se realiza con un bajo nivel de cuantificación y sin un análisis del impacto de los riesgos en las empresas. Es deseable, indican los autores, que en el futuro las revelaciones de riesgos sean más formales para reducir las asimetrías de información entre la dirección e interesados de en su conocimiento.

Linsley y Shrives (2006), analizan el grado de la divulgación de riesgos en 79 empresas británicas no financieras que cotizan en bolsa (incluidas en el FTSE

el denominador (expresado en términos de mercado) se expresa el valor de capitalización bursátil de la compañía.

100⁴⁵). Utilizan la metodología del método “análisis de contenido”, aunque con un solo codificador independiente⁴⁶. A partir de una definición completa de los riesgos y con el Modelo *Business Risk Model*,⁴⁷ utilizado por ICAEW (1997), estudian la relación entre la cantidad de información de los riesgos financieros y de los no financieros, desglosándolos en buena noticia - mala noticia, futuro - pasado y cuantificado - no cuantificado (expresado en términos monetarios y no monetarios). Además, en este trabajo se analiza la relación entre el tamaño de la empresa y el nivel de riesgos revelados.

Los autores llegan a la conclusión de que hay muy pocas empresas que cuantifican sus riesgos. Y, en la hipótesis del estudio relacionando el tamaño y el riesgo, encuentran una fuerte correlación entre el nivel de información y el tamaño de las empresas. También señalan que el número de las revelaciones no monetarias (o cualitativas) es significativamente mayor que las revelaciones monetarias (cuantitativas); por su parte, el número de las revelaciones sobre el pasado no es significativamente diferente de las revelaciones sobre el futuro, observándose cierta voluntad corporativa por divulgar de modo prospectivo. Por último, concluyen que el número de las revelaciones que contienen “buenas noticias”, es significativamente más alta que las revelaciones que contienen “malas noticias”.

Berger y Gleißner (2006), analizan la divulgación de los riesgos en los informes anuales de las empresas alemanas, como consecuencia de la entrada en vigor de una norma específica para la divulgación de los riesgos, la norma GAS 5. La muestra del estudio la constituyen 92 informes de empresas no financieras que cotizan en el HDAX, de 2000 a 2005, con el objetivo de evaluar la calidad de la información sobre los riesgos en el cumplimiento de las normas vigentes y sus sistemas de gestión de riesgos.

Aunque en Alemania es obligatoria la divulgación de información sobre el sistema de gestión de riesgos e información cualitativa y cuantitativa de los

⁴⁵ *Financial Times Stock Exchange* (FTSE) incluye a los valores representados de las 100 empresas mayores del mercado de la bolsa de Londres y que representan el 70%.

⁴⁶ La literatura recoge una mayoritaria opinión sobre la intervención de al menos tres codificadores independientes que establezcan el conjunto de reglas a seguir para llevar a cabo dicha codificación.

⁴⁷ Modelo de Arthur Andersen.

mismos, la cuantificación sólo se hace necesaria en el caso de que los riesgos puedan ser catalogados como de “riesgo de insolvencia”.

El estudio incluyó el análisis del contenido de la información mediante puntuación (calificación) de las variables requeridas por la norma, incluyendo la divulgación de la política de riesgos, la divulgación de los métodos y técnicas de análisis de riesgos, la divulgación del método de agregación, el marco conceptual y la documentación de control de los riesgos (sistemas de gestión).

En el análisis de riesgo se reveló una categorización en “riesgo estratégico”, “riesgo de mercado”, “riesgo financiero”, “riesgo político/jurídico y socio-económico”, “riesgo de gobierno corporativo” y “riesgos operativos”, a los que se le asigna una escala de 0 a 5 en función de si los riesgos son “sin sentido”, “medio con sentido”, “con un significado relevante”, “riesgo grave” o “riesgo de insolvencia”.

Las correlaciones fueron probadas con la variable tamaño, medida por capitalización de mercado, el número de páginas del informe de riesgos, la evaluación de la calidad de la información (expresada como total de puntos otorgados), la evaluación de los sistemas de gestión de riesgos (expresada por el total de puntos otorgado), la calificación global de la calidad de los informes de riesgo, el ratio de la estructura de financiación de activos, la rentabilidad y el número de tipos de riesgo descritos.

Los autores concluyeron que, en un régimen de divulgación obligatoria, la calidad de la información disponible con respecto a los riesgos ha mejorado desde 2000, aunque moderadamente, especialmente en lo que respecta a la cuantificación de los riesgos asumidos y posibles de lo que se deriva escasa eliminación en lo que de asimetrías informativas pudiera existir.

Abraham y Cox (2007), analizan la relación entre la cantidad publicada de información sobre riesgos, el tipo de gobierno corporativo, la identificación de la propiedad y el efecto de cotizar simultáneamente en Inglaterra y los EE.UU., en los informes de 2002 sobre una muestra de 79 empresas no financieras que cotizan en el FTSE 100 del Reino Unido.

Mediante el análisis del contenido, contrastan si existe una asociación entre el número de consejeros ejecutivos, el de no ejecutivos y el grado de divulgación de

riesgos. En su modelo, la variable dependiente es la “cantidad de divulgación”, que mide las frases y palabras publicadas en diversos estados publicados por las empresas. Como variables independientes se incluyen variables de control, como son el volumen de ventas, variables *dummy* identificativas del sector, el ratio de endeudamiento o la rentabilidad de las acciones.

Los autores concluyen que, a pesar de la obligación de todas las empresas de revelar tanto información relativa a los riesgos financieros como el proceso de control interno, sólo el 40% informó en este sentido, siendo mayor el grado de divulgación en los informes anuales presentados en Reino Unido.

Se constata que tamaño y riesgo específico están significativamente asociados con la cantidad de divulgación, mientras que el sector empresarial (al igual que en Beretta y Bozzolan, 2004), no se considera relacionado con este nivel de divulgación.

Amran *et al.* (2008), además de investigar el alcance de la divulgación de gestión del riesgo, analizan la situación de las prácticas de divulgación de riesgos entre 100 empresas que cotizan en la bolsa de Malasia. Según señalan los autores, la mayor parte de las revelaciones son de naturaleza cualitativa y se concentran en la carta del presidente en el informe anual. No obstante también se detecta información sobre riesgos en algunas secciones del informe anual bajo el título “Gestión, discusión y análisis y revisión de operaciones para la gestión del riesgo”.

El número total de frases dedicadas a la discusión de la información sobre riesgos por las empresas de Malasia en la muestra es mucho menor en comparación con el estudio realizado por Linsley y Shrives (2006), debido a que la regulación y adaptación de normas internacionales sobre la divulgación de información se encuentra en una etapa inicial, esperándose que las autoridades malayas enfatizen sobre la importancia de llevar a cabo este asunto a la vista de las necesidades de todas las partes interesadas en su conocimiento.

El tamaño de la empresa resulta relevante. A medida que la sociedad se hace más grande, tendrá un mayor número de *stakeholders* interesados en conocer los asuntos de la compañía. La naturaleza de la industria también influye en el alcance de la divulgación de riesgos.

Cabedo y Tirado (2009), reconocen los beneficios de la divulgación de información sobre riesgos por parte de las empresas, como son la mejora de la precisión de los pronósticos de los resultados y la disminución en el coste del capital (que reconocen como lo indica la investigación teórica pero sin confirmación clara por la investigación empírica).

Estos autores señalan que los trabajos que, hasta el momento, han analizado la divulgación de riesgos por parte de las empresas, realizan un análisis del contenido narrativo tomando el número de frases o palabras como medida de la información sobre riesgos divulgada. De este modo, se asume que cuanto mayor sea el número de frases o palabras divulgadas, mayor contenido informativo sobre riesgos presenta la empresa. Esto supone un serio inconveniente, ya que asumir la anterior premisa conlleva aceptar, por ejemplo, que una empresa que divulga dos frases respecto a un determinado riesgo, está informado el doble que una empresa que únicamente informa con una sola frase sobre ese mismo riesgo. Por lo que, concluyen, que en realidad es posible que las dos empresas estén informando sobre el mismo contenido aunque una lo exprese de un modo más extenso.

Para salvar este inconveniente, proponen un método alternativo para medir el grado de divulgación de riesgos. El método requiere, en primer lugar, la definición de una serie de estadios que permiten diferenciar, de forma cualitativa, la información sobre riesgos presentada por las distintas empresas; y a partir de estos estadios, en segundo lugar, se definen unos índices que agregan la información y que permiten calcular estadísticos descriptivos y contrastar hipótesis.

La medida que plantean la emplean para cuantificar el grado de divulgación de información sobre riesgos en las empresas españolas. El análisis estadístico llevado a cabo, a partir de los índices elaborados con la información que publican las empresas no financieras que cotizan en la Bolsa de Madrid, pone de manifiesto que las empresas de la muestra presentan mayor información de riesgos financieros que de no financieros, siendo, entre los primeros, el de tipo de interés y el de tipo de cambio los más divulgados; y entre los no financieros, el riesgo de negocio resultó ser el más divulgado.

Los índices elaborados se usan para contrastar una serie de hipótesis relativas a la relación entre grado de divulgación y características corporativas. Los resultados obtenidos, en consonancia con estudios anteriores, muestran que no existe relación estadísticamente significativa entre el nivel de información sobre riesgos divulgada por las empresas y la rentabilidad, y que sí existe entre dicho nivel y el tamaño. Además, se detecta una relación estadísticamente significativa entre el grado de divulgación y el nivel de riesgo de la empresa (sólo para el caso del índice de los riesgos financieros), señalándose que probablemente fue motivada por la utilización de la variable *book-to-market* para medir este nivel de riesgo, en lugar del ratio de endeudamiento. El trabajo también muestra que el número de consejeros independientes y el grado de divulgación de información sobre riesgos no financieros se encuentran correlacionados, lo cual podría ser indicativo de que el número de consejeros independientes influye en el hecho de que las empresas ofrezcan información de riesgos no financieros que, en la muestra utilizada, son aquellos sobre los que explícitamente no están obligadas a informar.

Hill y Short (2009) llevan a cabo un análisis detallado del riesgo que se revela en los informes de empresas a su salida a bolsa (*Initial Public Offering*, IPO) y los factores relevantes de dichos informes sobre una muestra de 420 prospectos IPO de empresas en Reino Unido.

Los objetivos del trabajo son tres:

- El primer objetivo es comparar lo que informan sobre riesgos las empresas en los IPO con lo que hacen las empresas que ya cotizan en el mercado.
- El segundo objetivo se centra en determinar el grado de divulgación de las empresas que en su momento hicieron una IPO, a lo largo del tiempo, en donde se han sucedido más normativas que regulan la divulgación de información sobre riesgos.
- El tercer objetivo se establece en determinar los factores que determinan la divulgación voluntaria de información sobre riesgos en el momento de su salida a bolsa.

Los autores realizan un análisis de contenido y un análisis de regresión. El análisis de contenido revela que las informaciones sobre riesgo en las IPO contienen una mayor proporción de información prospectiva, pero una menor proporción de información sobre los controles internos y la gestión de riesgos. Argumentan que la información relativa a los riesgos futuros será más útil a los interesados que la información relativa a los riesgos del pasado.

Mediante el análisis de contenido también se muestra que las empresas que realizan una IPO, se centran más en los riesgos externos, mientras que las sociedades ya cotizadas se centran más en los riesgos internos. Las revelaciones de advertencia de riesgo aumentan con el paso del tiempo: en el período 1991-1994 sólo el 42 por ciento de las empresas realizan una declaración de riesgos, mientras que para los años 2000 y siguientes todas las empresas hacen una declaración de riesgos.

En el análisis de regresión, se explora la divulgación voluntaria de los riesgos a lo largo de dos dimensiones: 1) divulgación vs. no divulgación y 2) la cantidad de la divulgación.

Los resultados de esta última, evidencian que la divulgación de riesgo es más probable de manera voluntaria cuanto mayor sea el grado de asimetrías de información que enfrenta una empresa; este resultado puede sugerir que la divulgación de información sobre los riesgos clave, reduce esas asimetrías.

Taylor *et al.* (2010), tomando una muestra de 111 empresas mineras australianas para los años 2002 a 2006, observan un incremento significativo en la divulgación de información sobre riesgos de carácter obligatorio, coincidiendo con la entrada en vigor de la adopción de la normativa internacional de información financiera IFRS que promovió la divulgación obligatoria de las políticas de gestión asociadas a operaciones de cobertura.

Argumentan que, al igual que otros autores anteriormente y en otras latitudes (como Cabedo y Tirado, 2003; Linsley y Shrives, 2006; y, Abraham y Cox, 2007), la información es un buen instrumento financiero en general, pero que la información de riesgos financieros en los informes anuales de las empresas que

cotizan es poco profunda, es vaga, de poca aplicación para concretar políticas específicas.

A pesar de ello, con la incorporación de las normas internacionales de información financiera en Australia se estableció un Marco conceptual de la gestión del riesgo financiero quedando así los requerimientos para lograr transparencia en la información transmitida:

- Desarrollar la aprobación e implementación de políticas y directrices de riesgo.
- Identificar los riesgos financieros, la medición y la gestión.
- Analizar la probabilidad de ocurrencia y costes potenciales.
- Aprobar y notificar las transacciones de derivados y de cobertura.
- Describir los programas de gestión de capital para evaluar su razonabilidad.
- Crear una comisión de gestión de aprobaciones y seguimiento exhaustivo de controles internos, con las decisiones de gestión del riesgo estratégico de auditoría (especial respecto al riesgo de mercado).
- Informar a *stakeholders* de exposición al riesgo y medidas para su mitigación.

A pesar de esta normativa, la divulgación de información sobre riesgos ofrece ciertas debilidades procedentes de su sujeción a las teorías desarrolladas en el Capítulo II, principalmente las de Agencia y Señales.

Los autores, tras un análisis de regresión obtienen, entre otros, los siguientes resultados:

- Hay evidencia de una asociación positiva significativa entre la distribución de la estructura de gobierno corporativo y la información divulgada sobre gestión de riesgos. Organismos reguladores del país (*Group of 100, ASX Corporate Governance Council, y la Australian Securities and Investment Commission, 2004*), pusieron de relevancia la importancia del gobierno corporativo como un mecanismo para mejorar la calidad de la información financiera, ofreciendo credibilidad de la misma hacia sus usuarios.

- Las empresas que cotizan en varios mercados se caracterizan por una menor divulgación de información sobre gestión de riesgos financieros. Las empresas que cotizan en varios mercados tienen niveles de endeudamiento más bajos en su estructura de capital. Dado que el apalancamiento es un predictor estadísticamente significativo y con signo positivo del patrón de divulgación de información sobre gestión de riesgos financieros, esto explicaría los menores niveles de divulgación de las firmas que cotizan en mercados bursátiles extranjeros.
- Por último, las empresas con una incertidumbre inherente en la calificación de la auditoría revelan menos información de riesgos financieros en comparación con las empresas sin una calificación auditora.

Dobler *et al.* (2011), analizan la divulgación de riesgos empresariales en empresas de los EE.UU., Canadá, Reino Unido y Alemania, países con las mayores economías y mayores capitalizaciones de mercado en Norteamérica y Europa. El objetivo es evaluar la cantidad de revelaciones de riesgos que realizan y su asociación con el nivel de riesgo de la muestra de empresas analizadas integrada por 40 empresas manufactureras de cada país citado (total 160 empresas) que cotizan en Bolsa.

Estos autores, Dobler *et al.* (2011), señalan que hay gran heterogeneidad en las prácticas divulgativas de las empresas, incluso dentro de un mismo sector de actividad. Probablemente la normativa aplicada a cada zona geográfica influya en que la divulgación de riesgos en los informes emitidos por las empresas sea sesgada en destacar aspectos concretos. Así, en Canadá y los Estados Unidos se hace más hincapié en divulgar los factores de riesgo que acechan a las empresas, mientras que en el Reino Unido destacan en mayor medida la gestión de riesgos desarrollada y las políticas implantadas para el futuro de los del momento, los asumidos. Por su parte, Alemania no ofrece diferencias significativas sobre este asunto.

Mediante la metodología de análisis de contenido de los estados financieros anuales, se evidenció que las revelaciones sobre riesgos se hicieron principalmente en el informe de gestión, sobre todo en los Estados Unidos de

América y Canadá, siendo en Alemania y el Reino Unido menores, lo que puede atribuirse al entorno jurídico y aplicación de las IFRS.

Tomando como variable dependiente al número de revelaciones relacionadas con el riesgo, y como variables independientes el tamaño, el riesgo sistemático, el grado de apalancamiento operativo, la proporción de ingresos extranjeros y al mayor cliente (volumen de contratación), alcanzaron resultados que pusieron de manifiesto un patrón consistente en que la divulgación de riesgos es más frecuente en los informes de gestión, principalmente para las categorías de riesgos financieros, evidenciándose poca divulgación cuantitativa y poca proyección hacia el futuro.

Asimismo, se evidenció que las empresas de los Estados Unidos dan a conocer más información sobre el riesgo, seguidas de las alemanas; y que las empresas de mayor riesgo de los Estados Unidos revelan más información sobre riesgos, al contrario de lo que se encontró para las empresas alemanas. Ahora bien, los riesgos que más se divulgan en estos dos países son los riesgos no financieros, diferenciación que no se nota en Canadá y Reino Unido.

Ambas categorías de riesgos, financieros (de mercado y operacional principalmente) y no financieros, en general se dan a conocer en términos cualitativos más que cuantitativos, característica común para los cuatro países. Esta información no es significativa respecto a su posible carácter prospectivo, salvo en los EE. UU.

Oliveira *et al.* (2011a), analizan las informaciones acerca de los riesgos en los informes anuales de las empresas no financieras de Portugal, 42 sociedades cotizadas de Lisboa y 39 sociedades no cotizadas.

El estudio se centró en el año 2005, antes de la armonización contable resultante de la aplicación de las IFRS, en Portugal y de la crisis financiera de 2007. Reconocen que en la investigación existente, la divulgación de los riesgos de las empresas se ha explicado por diferentes teorías, en particular, la teoría de la agencia, el coste político de las partes interesadas, señales e institucional, así

como la perspectiva de los costes de propietarios. Proponen un enfoque teórico global que concilie la teoría de la agencia y la teoría de la legitimidad⁴⁸.

En la formulación de hipótesis de posibles asociaciones entre la divulgación de los riesgos y las características de las empresas, utilizan la relación de supuestos de la teoría de la agencia con las características de la propiedad (concentración o dispersión del capital), con la existencia de los consejeros no ejecutivos, con la existencia de comités de auditoría independientes y el apalancamiento.

Se utilizan como variables de control la condición de cotizar en la bolsa de valores y el hecho de que se apliquen o no las normas internacionales de contabilidad.

Usando el análisis del contenido, método aplicado en la medición de los factores de divulgación de riesgos, clasifican en tres categorías según los riesgos financieros revelados, los riesgos no financieros y, por último, el modelo de gestión de estos riesgos aplicado.

Además, en este análisis se identifican aspectos como “divulgación obligatoria” o “divulgación voluntaria”; “buenas noticias”, “malas noticias” o “neutral”; “monetario”, “no monetario”, etc.

Como indicadores de las variables independientes, se utiliza la concentración máxima por accionista al 10% y los derechos de voto (la mayor proporción de derechos de voto poseídos por un solo accionista) en el caso de la estructura de propiedad. Con el fin de superar la posible colinealidad, se construyó un índice de la estructura accionarial de las dos métricas utilizando análisis de componentes principales.

La variable independiente “directores independientes no ejecutivos”, midió el porcentaje de consejeros independientes; la independencia de los comités de auditoría se mide por el porcentaje de miembros no ejecutivos en los comités respectivos; se tuvo en cuenta el tipo de auditoría; el ratio de apalancamiento se midió por la relación entre la deuda y los activos totales; y, el tamaño de la

⁴⁸ Frente a la teoría de Friedman (1962) sobre que el rol de las empresas en la sociedad es “exclusivamente a la obtención del máximo beneficio para el accionista”, surge un movimiento que defiende el que las empresas operan en la sociedad en virtud de “*un contrato social*” que establece una condición o estatus que emana de la congruencia entre el sistema de valores de una corporación y el de la sociedad de la que forma parte; esto es en esencia la base de la Teoría de la Legitimidad (véase Gray *et al.*, 1995a y b).

empresa mediante tres medidas diferentes como los activos totales, las ventas totales y el número trabajadores.

Entre las conclusiones a destacar, cabe mencionar las siguientes:

- a) La información sobre riesgos es deficiente por cuanto que sobre los riesgos financieros resulta escasa y sin información sobre los sistemas de gestión implementados para su control. Los riesgos financieros divulgados, entran en el marco de la obligatoriedad siendo, por tanto, escasa la información voluntaria de este tipo de riesgos.
- b) Se evidencia una mayor declaración de riesgos no financieros, de modo voluntario.
- c) Se muestra un mayor porcentaje de divulgación retrospectiva que enfocada al futuro.
- d) La información tiene un carácter predominantemente cualitativo, donde la cuantificación de riesgo es prácticamente nula.
- e) La divulgación de información sobre riesgos, evidencia una asociación positiva con el tamaño de la empresa, con el tipo de auditoría, con el endeudamiento y con la condición de cotizar en bolsa. Por el contrario, no se encontró relación entre el nivel de divulgación de riesgos y la estructura de propiedad respecto a su independencia del consejo.

Hassan (2012), examina las características específicas de las empresas y la divulgación de los riesgos de negocios en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) usando una muestra de 49 empresas, financieras y no financieras, que cotizaron en Dubai y Abu Dabi (empresas que habían publicado sus cuentas al cierre de 2005).

Considera Hassan (2012) el riesgo empresarial de manera integral, teniendo en cuenta toda la información que las empresas divulgan, especialmente la obtenida de los informes anuales. En esta información se destacan los factores asociados a cualquier tipo de riesgo.

El análisis de la información disponible, Hassan (2012) lo realiza mediante el empleo de un índice que subdivide en varias categorías, tales como: información general sobre los riesgos, las políticas contables, instrumentos financieros, de

cobertura con derivados, reservas, información por segmentos y los riesgos financieros y otros.

La información para la creación del índice la evalúa mediante el valor 1 si encuentra el factor buscado, y 0 si no se encuentra en los informes.

Mediante regresión lineal múltiple, el nivel de la variable dependiente (divulgación, representada por el índice) se explica a través de las variables independientes como son a) tamaño de la empresa, (medido por el logaritmo natural de los activos totales), b) nivel de riesgo individual, (medido por el coeficiente de deuda y el capital propio), c) sector de actividad, (medido por separar las empresas financieras (con 1) de las empresas no financieras (con 0), y d) las reservas de las empresas, (medidas por el porcentaje ingresos transferidos a reservas).

La variable tamaño, aunque positiva no fue significativa, -contrariamente a las conclusiones de la mayoría de los trabajos que muestra la literatura, entre otros el de Amran *et al.* (2009)- lo que el autor atribuye al contexto empresarial diferente en el que estas empresas operan en los Emiratos Árabes Unidos.

Hassan (2012) utiliza la teoría de legitimidad para explicar la asociación positiva entre la divulgación de información sobre riesgos empresariales y el apalancamiento. Se asume que los gerentes tienen intereses personales en la divulgación de información sobre riesgos empresariales para señalar a los interesados cómo manejar estos riesgos de manera eficiente. Esta explicación teórica es intrigante ya que la relación entre la divulgación de información sobre riesgos empresariales y el apalancamiento se sustenta en la existencia de asimetrías de información entre los directores / accionistas y tenedores de deuda. Por lo tanto, la teoría de la agencia parece proporcionar una explicación más factible de los resultados que la teoría de la legitimidad.

La variable riesgo, medida por el ratio de deuda sobre el capital, fue positiva y significativamente explicativa, en línea con los resultados de otros estudios como el de Linsley y Shrives (2006).

Ntim *et al.* (2013), analizan si el nivel de calidad del gobierno corporativo de las empresas tiene algún efecto sobre la calidad y alcance de los riesgos corporativos

revelados en Sudáfrica, con especial énfasis en los períodos de inicio de la crisis financiera mundial de 2008.

El estudio abarca desde 2002 hasta 2011, período en que las autoridades sudafricanas requieren a las empresas que, con mayor rigor, sean realicen información más transparente sobre las buenas prácticas implementadas en gestión de riesgos.

El trabajo, que analiza empresas no financieras, evidencia que el alcance de la divulgación de información sobre riesgos empresariales se realiza con carácter retrospectivo y en un contexto en donde la valoración de riesgos –mayormente cualitativa- se basa en la divulgación de “buenas noticias” en los informes anuales, sobre –principalmente- los estratégicos y operacional.

Lo más relevante en este trabajo es:

- el establecimiento de la relación entre la propiedad de las acciones y la propiedad institucional o alta dirección con respecto al nivel de divulgación de información sobre riesgos, encontrando que aquellos están asociados negativamente con respecto a esta última;
- el tamaño de la empresa y la dirección no ejecutiva independiente, están asociados positivamente con la cantidad de divulgación realizada.

Se ha observado una sensible mejora en la información facilitada, tanto en calidad como cantidad, a lo largo de los años analizados.

Elshandidy *et al.* (2014), analizan la información sobre riesgos que proporcionan las empresas no financieras que cotizan, pertenecientes a tres países, Alemania, Reino Unido y Estados Unidos de Norteamérica en el período 2005 a 2010.

De este modo, establecen una comparativa entre las características de las empresas, el país al que pertenecen y el grado de divulgación de información sobre riesgos según sea dicha información de manera obligatoria o voluntaria.

Estos autores detectan que hay diferencias significativas en divulgaciones obligatorias y las voluntarias entre las empresas de los tres países. Las firmas alemanas tienden a revelar niveles de información obligatoria sobre riesgos significativamente superiores a las del Reino Unido, pero inferiores a los de las empresas estadounidenses.

Los resultados muestran que las diferencias en divulgaciones obligatorias y las voluntarias entre empresas de los tres países, están influenciadas significativamente por el riesgo sistemático, el sistema legal y los valores culturales.

En términos de implicaciones prácticas, en primer lugar, los resultados señalan que la organización de la presentación de informes de riesgo mediante la aplicación de una norma contable formal, mejora significativamente el fomento de la divulgación de información sobre los riesgos sobre el medio ambiente mediante, ya sea obligatoria o voluntaria. En segundo lugar, los resultados apoyan la tendencia actual en la normativa del Reino Unido, en donde se alienta a las empresas a revelar voluntariamente información sobre sus riesgos en lugar de hacer tal divulgación obligatoria. En tercer lugar, apoyan la tendencia regulatoria en los EE.UU. en donde las empresas divulgan una mayor cantidad de información sobre riesgo, confiando en la capacidad del mercado para corregir cualquier sobrestimación de las incertidumbres empresariales.

Rodríguez y Noguera (2014), manifiestan que la información sobre riesgos corporativos juega un papel esencial en el proceso de toma de decisiones y en una evaluación adecuada de las diferentes organizaciones. En este trabajo, se analizan los principales riesgos revelados por las empresas españolas más grandes a la vez que se realiza un análisis de los factores básicos de la divulgación, en particular, aquellos vinculados al gobierno de empresa. Los autores analizan los principales riesgos de divulgación obligatoria (principalmente financieros) y voluntaria (riesgos de negocio), para determinar la influencia de algunos factores vinculados al gobierno de la empresa sobre la información de riesgo. La muestra la forman las empresas españolas que cotizan la Bolsa de Madrid durante los años 2007, 2008 y 2009.

El análisis de contenido (método aplicado) realizado, muestra que las empresas españolas divulgan poca información sobre riesgos. El trabajo se enfoca fundamentalmente hacia la divulgación de las características básicas de los riesgos financieros surgidos y potenciales. De la misma manera, los resultados obtenidos acentúan la complejidad de la revelación voluntaria de riesgos.

Los resultados muestran una relación positiva entre la divulgación obligatoria de riesgos y el tamaño de Consejo. Así, el estudio confirma que un aumento del tamaño del Consejo puede implicar que el amplio juego de perspectivas de sus miembros influya en una calidad más alta de los informes en este ámbito.

Destacan los autores la importancia de la transparencia informativa, por parte de las grandes empresas, como elemento disuasorio en el momento de facilitar voluntariamente información sobre riesgos, auspiciado por las posibles repercusiones estratégicas en su contra.

La información voluntaria es bastante escasa por lo que proponen estimular o animar a la divulgación de este tipo de información sobre riesgos con lo que se reduciría la incertidumbre de los inversores.

Señalan los autores que la ausencia de información puede deberse a aspectos como:

- 1) que las empresas no son suficientemente conscientes de la importancia de un grado más alto de divulgación de información sobre riesgos;
- 2) que no hay bastantes incentivos para la revelación de los riesgos a que se enfrentan;
- 3) que los sistemas de gestión de riesgos no están desarrollados suficientemente o puestos en práctica; y,
- 4) que los costes de revelar los riesgos asumidos y potenciales, son altos.

III.2.2 Análisis de la utilidad de la divulgación de informes sobre riesgos

Linsley y Shrivés (2000), analizan dos propuestas para una mayor divulgación de riesgos: la propuesta del ICAEW (1997) para la existencia de una declaración adecuada de los riesgos del negocio y la propuesta del Comité de Basilea para aumentar la difusión de información sobre riesgos de los bancos (BCBS 1998), analizando las ventajas y desventajas de la mencionada divulgación en los informes anuales, tanto desde la perspectiva de los negocios y como los

inversores. Este análisis, aunque hecho de una manera dirigida a las propuestas de los dos organismos citados, está orientado bajo la óptica de la evaluación de las ventajas y limitaciones de la descripción de los riesgos del negocio.

En el Reino Unido, el requerimiento normativo sobre divulgación de información de riesgos supone que en las empresas se desarrollan sistemas de control interno, mediante los cuales se revisan los riesgos divulgados, su naturaleza e impacto previsto; sin embargo, la falta de indicaciones objetivas en cuanto a cómo deben hacerse los informes, su naturaleza predominantemente cualitativa y la posibilidad de uso de informaciones genéricas e integrales, concluyen en que los usuarios de la información casi no logran una evaluación adecuada del riesgo.

La propuesta de ICAEW, para todas las sociedades cotizadas, pasa por la identificación y clasificación de los diferentes riesgos que se encuentren expuestas, la descripción de las medidas adoptadas para gestionarlos y medirlos, reconociendo la dificultad de hacerlo en algunos casos.

En el sector financiero, el Comité de Basilea (1998) trató de proporcionar a los participantes del mercado información oportuna y fiable que tienda a permitir el buen funcionamiento de la disciplina de mercado y requiere la divulgación de los bancos, de información, entre otras, de las prácticas de gestión del riesgo y la exposición al mismo.

Dado que la información en los estados financieros es predominantemente histórica, la información sobre riesgos debe estar orientada hacia el futuro para que los inversores puedan asumir una toma de decisiones adecuada. La posible reducción del coste del capital sería otra posible ventaja al reducir las asimetrías de información en presencia de incertidumbre; del mismo modo, otra ventaja que proporcionaría mostrar al público la exposición a diferentes riesgos, sería la reducción de las asimetrías informativas entre grupos de propietarios y gerentes, sobre los cuales –sobre los gerentes- surge cierta presión para que la gestión del riesgo sea más eficiente y para aportar mejor rendición de cuentas a todos los interesados en la empresa.

De los principales inconvenientes de la información sobre riesgos a revelar destaca el beneficio que podrían obtener los competidores reduciendo su condición; sin embargo, la omisión de determinada información podría

considerarse como engañosa, por lo que ante tamaña sensibilidad sería permisible la divulgación de información sobre riesgo de modo genérico.

Sobre la cuestión de que la información sobre el riesgo debe ser revelada de forma voluntaria, se entiende como respuesta a si se hará y a qué nivel en función de los incentivos para hacerlo que se les presente a las corporaciones divulgadoras.

Sin embargo, la evidencia empírica muestra bajos niveles de revelación voluntaria de los riesgos.

Jorion (2002) investiga la relación entre las medidas del Valor en Riesgo de las actividades comerciales que los bancos publican en sus informes financieros y la volatilidad de los ingresos no esperados. Jorion concluye que las predicciones sobre la volatilidad futura basadas en las cifras de VaR publicadas por los bancos están relacionadas en el riesgo de mercado futuro. Esto significa que los analistas pueden usar estas medidas, de VaR publicadas por los bancos, para determinar el perfil de riesgo de cada entidad.

El tema, según señala el autor, resulta de considerable interés teniendo en cuenta los requisitos establecidos por la SEC en el sentido de exigir, a las empresas que cotizan en el mercado, la publicación de medidas cuantitativas sobre sus niveles de riesgo de mercado. Es más, aunque no existiese la asociación detectada entre VaR publicado y volatilidad, la publicación de este tipo de información resulta positiva, puntualiza Jorion, en la medida en que impone disciplina en la negociación con derivados: a través de la cifra de VaR publicada, los inversores pueden apreciar si el banco cuenta con procedimiento de medición y gestión del riesgo.

Jorion (2002) señala que la calidad de la información VAR *“debe mejorar con el tiempo ya que las metodologías se vuelven más consistentes. Por lo tanto, esperamos que las previsiones de volatilidad basadas en VAR puedan convertirse en indicadores cada vez más precisas de la variabilidad de los futuros ingresos de los bancos por intermediación”*.

Linsmeier *et al.* (2002), utilizan la información que proporciona el formulario 10 K (SEC) para analizar su influencia en la incertidumbre de los inversores; tal información puede influir en el volumen de negocio en los mercados ante la

sensibilidad de las tasas a los cambios tipos de interés, tipos de cambio y precios de los productos básicos.

Llegan a las siguientes conclusiones que se resumen en:

- a) En ausencia de la normativa FRR 48, surge más incertidumbre entre los inversores sobre la exposición a los riesgos de tipo de interés y precios de mercado que el reflejado en el volumen de contratación.
- b) Además, se evidencia de que las divulgaciones de forma tabular son más efectiva.
- c) La divulgación del riesgo de mercado, sujeta a la normativa FRR 48, ofrece utilidad para los inversores. La información del VaR se asoció negativamente con volumen de negociación, sensibilidad a los cambios en las tasas de interés, los tipos de cambio y los precios de la energía.
- d) Se plantea la hipótesis de que los requisitos introducidos con la normativa FRR 48 en los EE. UU. sobre la divulgación del riesgo de mercado, reduciría la incertidumbre de los inversores con respecto al impacto en el valor de la firma por cambios en la tasa de interés, tipo de cambio y los precios de las materias primas. Encuentran los autores que cuando las empresas adoptan la FRR 48, el volumen de negocio disminuye, por su sensibilidad a los cambios en los factores de riesgo de mercado.
- e) Los autores llegan a la conclusión de que la normativa FRR 48 proporciona información útil para los inversores y por lo tanto conduce en el negocio a una reducción de la sensibilidad a los cambios en el volumen de las tarifas y los precios de los *commodities*.

Guo (2003), investiga la asociación entre la divulgación cuantitativa sobre el riesgo de mercado (SEC 1997) y el riesgo de impago de los bonos y los costes de emisión de nueva deuda de las empresas. Examina esta asociación en función de las coberturas de los rendimientos actuales, para una muestra de 436 empresas.

Señala Guo (2003) que, la presentación de información sobre riesgos puede ayudar a los inversores a reducir su nivel de incertidumbre, minorándose de este modo la prima de riesgo exigida a la empresa. Es decir, se evidencia la relación entre publicación de información sobre riesgo y coste de capital.

Y en cuanto a la información cuantitativa del riesgo de mercado, se asocia por defecto con el riesgo de bonos y el coste de la emisión de deuda de forma diferente, dependiendo del éxito en operaciones de cobertura.

El análisis determina que se produce con mayor frecuencia una cuantificación con el formato de análisis de sensibilidad (291 empresas revelan la utilización de análisis de sensibilidad, 112 empresas utilizan el VaR y las 33 empresas restantes revelan utilizando ambas metodologías).

Por último señalar que Guo (2003) destaca la importancia de informar sobre la eficacia de la estrategia de cobertura llevada a cabo por la empresa, según lo dispuesto en el SFAS No. 133.

Deumes (2008), centra su investigación sobre 90 empresas holandesas que cotizan en la bolsa de Amsterdam, analizando el grado de divulgación de información sobre riesgos en los prospectos (folletos) publicados entre 1997 y 2000, y su impacto en los inversores; estos prospectos se distribuyen entre 49 relacionados con salida a bolsa (*Initial Public Offering*, IPO)⁴⁹, 31 referidos a ampliaciones de capital o emisión de bonos convertibles y 10 relativos a fusiones.

Dado que en los Países Bajos se dan las siguientes características:

- a) existe una regulación para la divulgación de los riesgos, que permite a las empresas una gran discreción para publicar información corporativa;
- b) que es práctica generalizada el realizar supervisión de agentes externos independientes; y,
- c) hay una fuerte concentración de los accionistas en las empresas que proporciona un mayor control de las mismas,

resulta evidente que las empresas holandesas pueden tener pocos incentivos en revelar información sobre riesgos en los prospectos dado que la información fiable estará reflejada en el informe de gestión.

La metodología utilizada es la del análisis del contenido, estableciendo tres índices que recogen los factores de riesgo. A continuación, estos índices se relacionan con “la desviación estándar de los rendimientos de las acciones” y “el

⁴⁹ Comentado en Hill y Short (2009).

riesgo sistemático” (beta), como variables dependientes; como variables independientes se toma el tamaño (medido por el logaritmo natural del valor de mercado tomado un mes posterior a la publicación del prospecto), el sector al que pertenezca la empresa (variable ficticia), y el hecho de que se trate o no de una IPO (también variable ficticia).

Las conclusiones principales a las que llega son:

- a) Los resultados revelan que una medida de riesgo extraída de las secciones de riesgo en los folletos, es capaz de predecir con éxito la volatilidad de los futuros precios de las acciones, el riesgo sistemático y la probabilidad de caídas bruscas de los precios.
- b) La información sobre riesgos, que se divulga a través de los prospectos para las tres situaciones mencionadas anteriormente (IPO, ampliación/emisión de bonos convertibles o fusión) por las empresas holandesas, contiene información relevante para los inversores.

Woods *et al.* (2008a), en un primer trabajo⁵⁰, señalan que la adopción de las normas internacionales de contabilidad y la convergencia global de la regulación contable, se orienta frecuentemente como una forma de reducir la diversidad en la elaboración de información financiera, por lo que sería de esperar que las mayores corporaciones financieras multinacionales presentaran un gran nivel de convergencia en este sentido.

El análisis de datos longitudinales correspondientes al período 2000-2006, de los 25 mayores bancos del mundo, revela que todavía existe una diversidad sustancial en relación a las prácticas de divulgación de riesgo de mercado, tanto en su cálculo numérico como en su forma narrativa.

La importancia de los resultados está subrayada por la ilimitada escala de exposición al riesgo por parte del sector bancario que ha quedado al descubierto en la actual crisis financiera global. Las prácticas sobre divulgación financiera documentadas en el trabajo presentan grandes divergencias no sólo entre distintos países sino también entre distintos bancos de un mismo país, por lo que puede

⁵⁰ En Woods *et al.* (2008b), realizan una crítica sobre la información VaR señalando que no es comparable en los bancos porque los períodos de tenencia y de los niveles de confianza son diferentes, ya que los bancos también varían en el tipo de cartera que se revele la información VaR. Esta información es muy difícil de auditoría.

afirmarse que, al menos en términos de información sobre riesgo de mercado, el progreso hacia la armonización internacional sigue siendo más aparente que real. El análisis de la investigación, lleva a cuatro conclusiones en cuanto al nivel de la información de riesgo de mercado entre los bancos más grandes del mundo:

- 1) En primer lugar, no se encontró una fuerte evidencia de una relación entre los niveles de divulgación y tamaño de la empresa, no pudiendo descartar la hipótesis de que estas dos variables no están correlacionadas.
- 2) En segundo lugar, aparece sólo una débil evidencia de aumentar la divulgación sobre el período tomado 2000 a 2006.
- 3) En tercer lugar, existe evidencia de que los niveles más altos de divulgación están relacionados con los informes anuales más largos.
- 4) Y, en cuarto lugar, se demuestra que a pesar de que la regulación tienda hacia la armonización de las prácticas contables, el resultado real es que las diferencias internacionales en las prácticas de divulgación siguen siendo considerables.

En resumen, las divulgaciones de información sobre el riesgo de mercado se han incrementado a través del tiempo, pero no se correlacionan con el tamaño. No es posible generalizar que un conjunto único de normas de contabilidad conlleve amplios niveles de divulgación de riesgo de mercado en los informes. En Francia, Italia y España los bancos generalmente tienen bajos niveles de divulgación y hay disparidades en las prácticas de divulgación de datos entre los distintos bancos.

Los bancos norteamericanos tienen una clara tendencia al alza en la divulgación puntual, pero también con considerable grado de disparidad en las prácticas de divulgación. Por su parte, los bancos británicos tienen altos niveles de divulgación, un poco más alto que el nivel de divulgación media de los bancos norteamericanos, y con un nivel mucho más bajo de disparidad. Los bancos alemanes, holandeses y los bancos suizos son similares a los bancos británicos.

Michiels *et al.* (2009), en el contexto belga, analizan los determinantes específicos de la empresa que se relacionan con la divulgación de información sobre riesgos.

El método aplicado es el del análisis del contenido, sobre una muestra de 46 empresas belgas que cotizan en bolsa, siendo las variables explicativas el tamaño de la empresa, la rentabilidad, el nivel de riesgo de la empresa, la calidad del auditor y la presencia de una comisión y/o gestor de riesgos.

Las variables que se encontraron significativamente relacionadas con la divulgación realizada son las ventas (tamaño), la rentabilidad, y la beta (como *proxy* del nivel de riesgo de la empresa).

Con el tamaño y la beta se evidencia una relación positiva, lo que significa que las empresas con grandes volúmenes de ventas y un mayor riesgo sistemático (beta) también divulgan más información relacionada con los riesgos. La relación entre la presentación de informes de riesgo y la rentabilidad es negativa, lo que resulta sorprendente en comparación con los resultados de investigaciones previas.

Se evidencia, además, que todas las demás variables no tienen una relación estadísticamente significativa con el nivel de información sobre riesgos publicada. No se encontró que la presencia de un comité y/o gerente de riesgos, está positivamente correlacionada con el nivel de riesgos publicados. Según los autores, esto significa que la correlación univariante entre los informes de riesgo y la presencia de un director/comité de riesgos queda ya explicada por tamaño de empresa.

Miihkinen (2012) examina si una norma nacional para divulgación de la información sobre riesgos, mejora la calidad de las divulgaciones de riesgo de las empresas. Analiza la calidad de la divulgación de riesgos a lo largo de varias dimensiones mediante la aplicación de los indicadores de calidad de divulgación previstas en Beattie *et al.* (2004) y Beretta y Bozzolan (2004).

Finlandia, donde se realiza el trabajo, ofrece un marco institucional único para el estudio, ya que en 2006 la *Finnish Accounting Practice Board* relanzó la norma de divulgación de riesgos que describe cómo las empresas deben evaluar sus riesgos significativos en sus operaciones financieras, la *Securities Markets Act* 1424/2007 (revisando la de 26.5.1989/495).

Los resultados empíricos demuestran que durante el período posterior a la norma, las publicaciones de las empresas sobre riesgos son más amplias y proporcionan

información distribuida uniformemente a través de las categorías de riesgo; en este sentido cabe señalar que con respecto al riesgo operativo su divulgación pasa a ser del 81,9% frente al 57,5% entre ambos momentos.

Otras dos conclusiones resultan de interés por cuanto que señalan que las grandes empresas y las empresas que informan con arreglo a los requisitos de la SEC, informan sobre los riesgos de manera más cuantitativa; y, adicionalmente, se evidencia que las mejoras de la calidad son permanentes en los años subsiguientes, debido al efecto coercitivo de la norma en este sentido.

Las empresas también facilitan descripciones cualitativas más detalladas del impacto económico en el rendimiento futuro por parte de los riesgos identificados y proporcionan más información sobre las medidas adoptadas y los programas previstos para hacer frente a dichos riesgos.

Entre los factores determinantes de la calidad de divulgación de riesgos, se encuentran el tamaño de la empresa, la rentabilidad, y la cotización en la Bolsa de Nueva York. Curiosamente, se encuentran algunas pruebas de que el impacto de la norma sobre la calidad es más pronunciado entre las empresas menos rentables. También se observa que el riesgo de negocio determina significativamente la presentación de informes de calidad entre estas empresas.

Este estudio contribuye a la literatura con la evidencia de la importancia de varios incentivos de información como un factor determinante de la calidad de la divulgación de riesgos. Los resultados tienen implicaciones prácticas útiles para los emisores de normas como el FASB y el IASB, la SEC, y los organismos reguladores nacionales; se puede tomar como ejemplo al regulador finlandés, que ha sido capaz de aumentar la calidad de los informes de riesgo dentro de un mismo país.

En particular, los resultados sugieren que una cláusula de la ley puede no ser lo suficientemente eficaz para asegurar la divulgación transparente sobre temas abstractos como riesgos. Muchas empresas necesitan descripciones detalladas de la información requerida, por ejemplo con sencillas ilustraciones.

Además del efecto coercitivo de las normas detalladas de divulgación de riesgo, el mayor reto es influir en la voluntad de las empresas para proporcionar información cuantitativa del riesgo, aunque muchas empresas informan

explícitamente que han evaluado internamente el impacto de los riesgos y sus probabilidades.

Los análisis y resultados presentados se basan en observaciones de Finlandia, que tiene tradición de contabilidad basada en normas. En consecuencia, los resultados pueden ser extrapolables a otros países con raíces legales similares. Sin embargo, los resultados pueden no ser generalizados a otro tipo de países.

En detalle, las conclusiones principales a que se llega Miihkinen son:

- 1) Los resultados muestran que la divulgación de riesgos bajo la norma finlandesa, mejora la calidad de la divulgación de riesgo respecto a la IFRS, en varias de sus dimensiones.
- 2) En el período posterior a la aplicación de la norma finlandesa, las divulgaciones de riesgo son más extensivas y proporcionan mejor la información de las distintas categorías de riesgos.
- 3) Se evidencia que el impacto de la aplicación normativa en la divulgación de riesgos, es más fuerte en las empresas menos rentables, divulgando éstas más información sobre sus riesgos de negocio.
- 4) Las grandes empresas que emiten sus informes de acuerdo con SEC, revelan información más cuantitativa, manteniendo sus niveles de calidad en años posteriores.
- 5) La norma de divulgación de riesgo aumenta la calidad de la divulgación de riesgos de las empresas en descripciones cualitativas asociadas a rendimientos futuros.
- 6) Las empresas informan cómo gestionan el riesgo futuro, proporcionando medidas adoptadas para afrontar tales riesgos.
- 7) El regulador finlandés ha sido capaz de aumentar la calidad de los informes de riesgo dentro de un mismo país, produciendo implicaciones prácticas útiles para los emisores de normas tales como el FASB, el IASB y la SEC.
- 8) Un reto para la realización de los informes anuales se traduce en la complejidad para documentar su utilidad para los inversores.

Miihkinen (2013), en otro trabajo -continuación del anterior- parte de la hipótesis de que las divulgaciones de riesgos empresariales se pueden mejorar mediante la emisión de un estándar de la divulgación detallada de los riesgos y recomendaciones de divulgación por parte de la autoridad. También se examinan las consecuencias económicas de la información de riesgo de alta calidad en los mercados de valores y los factores determinantes no reglamentarios de divulgaciones de riesgo.

Llega a las conclusiones siguientes:

- 1) La divulgación obligatoria proporciona mayor información que la voluntaria.
- 2) Los resultados sugieren que una sola disposición legislativa puede no ser suficientemente eficaz para asegurar la divulgación transparente de asuntos abstractos como los riesgos.
- 3) La gerencia de empresas puede necesitar descripciones detalladas de los requerimientos sobre divulgación, e.g. ilustraciones.
- 4) Las recomendaciones de la autoridad se consideran mejor que el establecimiento de normativas.

Elshandidy *et al.* (2013) realizan un análisis del impacto de los niveles de riesgo corporativos sobre la divulgación de riesgos agregados, voluntarios y obligatorios, en los informes anuales de empresas no financieras británicas (290 empresas británicas de 8 sectores).

Hacen una regresión mediante el empleo del modelo lineal mixto (LMM). Este modelo evita los problemas que se encuentran con frecuencia cuando se utilizan otros modelos (por ejemplo, Mínimos Cuadrados Ordinarios –OLS- y Modelo de Efectos Fijos -FEM) llegando a resultados que son compatibles con que los directores sean motivados para proporcionar niveles altos de información voluntaria para reducir la asimetría de la información; los resultados son también compatibles con la investigación empírica previa (teorías de agencia y señales; e.g., Abraham y Cox, 2007).

Por su parte, las divulgaciones de carácter obligatorio, están más influidas por las características del gobierno corporativo empresarial que por los niveles de riesgo propios de cada firma.

Esta investigación implica que bajo el régimen esencialmente voluntario, las firmas que no alcanzan los niveles de información de riesgo esperados por inversores, probablemente sufran consecuencias en términos de coste de capital como consecuencia del aumento de la tasa de rendimiento deseada por parte de los inversores, en consonancia con Kothari *et al.* (2009a).

Además, señalan que para aumentar la confianza de los inversores, es un elemento primordial la participación de una auditora externa, aunque no detallan exhaustivamente la valoración de esta particularidad por parte de los usuarios de la información empresarial.

En síntesis, las conclusiones concretas a las que se llegan son:

- Las divulgaciones de riesgo obligatorias están influidas positivamente por el tamaño de la firma, reparto de dividendo y la independencia del consejo y negativamente por el alto apalancamiento.
- La regulación obligatoria es mejor que la voluntaria; bajo el régimen de información voluntaria, si hay alta volatilidad disminuye la divulgación de riesgos.

Por su parte, Kravet y Muslu (2013), analizan cómo los cambios en la divulgación de riesgos (medidos por número de frases que contienen palabras claves –*risk, uncertainty, likely to, fluctuation,...*–) impactan, dos meses antes y después de la publicación del formato 10-K de los estados financieros, en la percepción de los usuarios (inversores y analistas) sobre el riesgo.

Los autores contrastan la validez de tres argumentos sobre el carácter informativo de la divulgación de riesgos: nulo, divergente y convergente.

- a) El argumento nulo: no cambia la percepción del riesgo de los usuarios.
- b) El argumento divergente se enmarca en una divulgación de información sobre riesgos que informa a los usuarios sobre factores de riesgos

desconocidos y contingencias; por lo tanto, la información incrementará el riesgo en su percepción por parte de los usuarios.

- c) El argumento convergente indica que la empresa divulga información de incertidumbre y factores de riesgos ya conocidos, actualizando y aclarando incógnitas sobre la empresa. En consecuencia, esta información reducirá la percepción del riesgo de los usuarios.

Los resultados evidencian que los cambios en la divulgación de riesgos están significativa y positivamente relacionados con cambios en la volatilidad de la rentabilidad, cambios en el volumen de contratación, cambios en la dispersión de las previsiones y en la volatilidad de la revisión de las previsiones.

Estos resultados rechazan el argumento de que la divulgación de riesgos no es informativa. Además, los resultados evidencian que las divulgaciones de información sobre riesgos parecen ofrecer información desconocida a los usuarios, tal y como indica el argumento divergente; es decir, convierte la información desconocida de la compañía en información conocida, por lo cual, los usuarios aumentarán los rangos de resultados futuros (mayor amplitud), disminuyendo los niveles de confianza de sus predicciones y por lo tanto, incrementando la percepción del riesgo por parte de los usuarios.⁵¹

De la revisión del trabajo, se extrae la distinción entre divulgación regulada por normas (obligatoria) y voluntaria, con resultados que indican que la divulgación obligatoria parece ser más informativa que la divulgación voluntaria.

Por último, señalar que en Kravet y Muslu (2013) se evidencia que en la divulgación de riesgos en la que se enfatizan aspectos negativos (tono de negativo de la información de riesgos), reduce la percepción del riesgo.

Campbell *et al.* (2014) en este trabajo aportan a la literatura la evidencia del efecto del *tono de la divulgación* sobre el coste de capital. La investigación teórica y empírica analiza el efecto de la divulgación sobre la valoración que hace el mercado del riesgo generalmente asumiendo que el tono de la divulgación es neutral (Botosan 1997).

⁵¹ Estos resultados no son consistentes con la literatura previa (ej. Linsmeier *et al.* 2002), que evidencia una negativa correlación entre la divulgación de riesgos y la divergencia de las creencias de los participantes del mercado.

Cuando el tono es neutral, las expectativas son unidireccionales – a mayor divulgación decrece el coste de capital-. En este sentido, Kothari, *et al.* (2009a) señalan que el tono de la divulgación afecta a la asociación entre la divulgación que realizan las empresas y el coste de capital de una manera direccional.

En el trabajo de Campbell *et al.* (2014), se ha evidenciado que la sección de factores de riesgos divulgada por las empresas tiene un tono claramente negativo y está relacionada positivamente con la valoración que hace el mercado del riesgo de la empresa. Este es un interesante hallazgo, ya que una relación negativa aumenta la evaluación del riesgo sistemático por parte de los inversores, por lo que el incentivo podría ser fuerte para los directivos para resistirse a divulgar.

Este trabajo contribuye a la literatura de la divulgación de riesgos de dos maneras: 1) la información divulgada en la sección de factores de riesgos no es repetitiva y refleja significativamente los riesgos a que se enfrenta la empresa a través del amplio espectro de tipos de riesgos; 2) evidencia que la divulgación cualitativa es incorporada por las medidas de riesgos basada en el mercado y en el precio de las acciones.

Campbell *et al.* (2014) analizan el contenido informativo de la divulgación de los factores de riesgos (Sección 1A del Informe Anual, en *Form10-K*) mediante la percepción del riesgo por parte del mercado, la asimetría informativa y la rentabilidad de las acciones ofreciendo los siguientes resultados:

1. Se evidencia que la divulgación de factores de riesgo están positivamente relacionadas con medidas –pre divulgación- del riesgo de la empresa y esta asociación varía a través de las sub-categorías de riesgo de la empresa (por ejemplo sistemático, idiosincrático, financiero, fiscal y riesgo de litigio). Esto indica que –contrariamente a las afirmaciones de los críticos⁵²- las divulgaciones de los factores de riesgos no son repetitivas.

⁵² Existen discrepancias sobre carácter informativo de estas divulgaciones fundamentalmente por dos razones: a) las empresas no tienen que estimar la probabilidad de que una divulgación de riesgos sea realizada b) las empresas no tienen que cuantificar el impacto que la divulgación debería tener en el actual y futuros estados financieros. De esta manera, los directivos simplemente ofrecerán información sobre los posibles riesgos a que se enfrentan, sin especificar su posible ocurrencia ni el impacto que supondría en los estados financieros futuros. Únicamente presentan información vaga (genérica) y repetitiva que no va a ser útil para los usuarios.

2. Se evidencia que la divulgación de factores de riesgo está positivamente relacionada con medidas –post divulgación- de la medida de riesgo de la empresa basado en el mercado (beta y volatilidad de la rentabilidad de las acciones). Estos resultados indican que los participantes del mercado incorporan la información contenida en las divulgaciones de los factores de riesgo para la valoración del riesgo de la empresa.
3. En tercer lugar, después de controlar la valoración de los inversores del riesgo, se evidencia que las divulgaciones de los factores de riesgo están negativamente relacionadas con la asimetría informativa posterior a la divulgación. Esto resultados indican que mientras la divulgación de factores de riesgo incrementa la valoración del mercado del riesgo de la empresa, la disponibilidad de la información por parte del público, simultáneamente disminuye las diferencias informativas entre los futuros accionistas.
4. Y finalmente, se evidencia que los factores de riesgo están negativamente correlacionados con la rentabilidad anormal en la fecha de la divulgación. En general, estos resultados indican que los directivos proporcionan información de riesgos útil y los inversores incorporan esta información al valor de mercado.

La investigación académica apunta a que un incremento de divulgación reduce el coste de capital; sin embargo, los estudios empíricos encuentran resultados mixtos. Tal y como se apunta anteriormente, estos resultados, según Kothari *et al.* (2009a) serán posibles por el carácter o tono de la divulgación que afecta a la relación entre divulgación y coste de capital; predicen que la divulgación de tono (pesimista o negativo) incrementa el coste de capital, mientras que la de carácter positivo tendrá un efecto contrario.

Los autores señalan que el nuevo requerimiento del SEC sobre la divulgación de los factores de riesgo es una poderosa prueba para estudiar el efecto sobre el tono de la divulgación y el coste de capital, teniendo en cuenta que la divulgación es probable que tenga contenido informativo sobre el riesgo sistemático de la empresa, que es un componente principal del coste de capital.

Los autores llegan a las conclusiones siguientes:

- a) Los resultados evidencian que la información de riesgos no es vaga ni repetida (*boiler plate*).
- b) La divulgación de factores de riesgo está positivamente asociada con medidas de riesgo basadas en el mercado, posteriores a la divulgación. Esto indica que los participantes en el mercado incorporan la información de los factores en la valoración del riesgo.
- c) Los resultados evidencian que la divulgación de riesgos está negativamente asociada con el grado de asimetría informativa. Esto indica que mientras que los factores de riesgo incrementan la valoración de mercado del riesgo, la disponibilidad de esta información por parte del público reduce las asimetrías informativas entre los inversores.
- d) Finalmente, se encuentra que los factores de riesgo están negativamente asociados con la rentabilidad anormal alrededor de la fecha de divulgación. Estos resultados sugieren que los inversores incorporan esta información en el valor de los títulos.

Cabedo y Tirado (2014), ponen sobre la mesa que la literatura muestra la escasez de trabajos sobre la divulgación de información sobre riesgos empresariales en los estados contables y su relación con el coste de capital, tanto teóricos como empíricos, especialmente sobre estos últimos, desarrollando su trabajo bajo la óptica empírica de este problema.

Utilizan una muestra de empresas que cotizan en la bolsa de Madrid entre los años 2007 a 2009 y llegan a los siguientes resultados:

- Se evidencia que el coste de capital está relacionado con aspectos corporativos como son el potencial de crecimiento (*book to market*) y el endeudamiento. Sin embargo, en el caso del tamaño, no se ha encontrado relación estadísticamente significativa, probablemente debido a la escasa diferenciación que, en relación con esta magnitud, presentan las empresas que conforman la muestra.
- Se encontró que existe una relación (si bien débil) entre coste de capital y cantidad de información sobre riesgo divulgada: sin relación

estadísticamente significativa entre la publicación de información sobre riesgos no financieros y el coste de capital, sí que se ha detectado una relación significativa desde el punto de vista estadístico entre dicho coste y la publicación de información sobre riesgos financieros. Esta relación sólo resulta significativa cuando se toma como referencia de divulgación la fecha del informe de auditoría. La no significatividad de la relación cuando se toma como referencia una fecha posterior (el mes de junio) puede deberse a que la información fuera divulgada con anterioridad a dicha fecha y, en la misma, los precios incorporan además de la información sobre riesgos otro tipo de información que pueda distorsionar su efecto.

- El signo de la relación significativa detectada es contrario al que cabría esperar de acuerdo con la teoría: la publicación de información sobre riesgos financieros está relacionada positivamente con el coste de capital (esto es, a mayor información divulgada mayor coste de capital). Adicionalmente, se ha detectado una relación de similares características entre el coste de capital y la publicación de información de carácter cuantitativo sobre riesgos financieros. Es decir, los resultados alcanzados incitan a pensar que los mercados asocian la divulgación de un mayor volumen de información sobre riesgos o la divulgación de información de carácter cuantitativo, con una necesidad de la empresa de justificar unos mayores niveles de riesgo.

III.2.3 Análisis de las normativas y propuestas sobre mejora en la calidad de la información sobre riesgos empresariales

Cea (1995) sostiene que, de acuerdo con la teoría de carteras, la función de utilidad de los inversores en los mercados de capitales, la información financiera principal para los usuarios se ajusta en torno a las variables beneficio y riesgo, y en sus diferentes combinaciones, el conjunto de curvas de indiferencia con respecto a la aversión al riesgo de los inversores, proporcionaría la tasa de ganancia menos arriesgada y, por tanto, será preferible invertir en donde se

obtenga mayor beneficio. En consecuencia, si la contabilización tiene como objetivo proporcionar información útil para que los inversores puedan tomar decisiones económicas, en caso de proporcionar información que les permita el acceso al perfil de riesgo de la empresa, ésta debe ofrecer la base para lograr tal objetivo.

Este autor, Cea (1995), propone que la información sobre el riesgo empresarial, de modo estandarizado y sistematizado, forme parte integral de todos los estados financieros presentados en las cuentas periódicas, al menos en las empresas más grandes, elaborados por tipos de riesgo, e incluyendo información financiera, comercial, tecnológica, laboral, fiscal, administrativa, estratégica, sobre el medio ambiente, y otras características que proporcionen transparencia.

Solomon *et al.* (2000), señalan que la moderna teoría de carteras sugiere que la mejora de la presentación de informes de riesgo permite a los inversores mayor eficacia en la resolución del problema de la diversificación del riesgo.

Pero se preguntan si está bien establecido el marco conceptual adecuado para generar información útil para inversores, principalmente inversores institucionales, y proponen establecer un “marco ideal” para los instituciones británicas con estas pretensiones (e.g., según Hermanson 2000, se evidencia que, en EE. UU., los inversores demandan informes de control interno por serles de utilidad en su toma de decisiones).

Las características de la divulgación de información sobre riesgos corporativos, que se esquematiza en la figura III.1, recoge el esquema del marco conceptual para divulgación de riesgos corporativos.

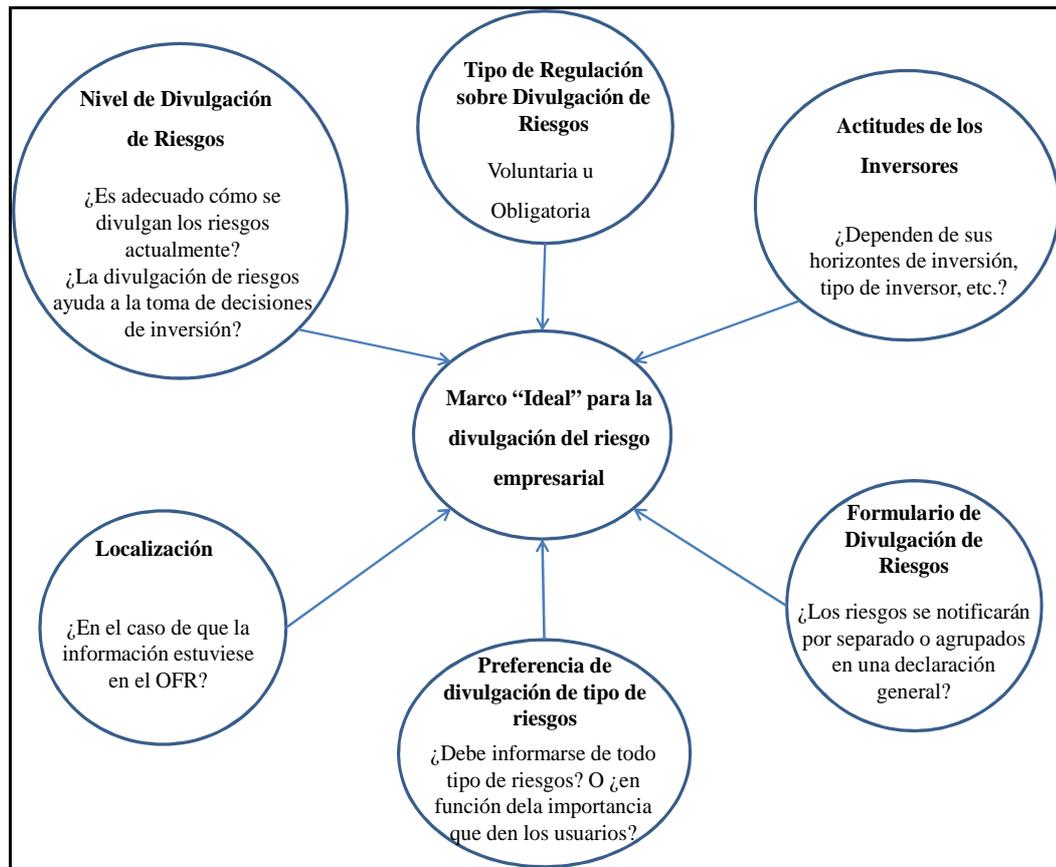


Figura III.1: Marco conceptual "ideal" para divulgación de riesgos empresariales
Fuente: Elaboración propia a partir de Solomon *et al.* (2000)

En esta figura III.1 se detallan seis elementos interrelacionados para crear el marco "ideal" para la divulgación del riesgo corporativo propuesto por Solomon *et al.* (2000). Los elementos que lo componen son esencialmente las preguntas seleccionadas para formular a los inversores institucionales ingleses en la encuesta realizada; esta encuesta se realiza buscando respuestas sobre estos seis elementos, los cuales representan las inquietudes de los inversores a la hora de conocer el perfil de riesgo empresarial a través de los informes que las empresas divulgan y de donde se puede obtener ayuda para la toma de decisiones de inversión en función de la medición del nivel de riesgo.

La encuesta se realizó sobre una muestra de 552 inversores institucionales pertenecientes a los cuatro grupos principales, a saber: los fondos de pensiones, dos tipos de fondos de inversión y compañías de seguros; a los encuestados se les

solicita la clasificación de un conjunto de cuestiones planteadas en el marco conceptual en una escala 1 a 7.

Las hipótesis fueron probadas en diferentes áreas de este marco conceptual sobre la percepción de la importancia del gobierno corporativo que resulta de la experiencia individual de gestores de fondos, tipo de fondo, horizonte temporal de la inversión y experiencia organizativa.

También se probaron las hipótesis relativas a las decisiones de inversión, incluidas la de los profesionales y las organizaciones más experimentados en tener más conciencia de la importancia de la información de riesgo en las decisiones de inversión.

Por último, las hipótesis fueron contrastadas en la forma y localización de los contenidos de riesgo, probando si las actitudes de los gestores de fondos que se enfrentan a la divulgación de los riesgos dependen del tipo de información divulgada y su ubicación en los informes financieros. Los resultados sugieren que:

1. Tanto el grado de experiencia de los gestores de fondos como el tipo de fondo tienen que ver con la percepción de objetivos de la gestión empresarial.
2. La necesidad de revelar los riesgos en el contexto de los marcos de gobierno corporativo es moderada, tal vez porque los gestores de fondos tienen acceso individualmente a la información de las reuniones de la alta dirección.
3. La preferencia es por un marco de divulgación de los riesgos no regulada, a pesar de que se puede considerar que los intereses de los accionistas no están protegidos adecuadamente en un marco con estas características.
4. El tipo de antecedentes y la experiencia organizativa, más que las personas, están relacionados con la actitud hacia la divulgación de los riesgos.
5. El conocimiento de las capacidades del marco conceptual de control interno y gestión de riesgos tiene que ver con la creencia de que la

divulgación de los riesgos debe hacerse dentro de la gestión empresarial.

6. Los inversores institucionales no tienen una preferencia especial para que sea el informe de gestión (OFR, MD&A, etc.) la fuente preferida para la divulgación de los riesgos.
7. La divulgación de información sobre riesgos, en el marco regulatorio (Gobierno Corporativo), está sujeta al cumplimiento de los sistemas de control y gestión de riesgos; estos sistemas diseñados fundamentalmente para evitar el “riesgo de información” (*information risk*) y garantizar la credibilidad de la información divulgada, no requieren qué tipo de riesgos deben especificarse (que reitera Dobler, 2008).

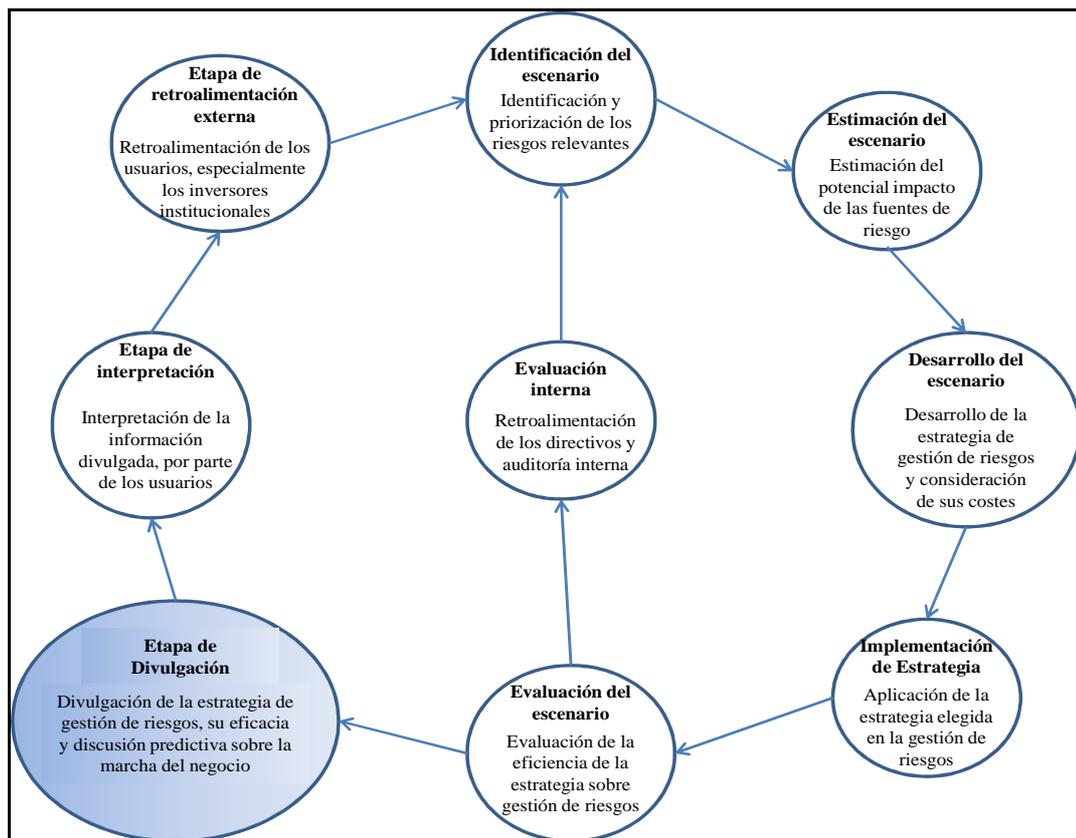


Figura III.2: Etapa de Divulgación empresarial
Fuente: Elaboración propia a partir de Solomon, *et al.* (2000)

En la figura III.2 se muestra la idea de Solomon *et al.* (2000) sobre el proceso de gestación de la divulgación de información sobre riesgos en las empresas, con las

partes interesadas en dicho proceso; en éste, se aprecia tanto a los gestores de la información como los usuarios de la misma, no olvidando el aprendizaje o retroalimentación que para ambos lados puede surgir.

Dobler (2005) realiza una revisión de la normativa alemana en materia de divulgación de información sobre riesgos con su norma GAS 5 y su relación y comparación con IFRS 7 (NIIF), adoptadas por gran número de grupos empresariales alemanes.

Destaca este trabajo que ni el Código de Comercio alemán ni el material de la legislación correspondiente específica, contienen los requisitos completos de informes de riesgo. Esta tarea se les encomendó a emisores de normas privadas, como el Instituto Alemán de Contadores Públicos (IDW - *Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland*) y la Junta de Normas de Contabilidad de Alemania (GASB - *Deutscher Standardisierungsrat*).

- a) En 1998, el IDW publicó una norma IDW RS HFA 1 para especificar los requisitos de divulgación en los informes de gestión, individuales y de grupo. Esto incorpora normas para la notificación de riesgos.
- b) El 2001, el GASB emitió una norma estándar, más detallada sobre la presentación de informes de riesgo, la denominada GAS 5.

Ambas normas, GAS 5 y la IDW RS HFA 1, son compatibles. Pero el alcance vinculante de GAS 5 se limita a la presentación de informes de riesgos del grupo.

Concluye su trabajo señalando que las normas alemanas, las directivas de la UE, las normas internacionales y las de Estados Unidos, proporcionan un panorama de convergencia internacional sobre la divulgación de informaciones obligatorias sobre riesgos. Se evalúa con especial atención a la normativa GAS 5, única regulación sobre divulgación de información sobre riesgos de modo integral.

Cabedo y Tirado (2007), realizan un análisis de las diferentes normativas –las más relevantes y trascendentes en el panorama internacional- que regulan la divulgación del riesgo en los estados financieros, significando las ventajas e inconvenientes que tiene la presentación del riesgo dentro del marco actual de divulgación de información financiera (en ese momento la normativa española estaba en proceso de modificación).

Las normativas analizadas y comparadas son las normas internacionales y nacionales más importantes que, en ese momento, regulan la presentación de información sobre riesgos en los estados financieros: la FRR N° 48, la IFRS N° 7, la GAS N° 5 y el Texto Refundido de la Ley de Sociedad Anónimas⁵³.

Se constata que la regulación contable sobre la presentación de información sobre riesgos se limita a los riesgos de los instrumentos financieros, dejando en el olvido aquellos riesgos a que están expuestas las empresas y que no tienen carácter financiero, como pueden ser por ejemplo el riesgo estratégico, riesgo de negocio, etc.

Por otra parte, señalan, los estudios empíricos analizados evidencian que la introducción de medidas de riesgo en los estados financieros mejora la calidad de la información contable y reduce la incertidumbre de los inversores. A pesar de la mejora de la información contable con la introducción de medidas de riesgos, son numerosas las críticas, apuntándose hacia una reforma de la normativa existente que mejore la presentación de información sobre riesgos. Esta reforma debe permitir que la divulgación de este tipo de información cumpla con su objetivo de servir a los usuarios para tener un mejor conocimiento del perfil de riesgo de la empresa.

III.2.4 Otras líneas de investigación

Jorgensen y Kirschenheiter (2003) señalan que la regulación exige a las empresas divulgar la volatilidad de los flujos de caja futuros ante los riesgos de mercado a que se enfrenta la empresa, por lo que es necesario realizar un análisis teórico de las decisiones que toman los directivos sobre la divulgación de información sobre riesgos. Jorgensen y Kirschenheiter (2003) estudian teóricamente la relación entre la divulgación obligatoria y el riesgo de mercado, y señalan que las regulaciones más estrictas de divulgación exponen las empresas a un mayor riesgo de mercado. Por ello, en el estudio analizan cómo los gerentes manipulan la divulgación

⁵³ Por Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital hoy en vigor.

discrecional de los riesgos con el fin de mejorar la imagen dada a través de los estados financieros.

El objetivo de su trabajo es describir las estrategias de los directivos respecto a la divulgación de riesgos y valorar los posibles efectos que tendrían una publicación veraz de los riesgos específicos de las empresas y sus costes, o abstenerse de divulgar para maximizar el valor empresarial.

Desde una perspectiva *a posteriori*, los autores evidencian que en un régimen de divulgación voluntaria de los riesgos, las empresas tienen mayores precios de las acciones si los directivos divulgan información sobre los riesgos de las empresas que si no lo hacen. Y desde una perspectiva *a priori*, sin embargo, la imposición de una normativa de divulgación de riesgos produce menores precios de las acciones frente a los precios de las acciones en un régimen de divulgación voluntaria.

En este estudio, se demuestra que utilizando el modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)⁵⁴ como referencia de valoración, cuando los directivos utilizan una estrategia parcial de divulgación, la elección estratégica afecta a la beta de la empresa y a la prima de riesgo, evidenciando que la beta de una empresa, su prima de riesgo, y la prima de riesgo de mercado son todas mayores si una empresa no da a conocer la varianza de sus flujos de caja. También, la beta de una empresa será mayor si otras empresas divulgan la información que ellos no hacen. Además, la prima de riesgo de una empresa y la beta esperada son ambas mayores en un régimen de divulgación obligatoria que en un régimen de divulgación voluntaria.

Mediante un modelo multi-empresa, en el que la variación de los flujos de efectivo futuros de cada empresa es incierta, se fijan el objetivo de describir y evaluar los efectos que resultarían de divulgación obligatoria de riesgos específicos.

Cada gerente o directivo, conoce la estimación sobre la varianza de sus flujos de efectivo futuros y busca maximizar el valor de la empresa, escogiendo entre divulgar con un coste de divulgación o no divulgar. En consecuencia, los directivos de las empresas con pequeñas variaciones de los flujos de efectivo

⁵⁴ Desarrollado por Sharpe (1964), Lintner (1965) y Mossin (1966), cuyo principal supuesto es que el único riesgo al que debe enfrentarse un inversor es el de la incertidumbre sobre el precio futuro de un activo al que quiere invertir.

futuros, deciden divulgar voluntariamente su información sobre riesgo, mientras que las empresas con variaciones superiores deciden no revelar, evidenciándose que las empresas que publican tienen mayores cotizaciones, produciéndose estos hechos en mayor grado dentro del marco regulatorio de la discrecionalidad más que con regímenes que impera la obligatoriedad.

Cabedo y Tirado (2004), tomando nota de la necesidad de divulgar más información acerca de los riesgos de negocio, analizan si tal información debería facilitarse obligatoria o voluntariamente, dando respuesta no concluyente sobre las diversas propuestas a favor y en contra de la regulación.

También examinan qué tipos de riesgo deben las empresas revelar exponiendo una clasificación generalizada entre riesgos financieros y no financieros, con detalle de los principales que los componen.

Por último, analizan cómo se deben medir estos riesgos proponiendo el uso de Valor en Riesgo como una medida para determinados tipos de riesgo, incluyendo el riesgo de negocio, riesgos estratégicos y riesgos financieros desglosados en riesgo de mercado, riesgo de crédito, riesgo operacional y el riesgo de liquidez.

Botosan (2004), indica que cuestiones como la calidad de la divulgación y en especial de la divulgación de información sobre riesgos no se han desarrollado bien. Explica que medir la calidad de la divulgación de riesgos ofrece dificultades, es complejo; añade que “la calidad de la divulgación depende de la percepción del usuario”, como indica la *Accounting Standard Board*.

En este sentido, toma nota de que, aunque no hay consenso sobre el concepto de calidad de la divulgación, tanto el FASB y el IASB en sus marcos conceptuales explican las características de calidad para aumentar la utilidad de la información para los usuarios; por lo que en un marco conceptual, en donde el análisis de la divulgación de información sobre riesgos se soporte sobre características como comprensibilidad, relevancia, fiabilidad y comparabilidad, sería una alternativa aceptable para estimar el nivel de la calidad de la publicación cuestionada.

Afirma Botosan (2004) que, Beretta y Bozzolan (2004), hacen un excelente trabajo pero que no consiguen sus objetivos iniciales ya que ninguno de los sub-índices construidos por estos autores, se basa en mediciones de información asumiendo siempre una relación entre cantidad y calidad. Como se puede apreciar,

no son las características (cantidad y calidad de contenido) aprobadas por dichos organismos y no han sido objeto de una justificación adecuada las que concuerdan con las señaladas en el párrafo anterior.

Botosan (2004), trata así de encontrar respuesta a preguntas tales como qué tipo de información ayuda a los inversores a evaluar el riesgo, cómo los inversores utilizan esta información en su análisis a la hora de evaluar el riesgo diversificable y no diversificable, e incluso la volatilidad de los flujos de efectivo futuros o la formulación de las previsiones de flujos de caja futuros ajustados por nivel de riesgo, o cómo es la percepción de riesgo por parte de inversores que afecta a los precios de las acciones en el mercado.

Dobler (2008), partiendo de modelos analíticos de divulgación discrecional y la teoría de juegos, analiza la existencia de incentivos para la divulgación de los riesgos y su relación con el control de los mismos.

Los modelos analíticos de divulgación discrecional frente a los incentivos de los directivos de revelar o retener información, que la tienen, requieren de información verificada y creíble. Los modelos analíticos de la teoría de juegos, se enfocan para analizar en qué medida se puede liberar información fiable cuando la comunicación no es vinculante y no tiene costes asociados ni se asume ninguna información verificada, aunque sea verificable.

Tomando el riesgo en un ambiente de incertidumbre y con sentido prospectivo, tanto en relación con la distribución de los resultados futuros (o los parámetros de esta distribución expresada por los flujos de efectivo futuros), la información sobre los riesgos se relaciona con dicha distribución y debe ser capaz de reducir la asimetría de información entre gestores e inversores, proporcionando elementos para la evaluación de los resultados futuros.

Argumenta que la regulación podría mitigar la discrecionalidad de la divulgación de información sobre riesgos por parte de los administradores, que se benefician de las características de la información.

La regulación tiene tres mecanismos para asegurar la producción de información, eliminando incertidumbre; así, se pueden imponer mecanismos de credibilidad, que se aplican tanto la revelación voluntaria como regulada, y en última instancia, puede hacer que la divulgación sea obligatoria.

- 1) Primera opción: mediante el desarrollo de sistemas de control interno, en el marco de las características antes citadas como son comprensibilidad, relevancia, fiabilidad y comparabilidad, los directivos empresariales proporcionarán informes con mayor grado de credibilidad.
- 2) La segunda posibilidad: se puede hacer a través de la auditoría, con los respectivos costes y la responsabilidad asociada. Sin embargo, la auditoría sólo se aplica a la información verificable y no garantiza la verificación de toda la información, por lo que alguna información puede omitirse.
- 3) Teniendo en cuenta las características de la información sobre los riesgos, y que una divulgación con carácter voluntario no garantiza la calidad de la divulgación, una tercera posibilidad es el establecimiento de normativas obligatorias requiriendo información sobre riesgos, adecuada a los fines de utilidad por parte de los usuarios de la misma.

El análisis de la importancia de la divulgación obligatoria se plantea en términos de la evaluación de los beneficios para los usuarios y los costes que esto supone para las empresas. El principal argumento en contra de la divulgación obligatoria son los costes derivados para las compañías; los costes directamente relacionados con la producción y difusión de información, pueden proporcionar rendimientos más bajos, aunque el intento de divulgación obligatoria fuese eficaz.

Abraham y Shrives (2014), contribuyen a la literatura mediante la extensión de un trabajo previo sobre la calidad de la declaración de riesgos mediante un enfoque longitudinal para evaluar la calidad de los informes de riesgo. Aunque estudios previos han descrito las prácticas de divulgación, este trabajo adopta un enfoque normativo de la divulgación.

En este trabajo, desarrollan la aplicación de un modelo para evaluar la calidad de las divulgaciones de riesgo y aplican el modelo propuesto a cuatro empresas del sector de la producción y procesamiento de alimentos.

Al sugerir una forma de mejorar la divulgación de información de riesgos, el documento proporciona una guía para gerentes de empresas actuales y futuras. De

acuerdo con investigaciones anteriores, este documento identifica ciertos problemas con las informaciones de riesgos ya existentes.

Los resultados sugieren que los gerentes de empresas prefieren proporcionar información que es más simbólica que sustantiva. Se evidencia que los factores institucionales y los costes de propiedad contribuyen y pueden explicar este comportamiento. En lo que sugieren como “guía”, se destaca el papel que los interesados, incluidos los directivos, los usuarios, los reguladores y los auditores, pueden desempeñar en la mejora de la calidad de los informes de riesgo. La flexibilidad en la presentación de informes podría mantenerse mediante la adopción de un enfoque supervisado adecuadamente: “cumplir o explicar”.

Así pues, los resultados muestran que la información de riesgos proporcionada por las empresas es de carácter general, repetitivo, cambia poco y parece tener escasa relación con los riesgos reales a que se enfrentan las empresas.

CAPÍTULO IV

HIPÓTESIS, METODOLOGÍA Y DATOS

IV.1. HIPÓTESIS

Los estados financieros constituyen un importante medio de comunicación del rendimiento de las empresas a los inversores (Healy y Palepu, 2001). La finalidad de los estados financieros es proporcionar información útil para valorar los futuros flujos de caja. Sin embargo, la valoración de los futuros flujos de caja implica incertidumbre. De este modo, parece necesario que las empresas divulguen información que permita a los usuarios realizar estimaciones de los flujos de caja con un menor grado de incertidumbre. En este sentido, distintos organismos y autores han denunciado la necesidad de incorporar en los estados financieros información sobre los riesgos a que se enfrentan las empresas, que permita una mejor comprensión de sus negocios y riesgos. En esta línea, los reguladores contables han emitido una serie de normas que fomentan la divulgación de información sobre las incertidumbres y riesgos en los estados financieros o en estados complementarios (como es el caso del informe de gestión). Esta información debería ayudar a los usuarios a estimar los futuros flujos de caja y mejorar su percepción del riesgo.

La investigación teórica sobre divulgación señala que un aumento de información proporciona una serie de ventajas, como la reducción de asimetrías informativas entre inversores (Kim y Verrecchia, 1994; Easley y O'Hara, 2004; Amihud y Mendelson, 1986), el aumento de liquidez de las acciones (Diamond y Verrecchia, 1991) y una reducción de coste de capital (Easley y O'Hara, 2004). Esta influencia en el coste de capital viene determinada por una reducción de las asimetrías informativas entre los inversores y por una mayor precisión en las estimaciones (Lambert *et al.*, 2007). Por estas razones, se espera que los niveles de divulgación de información estén relacionados negativamente con el coste de capital. Sin embargo algunos trabajos han evidenciado una relación positiva, como es el caso

de los estudios de Botosan y Plumlee (2002), Richardson y Welker (2001), y Cabedo y Tirado (2014).

En el caso concreto de la información divulgada objeto de estudio en este trabajo (la información sobre riesgos), Jorgensen y Kirschenheiter (2003) proponen un modelo teórico sobre divulgación voluntaria de los riesgos, e indican que las empresas que divulgan información sobre riesgos tienen, después de la divulgación, una menor prima de riesgo y beta, en relación con aquellas empresas que no divulgan. No obstante también puede que, a pesar de la obligación de ofrecer información de riesgos establecida por la normativa, las empresas divulguen información de riesgos repetitiva y que no sea útil para valorar el riesgo de las empresas, aun cumpliendo con esta normativa (Kravet y Muslu, 2013). En este sentido, cabría esperar que dicha información no sea útil para los inversores a la hora de estimar el riesgo a que se enfrentan las empresas y, por lo tanto, que dicha información no sea valorada por el mercado.

Por otra parte, el trabajo de Li (2006) señala que la información sobre riesgos corporativa tiene un tono negativo, y que los directivos tienen tendencia a no divulgar para proteger sus intereses profesionales (Kothari *et al.*, 2009a), o para que no se vean mermadas sus ventajas competitivas (Linsley y Shrivess, 2005). De esta forma, si dicha información tiene un tono negativo parece que su relación debe tener una influencia negativa en cuanto a la percepción del riesgo, aumentando el grado de riesgo percibido por el mercado. En este sentido Ng *et al.*, (2009) desarrollan la relación entre el contenido de la divulgación, los cambios en el coste de capital y en la volatilidad de las rentabilidades. Estos autores señalan que el contenido de la información no tiene un efecto unidireccional, (relación negativa entre el riesgo y la información) sino direccional. Es decir, las buenas noticias afectarán reduciendo el coste de capital de las empresas, la volatilidad de la rentabilidad y la variabilidad de la previsión de los analistas. Mientras, que las malas noticias afectan de una manera negativa en dichas variables (incrementando el coste de capital, la volatilidad de la rentabilidad y la variabilidad de las previsiones de los analistas). En este sentido, Kothari *et al.*, (2009b) analizan cómo afecta, al riesgo de la empresa, la divulgación en más de 100.000 informes divulgados por la dirección, analistas y prensa de negocios. Los resultados evidencian que las divulgaciones favorables

(tono positivo) están relacionadas negativamente con el riesgo (utiliza como *proxy* del riesgo el coste de capital, la volatilidad de la rentabilidad y la dispersión de la previsión de los analistas). Para las divulgaciones desfavorables (tono negativo) dicha relación es positiva. Recientemente los trabajos de Campbell *et al.*, (2014) y Kravet y Muslu (2013) han evidenciado que la información de riesgos divulgada por las empresas que se refleja en la percepción de riesgo, está asociada positivamente con medidas del riesgo de mercado realizadas con posterioridad a la fecha de su divulgación.

Por último, debido a que la información de riesgos tiene un tono negativo, tal y como evidencian los trabajos de Li (2006) y Ng *et al.*, (2009), es de esperar que esta información, si es útil y no repetitiva, esté relacionada de manera positiva con la percepción de riesgo de los inversores, como muestran lo trabajos de Campbell *et al.*, (2014) y Kravet y Muslu (2013). En caso de ser repetitiva y genérica, esta información no aportará nada nuevo al perfil de riesgo de la empresa y el mercado no debería tener en cuenta dicha información. Es decir, no se vería reflejada en la percepción del riesgo del mercado. La hipótesis propuesta es la siguiente:

Hipótesis 1: *La información de riesgos divulgada por las empresas está relacionada positivamente con la percepción de riesgo que tenga el mercado (riesgo sistemático y riesgo idiosincrático).*

Sin embargo, con fines operativos y para poder proporcionar mayor claridad sobre los planteamientos formulados y el proceso de contrastación, esta hipótesis se divide en dos partes:

Hipótesis 1a: *La información de riesgos divulgada por las empresas está relacionada positivamente con la percepción de riesgo que tenga el mercado riesgo sistemático.*

Hipótesis 1b: *La información de riesgos divulgada por las empresas está relacionada positivamente con la percepción de riesgo que tenga el mercado riesgo idiosincrático.*

En otro orden de cosas, la investigación teórica señala que la divulgación voluntaria reduce las asimetrías informativas entre los inversores (Diamond y Verrecchia, 1991; Kim y Verrecchia, 1994). En este sentido, Diamond (1985) argumenta que la divulgación de información permite reducir costes de adquisición de información privada para los inversores, disminuyendo el grado de asimetría informativa entre estos. Hay un gran número de trabajos empíricos que analizan si la divulgación de información reduce la asimetría informativa entre los inversores (Leuz y Verrecchia, 2000; Armstrong *et al.*, 2010; Kim, 2011; Shroff *et al.*, 2013; Campbell *et al.*, 2014; Kravet y Muslu, 2013; Miihkinen, 2013). Estos estudios utilizan como *proxy* del grado de asimetría informativa tanto el *bid-ask spread* como el volumen de contratación. Houge *et al.*, (2001) y Handa *et al.*, (2003) indican que el *bid-ask spread* es una medida de divergencia de la opinión de los inversores. Por lo tanto, cuanto menor sea el *spread*, significa una menor asimetría informativa entre los inversores. La literatura financiera y contable ha tomado también como *proxy* de la asimetría informativa el volumen de contratación. En este sentido, Leuz y Verrecchia (2000) argumentan que el volumen de contratación refleja la voluntad de los inversores de la compra y venta de acciones. La disposición de los inversores a realizar transacciones firmes está inversamente relacionada con la existencia de asimetrías informativas. De este modo, mayores volúmenes de contratación significa menor grado de asimetría.

Campbell *et al.*, (2014), Kravet y Muslu (2013) y Miihkinen (2013), proporcionan evidencia sobre la consecuencia en el nivel de asimetría ante la divulgación de información de riesgos. Los dos primeros trabajos realizan el estudio para el mercado de capitales estadounidense, mientras que el último de los trabajos lo es para el mercado de capitales finlandés. Campbell *et al.*, (2014) analizan la influencia de los factores de riesgos que presentan las empresas cotizadas en sus estados financieros (*Form 10-K*), mientras que Kravet y Muslu (2013) realizan su

análisis sobre el total de información sobre riesgos incluida en los estados financieros (*Form 10-K*). Miihkinen (2013) estudia la influencia de la información de riesgos contenida en el informe anual. Los resultados para los tres estudios muestran que la divulgación de información reduce el *bid-ask spread* y genera un aumento de volumen de contratación con posterioridad al anuncio de la información. Estos resultados evidencian que la información de riesgos reduce la asimetría informativa entre inversores y, por lo tanto, dicha información tiene carácter informativo para los inversores.

Siguiendo la línea argumental, la divulgación de información de riesgos, en el contexto del mercado de capitales español, deberá proporcionar una reducción de las asimetrías informativas entre los inversores. Esta reducción de la asimetría informativa debe reflejarse en aumentos significativos en el volumen de contratación. Consecuentemente, la hipótesis a contrastar es la siguiente:

***Hipótesis 2:** Un mayor grado de divulgación de información sobre riesgos empresariales está relacionado negativamente con el nivel de asimetría informativa.*

IV.2. METODOLOGÍA Y DATOS

IV.2.1 Metodología

IV.2.1.1 La medición de la información de riesgos divulgada

Para determinar si la publicación de información sobre riesgos está relacionada con la percepción de riesgo que tenga el mercado de la empresa (tanto en ámbito del riesgo sistemático como en el del idiosincrático), así como con el nivel de asimetría en la información, la primera de las cuestiones que debe tenerse en cuenta es la de cómo cuantificar el volumen publicado de información sobre riesgo. En la presente tesis la información sobre riesgo divulgada por las empresas se mesura utilizando dos índices propuestos en la literatura:

- El índice propuesto por Cabedo y Tirado (2009)
- Y el índice de calidad propuesto por Beretta y Bozzolan (2004)

Cabedo y Tirado (2009), establecen que el índice de divulgación de riesgos de cada empresa se construye a partir del número de estadios en los que se sitúa para cada uno de los riesgos de los que la empresa proporciona información. Este índice refleja el grado de divulgación de riesgos de cada empresa:

$$IR_i = IRF_i + IRNF_i \quad (IV.1)$$

donde IR_i es el índice de divulgación de información de riesgos de la empresa i ; IRF_i es el índice de divulgación de información de riesgos financieros de la empresa i , e $IRNF_i$ es el índice de divulgación de información de riesgos no financieros⁵⁵ de la empresa i .

Para poder calcular el índice de divulgación de riesgos (IR) es, por tanto, necesario calcular dos subíndices: el de riesgos financieros (IRF) y el de riesgos no financieros ($IRNF$). A continuación se presenta su cálculo mediante la aplicación de las expresiones (IV.2) y (IV.3):

$$IRF_i = \sum_{j=1}^m \sum_{rf=1}^{k_{rf}} E_{i,j}^{rf} \quad (IV.2)$$

donde rf es el tipo de riesgos financiero; $E_{i,j}^{rf}$, es el valor del estadio j del riesgo financiero rf para la empresa i ; $E_{i,j}^{rf}$, tomará un valor de 1 si la empresa i se sitúa en ese estadio y de 0 si no lo hace; m es el número de estadios.

⁵⁵ En el apartado IV.2.2.3 se detallan los riesgos concretos contemplados en cada una de estas categorías.

$$IRNF_i = \sum_{j=1}^m \sum_{rNf=1}^{k_{rNf}} \sum_{h=1}^n f_{i,h} \cdot E_{i,j}^{rNf} \quad (IV.3)$$

donde rNf es el tipo de riesgo no financiero; $E_{i,j}^{rNf}$ es el valor del estadio j del riesgo no financiero rNf para la empresa i ; $E_{i,j}^{rNf}$, tomará un valor de 1 si la empresa i se sitúa en ese estadio y de 0 si no lo hace; $f_{i,h}$ representa los factores de riesgo, en el caso que una categoría de riesgo no financiero presente más información de un factor de riesgo; $f_{i,h}$ tomará valor 1 para cada uno de los n factores existentes de cada riesgo no financiero.

Para la construcción de los índices anteriormente mencionados se han utilizado los siguientes estadios (cinco en total):

- Estadio 1: La empresa menciona únicamente los riesgos a que está expuesta.
- Estadio 2: La empresa realiza una descripción del riesgo y de cómo le afecta.
- Estadio 3: La empresa informa sobre la medición cuantitativa del impacto del riesgo.
- Estadio 4: La empresa informa sobre la gestión del riesgo.
- Estadio 5: La empresa informa sobre los tipos de instrumentos utilizados para mitigar el riesgo.

Por su parte, el índice de calidad de Beretta y Bozzolan (2004) se obtiene a través de la expresión IV.4:

$$QUALITY_i = \frac{1}{4} (RQT_i + DEN_i + DPT_i + OPR_i) \quad (IV.4)$$

expresión ésta en la que puede apreciarse que el índice de calidad está compuesto por cuatro dimensiones:

- a) RQT_t o dimensión “cantidad relativa” que representa el nº absoluto de párrafos; a través de la estimación de los residuos de la regresión realizada sobre la expresión IV.5:

$$\hat{D}_i = \beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j \cdot Sector_j + \beta_{k+1} \cdot LN(tamaño_i) \quad (IV.5)$$

obteniéndose $RQT_t = D_i - \hat{D}_i$ como la diferencia entre la revelación observada y la estimación; el subíndice i hace referencia a la empresa i -ésima.

- b) Otra dimensión de la expresión (IV.4) es DEN . Esta es la relación entre el número de párrafos en los que se proporciona información sobre los riesgos de cada documento analizado, y el número total de párrafos incluidos bien en la memoria, bien en el informe de gestión (k). Toma valores comprendidos entre 0 y 1. La expresión IV.6 representa la fórmula con la cual se calcula:

$$DEN_i = \frac{1}{k_i} \cdot \sum_{j=1}^{k_i} RFL_{ij} \quad (IV.6)$$

RFL_j toma valor 1 si el párrafo j contiene información sobre riesgo y 0 en otro caso.

- c) La tercera dimensión de (IV.4) es la profundidad, DPT : se refiere al impacto económico en los rendimientos futuros de los riesgos identificados (IV.7).

$$DPT_i = \frac{1}{rfl_i} \cdot \sum_{j=1}^{k_i} ECS_{ij} + \frac{1}{rfl_i} \cdot \sum_{j=1}^{k_i} MSR_{ij} \quad (IV.7)$$

en donde rfl_i representa el número de *ítems* sobre riesgo revelados por la empresa i . ECS tomará valor 1 cuando el *ítem* de riesgo revelado (el párrafo, j) contenga información sobre el impacto en el rendimiento futuro y 0 en otro caso. Por su parte, MSR tomará un valor igual a 1 si el párrafo j contiene una medida cualitativa del riesgo; 2 si la medida del riesgo que contiene el párrafo es cuantitativa; y 0 en otro caso.

- d) La cuarta de las dimensiones hace referencia al perfil que adopta la dirección de las empresas para divulgar los riesgos (expresión IV.8):

$$OPR_i = \frac{1}{rfl_i} \cdot \sum_{j=1}^{k_i} ACP_{ij} \quad (IV.8)$$

donde ACP toma valor 1 cuando el párrafo j de la empresa i contiene información sobre acciones o planes previstos para afrontar los riesgos identificados; y 0 en otro caso (rfl ha sido ya definido en las expresiones anteriores).

Beretta y Bozzolan (2004) recomiendan estandarizar los anteriores índices (representativos de las cuatro dimensiones del índice de calidad) en los siguientes términos (IV.9).

$$IND_i^s = \frac{IND_i - \min_i(IND_i)}{\max_i(IND_i) - \min_i(IND_i)} \quad (IV.9)$$

donde IND_i^s representa, para la empresa i , el valor del índice (densidad, profundidad,) estandarizado. IND_i representa el valor calculado según las expresiones IV.5 a IV.8 vistas anteriormente; y max y min hacen referencia, respectivamente, a los valores máximo y mínimo de cada índice.

Con esta estandarización, la expresión para calcular el índice de calidad será la que se muestra a continuación (IV.10):

$$QUALITY_i = \frac{1}{4} \cdot (RQT_i^s + DEN_i^s + DPT_i^s + OPR_i^s) \quad (IV.10)$$

IV.2.1.2 Los riesgos idiosincrático y sistemático de la empresa

La segunda de las cuestiones que es necesario resolver para contrastar las hipótesis planteadas es la determinación de los volúmenes de riesgo sistemático y de riesgo idiosincrático de las distintas empresas, percibidos por el mercado. Al igual que hacen Campbell *et al.*, (2014) y Kothari *et al.* (2009b), el riesgo sistemático se ha medido a través de la beta mientras que el idiosincrático se ha medido a través de la desviación típica de los errores obtenidos en la regresión realizada para estimar la beta.

Concretamente la beta se ha estimado mediante un análisis de regresión que ha utilizado como base el modelo de mercado (IV.11):

$$R_i = \alpha_i + \beta_i \cdot R_M \quad (IV.11)$$

donde R representa la rentabilidad de la empresa i , R_M la rentabilidad de mercado y α_i y β_i los parámetros a estimar en el modelo regresión. Este último parámetro es la beta de dicha empresa, cuya estimación se utiliza como medida de su riesgo sistemático ($RiesgSi$) (IV.12):

$$RiesgSi_i = \hat{\beta}_i \quad (IV.12)$$

Por lo que se refiere al riesgo idiosincrático ($RiesgId$), tal y como se ha señalado, este se mide a través de la desviación típica de los errores de la regresión realizada para la estimación de la beta (IV.13):

$$RiesgoId_i = \sigma_i \quad (IV.13)$$

donde σ_i representa la desviación típica de los errores (ε_i) de la regresión realizada para la determinación de la beta de la empresa i (IV.14).

$$\varepsilon_i = R_i - \hat{R}_i \quad (IV.14)$$

donde $\hat{R}_i = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \cdot R_M$

IV.2.1.3 Modelos de regresión

Para contrastar si la publicación de información sobre riesgo está o no relacionada con el nivel de riesgo (sistemático e idiosincrático) de la empresa se estiman modelos de regresión en los que la variable dependiente representa el nivel de riesgo de la empresa y en los que el conjunto de variables explicativas está conformado, además de por el índice de divulgación de riesgos, por toda una serie de variables de control que, en la literatura (véanse, por ejemplo los trabajos de Campbell *et al.*, 2014 y Kravet y Muslu, 2013), han sido identificadas como relevantes a la hora de explicar el riesgo de la empresa (IV.15):

$$Riesg = \beta_0 + \sum_{j=1}^n \beta_j \cdot VarInd_j + \beta_{n+1} \cdot INF \quad (IV.15)$$

donde

- *Riesg* representa el nivel de riesgo de mercado de la empresa. Como se realiza un análisis separado para el riesgo sistemático (*RiesgSi*) y para el idiosincrático (*RiesgId*), se llevarán a cabo análisis de regresión por separado para cada una de estas dos variables (IV.16 y IV.17):

$$RiesgSi = \beta_0 + \sum_{j=1}^n \beta_j \cdot VarInd_j + \beta_{n+1} \cdot INF \quad (IV.16)$$

$$RiesgId = \beta_0 + \sum_{j=1}^n \beta_j \cdot VarInd_j + \beta_{n+1} \cdot INF \quad (IV.17)$$

Recuérdese que el riesgo sistemático (*RiesgSi*) se ha medido a través de la beta de la empresa, estimada realizando un análisis de regresión con las variables del modelo de mercado; mientras que el idiosincrático (*RiesgId*) se ha medido a través de la desviación típica de los residuos resultantes de la estimación del modelo de regresión mencionado.

- *VarInd_j* representa la variable de control *j*-ésima incluida en el modelo. Las variables de control con las que se ha trabajado informan sobre los siguientes aspectos de la empresa: tamaño, riesgo de insolvencia, potencial de crecimiento y rentabilidad.

La inclusión o no en el modelo de cada una de las variables independientes se ha decidido en base al procedimiento de regresión paso a paso (*stepwise regression*), método de selección de modelos basado en el criterio de información de Akaike.

- *INF* representa la información sobre riesgo divulgada por la empresa que, como se ha visto, se mide a través del índice *IR*, propuesto por Cabedo y Tirado (2009) y el índice *QUALITY* propuesto por Beretta y Bozzolan (2004). En el primer caso, en el índice *IR*, se realiza un análisis conjunto para la totalidad de información sobre riesgos divulgada y un análisis para la información de riesgos financieros y no financieros. En el caso del índice *QUALITY*, además de considerarlo en su conjunto, también se realiza un análisis de regresión con sus componentes.

Por su parte, para contrastar si la publicación de información sobre riesgo tiene impacto en la asimetría informativa, se ha estimado el siguiente modelo de regresión (IV.18).

$$Asim = \beta_0 + \sum_{j=1}^n \beta_j \cdot VarInd_j + \beta_{n+1} \cdot INF \quad (IV.18)$$

donde *Asim* hace referencia a la asimetría informativa, medida a través del volumen de contratación, y el resto de variables tienen un significado similar al

descrito anteriormente cuando se han comentado las regresiones en las que la variable dependiente es el riesgo.

Debe subrayarse que los modelos de regresión estimados no son solo los reflejados por las expresiones IV.16 a IV.18. Como se ha señalado anteriormente, además del análisis global realizado con los dos índices de divulgación estudiados (*IR* y *QUALITY*), se ha llevado a cabo un análisis de cada uno de sus componentes: en el caso del índice *IR* se ha distinguido entre riesgos financieros y no financieros, y en el caso del índice propuesto por Beretta y Bozzolan (2004) se han analizado los cuatro componentes recogidos en la expresión IV.10. De este modo, para el riesgo sistemático, se ha estimado la siguiente batería de modelos de regresión (IV.19 a IV.22).

$$RiesgSi = \beta_0 + \sum_{j=1}^n \beta_j \cdot VarInd_j + \beta_{n+1} \cdot IR + \varepsilon_i \quad (IV.19)$$

$$RiesgSi = \beta_0 + \sum_{j=1}^n \beta_j \cdot VarInd_j + \beta_{n+1} \cdot IRF + \beta_{n+2} \cdot IRNF + \varepsilon_i \quad (IV.20)$$

$$RiesgSi = \beta_0 + \sum_{j=1}^n \beta_j \cdot VarInd_j + \beta_{n+1} \cdot QUALITY + \varepsilon_i \quad (IV.21)$$

$$RiesgSi = \beta_0 + \sum_{j=1}^n \beta_j \cdot VarInd_j + \beta_{n+1} \cdot RQT + \beta_{n+2} \cdot DEN + \beta_{n+3} \cdot DPT + \beta_{n+4} \cdot OPR + \varepsilon_i \quad (IV.22)$$

Para el caso del riesgo idiosincrático y de la asimetría informativa, se han estimado sendas baterías de modelos, similares a la anteriormente planteada para el riesgo sistemático.

IV.2.2 Datos

Para contrastar las hipótesis planteadas en el primer apartado del presente capítulo, se han utilizado los datos correspondientes a las empresas no financieras que formaban parte del índice IBEX 35 en los años 2006, 2007 y 2010, 2011. Al igual que han hecho otros trabajos sobre divulgación de riesgos (Beretta y Bozzolan 2004; Mohobbot 2005; Linsley y Shrivés 2005a; Linsley y Shrivés

2006; Abraham y Cox 2007; Dobler *et al.* 2011), en el presente estudio se excluyen las corporaciones del sector financiero por sus peculiaridades en torno al riesgo como columna vertebral de su actividad y, por ende, por la especial regulación que las gobierna. Tampoco se han considerado aquellas empresas que no ofrecían información homogénea. En definitiva, para la Tesis se utilizan 108 observaciones de 27 empresas (tabla IV.1).

Tabla IV.1: Empresas que forman la muestra de la investigación

	Código	Nombre empresa
1	ABE	ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, SA
2	ABG	ABENGOA SA
3	ACS	ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS, SA
4	ACX	ACERINOX, SA
5	AMS	AMADEUS IT HOLDING SA
6	ANA	ACCIONA, SA
7	DIA	DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACION SA
8	EBRO	EBRO FOODS, SA
9	ELE	ENDESA SA
10	ENG	ENAGAS SA
11	FCC	FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS SA
12	GAM	GAMESA CORPORACION TECNOLOGICA SOCIEDAD ANONIMA
13	GAS	GAS NATURAL SDG SA
14	GRI	GRIFOLS SA
15	IAG	INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP SA
16	IBE	IBERDROLA, SOCIEDAD ANONIMA
17	IDR	INDRA SISTEMAS, SOCIEDAD ANONIMA
18	ITX	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL SA
19	JAZ	JAZZ TELECOM SA
20	OHL	OBRASCON HUARTE LAIN SA
21	REE	RED ELECTRICA CORPORACION SA
22	REP	REPSOL SA.
23	SCY	SACYR SA.
24	TEF	TELEFONICA, SA
25	TL5	MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION SA
26	TER	TECNICAS REUNIDAS, SOCIEDAD ANONIMA
27	VIS	VISCOFAN SA

Fuente: Elaboración propia

La elección del período temporal mencionado ha obedecido a los siguientes motivos:

1. porque abarca un período (los dos primeros años) en el que la normativa sobre la divulgación de información sobre riesgos era preponderantemente voluntaria y, otro (los dos últimos años) en el que, en gran medida, la regulación sobre este tema adquiere mayor fuerza en términos requisitorios.
2. Porque abarca un período (años 2006 y 2007) anterior a la actual crisis financiera y económica y otro período (los años 2010 y 2011) caracterizado por la crisis.

De las empresas con las que se ha trabajado, se han recopilado datos de determinadas variables que se han incorporado directamente en el modelo, como es el caso de las variables de control. También se han recopilado datos de mercado que han permitido realizar las estimaciones oportunas de los niveles de riesgo y asimetría informativa, a través de los modelos expuestos en el apartado anterior de metodología. Y finalmente se ha realizado una labor de análisis de las memorias e informes de gestión publicados por las empresas de los que se ha obtenido la información necesaria para calcular los índices de divulgación de información incluidos en los modelos. A continuación se realiza una descripción del procedimiento de obtención/elaboración de información llevado a cabo.

IV.2.2.1 Variables de control

La presente Tesis estudia la relación del grado de la información sobre riesgos divulgada por las empresas con los riesgos sistemáticos o no diversificables, con los riesgos idiosincráticos o diversificables y con el impacto sobre las asimetrías informativas. En este sentido, se ha introducido como variables de control diferentes factores de riesgo que influyen en los niveles de ambos tipos de riesgos y la asimetría de la información. Estos factores han sido utilizados en estudios previos como el de Botosan (1997), Hail (2002), Beretta y Bozzolan (2004), Espinosa y Trombeta (2007), Francis *et al.* (2008), y Cabedo y Tirado (2009 y 2014), entre otros. En esta Tesis, las variables tenidas en cuenta para la medición del nivel de presentación de información de riesgos son: el tamaño, la rentabilidad (*ROE*), el endeudamiento y la ratio *book to market* (*BTM*).

Las variables analizadas se recopilaron de la base de datos que proporciona el Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI) de Informa S.A. Para recopilar la información, divulgada por las empresas de la muestra en los estados financieros consolidados de cada corporación, se han obtenido datos que conforman las variables de control que se utilizan y que más adelante se definen. Los datos necesarios por cada empresa de la muestra son: el activo bruto total para determinar el tamaño de las empresas; los resultados y los recursos propios para calcular las rentabilidades de los recursos propios –*ROE* (*return on equity*, rentabilidad financiera)-; los recursos ajenos y los recursos totales empleados (o activos totales brutos), para establecer el endeudamiento corporativo; y, por último, la relación entre el valor en libros y el valor de mercado que proporciona la ratio *book to market*.

A continuación se comentan estas variables de control utilizadas.

Tamaño

El trabajo de Cerf (1961) fue pionero en encontrar una relación positiva entre el tamaño y la revelación de información voluntaria. Por su parte, Watts y Zimmerman (1978), señalan que las empresas de mayor tamaño son más sensibles a los costes políticos por lo que, a fin de reducir intervenciones del gobierno y evitar las críticas sociales, realizan mayor divulgación en la información sobre riesgos.⁵⁶

Por su parte, la Teoría de la agencia predice que las grandes empresas divulgarán más información para mitigar el potencial de transferencias de riqueza de los inversores externos a los directivos (Jensen y Meckling, 1976; Leftwich *et. al.*, 1981).

En este sentido, la literatura muestra diversos trabajos que evidencian una relación positiva entre el grado de divulgación de información voluntaria y el tamaño (Meek *et al.*, 1995; Lang y Lundholm, 1993). Más específicamente, Linsley y

⁵⁶ Entre otros, se cita a Raffournier (1995), que realiza un estudio de 161 empresas suizas y encuentra asociación positiva del nivel de divulgación y el tamaño empresarial, principalmente en las empresas internacionalizadas.

Shrives (2006), Abraham y Cox (2007), Mohobbot (2005) y Beretta y Bozzolan (2004), que estudian, respectivamente, empresas no financieras de Reino Unido, Japón e Italia, evidencian que el tamaño está relacionado positivamente con el nivel de presentación de información de riesgos financieros y no financieros.

Las mayores necesidades de financiación por parte de las empresas de mayor tamaño, genera que éstas faciliten mayor información, reduciendo la asimetría informativa sobre la percepción del riesgo de las empresas. De este modo, se espera una relación negativa entre el tamaño de la empresa y el coste de capital. Botosan (1997), Hail (2002), Botosan y Plumlee (2005), Hail y Leuz (2006) y Rakow (2010), constatan esta relación negativa. Sin embargo, otros estudios, como el de Cheng *et al.* (2004) no encuentran relación alguna entre el coste de capital y el tamaño. La variable empleada para definir el tamaño ha sido el logaritmo del valor de capitalización bursátil.

En consecuencia, dado que el tamaño es un atributo considerado relevante por varias teorías y su influencia se ha contrastado empíricamente, se incluye en el análisis, aunque no lo consideraremos indicador de ninguna hipótesis determinada (como hace, por ejemplo, Scott, 1994).

Generalmente, en los estudios empíricos el tamaño se mide a través de muchos indicadores que reflejan la dimensión como el total de activos, el número de accionistas, el número de empleados entre otros. En esta Tesis, el tamaño se ha medido por medio de la transformación logarítmica⁵⁷ de la variable “activo fijo bruto”. Esta última variable se obtiene de las cuentas anuales publicadas por las empresas al cierre de ejercicio.

Rentabilidad

La teoría de señales indica que en las empresas con mayores rentabilidades, los directivos tienen incentivos para mostrar a los accionistas e inversores un mayor detalle de cómo han alcanzado esas altas rentabilidades, con la finalidad de dar una buena imagen de la empresa. Por ello, estas empresas divulgan más información que aquellas con rentabilidades pequeñas o negativas, que intentan

⁵⁷ Tomar logaritmos puede ser conveniente debido a que reduce el rango de las variables, lo que hace que las estimaciones sean menos sensibles a los valores extremos de las variables.

encubrir sus deficiencias, y para ello prefieren ocultar información. En este sentido, cabe esperar que las empresas con mayores rentabilidades proporcionen un mayor nivel de información sobre riesgos.

Otro argumento desde la perspectiva de la teoría de la señal consiste en que las empresas que tienen mejores niveles de rentabilidad proporcionan mayor información al mercado como señal de “buenas noticias”. Sin embargo, en la opinión de Wagenhofer (1990) las empresas con baja rentabilidad serán más propensas a dar más información. Según el mismo autor, la razón de este comportamiento está en la explicación o la justificación de las “malas noticias”.

Desde la óptica de la teoría del proceso político, la empresa facilitará más información para justificar sus elevados beneficios y así reducir sus costes políticos. Así, las empresas con alta rentabilidad comunican al mercado su superioridad en resultados revelando mayor información en sus informes anuales (Cooke, 1989; Wallace *et al.* 1994).

Una relación positiva entre el nivel de información y la rentabilidad se encuentra en algunos estudios (Cerf, 1961; Singhvi y Desai, 1971; Wallace *et al.*, 1994; Gray y Roberts, 1989). Mientras que en otros trabajos, la rentabilidad no resulta ser una explicación significativa (McNally *et al.* 1982; Lau, 1992). Al contrario, en los trabajos de Belkaoui y Kahl (1978) y Wallace y Naser (1995) se confirma una relación negativa entre el nivel de información y la rentabilidad.

Igualmente, desde la perspectiva de la teoría de la Agencia, si la rentabilidad de la empresa es buena, los directivos tratarán de mostrar esta calidad a los inversores para mejorar la imagen de la empresa y el nivel de remuneración. Sin embargo, si la rentabilidad es baja, preferirán ocultar la información y darán menos, a fin de encubrir pérdidas o disminuciones en el beneficio (Giner *et al.* 2003). Singhvi y Desai (1971) indican que cuando el margen de beneficio es alto, los directivos revelan mayor información a fin de asegurar a los accionistas sobre la posición financiera.

Generalmente, la elección del empleo de las rentabilidades financiera o económica no obedece más que a casos específicos que las relacionan mayormente con la temática de la investigación. En esta Tesis se han utilizado ambas y se ha evidenciado que cualquiera de ellas no altera los resultados y, por lo tanto, las

conclusiones. En consecuencia, se opta por la elección del *ROE* que, además, proporciona mayor significación en las diversas regresiones por mínimos cuadrados realizadas.

Endeudamiento

La teoría de la Agencia afirma que se espera una mayor transferencia de la riqueza de los acreedores a los accionistas según se incremente el nivel de endeudamiento, ya que los costes de agencia son mayores para las empresas que utilizan más financiación ajena. En este sentido cabe esperar que exista una relación positiva entre la divulgación de información voluntaria y el nivel de endeudamiento (García-Meca y Sánchez, 2006).

Algunos autores como Myers (1977) y Wallace *et al.* (1994), entre otros, encuentran relación positiva entre el nivel de endeudamiento y el nivel de divulgación. Niveles elevados de endeudamiento incrementan el riesgo de la empresa y, por lo tanto, su coste de capital. De este modo, cabe esperar una relación positiva entre el grado de endeudamiento y el coste de capital. Gebhardt *et al.* (2001), Gietzmann e Ireland (2005), Botosan y Plumlee (2005), Hail (2002), entre otros, evidencian dicha relación.

Los estudios empíricos no muestran resultados unánimes; así, mientras que Linsley y Shrivess (2006) y Mohobbot (2005) no encuentran una relación significativa entre nivel de divulgación de riesgos y el nivel de riesgo, medido mediante el ratio de endeudamiento, Abraham y Cox (2007) evidencian una relación positiva. Es decir, no existe una relación clara entre el volumen de divulgación de riesgos y el nivel de riesgo a que está expuesta la empresa.

Otros autores, al contrario, encuentran que el nivel de endeudamiento es un factor que está negativamente correlacionado con el nivel de divulgación (Gray 1988; Ahmed y Nicholls 1994; Wallace y Naser 1995; Hossain y Adams, 1995; Raffournier 1995; Giner, 1995; Chow y Wong-Boren, 1987; Meek *et al.*, 1995; Depoers 2000; Ho y Wong, 2001; Ferguson *et al.* 2002; entre otros).

En esta Tesis se ha utilizado como una *proxy* del endeudamiento a la ratio “deuda total (recursos ajenos) sobre el total de los activos brutos (igual que tomar el total de recursos financieros empleados)”.

Ratio Book to market (BTM)

La *ratio book to market* representa una medida de las oportunidades de crecimiento de las empresas (Gebhardt *et al.*, 2001); valores de la *ratio* elevados, indican menores oportunidades de crecimiento, y por lo tanto, mayor coste de capital. Los trabajos de Botosan y Plumlee (2005), Cheng *et al.* (2004) y Hail y Leuz (2006), evidencian esta relación positiva.

Diversos autores, entre los que se encuentran Fama y French (2002), argumentan que las empresas con mayores oportunidades de crecimiento pueden plantearse niveles de endeudamiento inferiores. De esta forma, y en presencia de información asimétrica, evitarían problemas como la infrainversión y la sustitución de activos. En los estudios de corte transversal, como el que nos ocupa, con empresas cotizadas se suelen medir las oportunidades de crecimiento con el valor de la *ratio book to market* (valor en libros/valor de mercado). Con anterioridad, en Fama y French (1992) se señala que es una buena variable *proxy* del riesgo.

Por consiguiente, resulta evidente que el impacto de esta medida de crecimiento sobre las decisiones de inversión, tiene que ser relevante en función de las asimetrías informativas.

En la tabla IV.2, se muestran los estadísticos descriptivos de estas variables de control diferenciando los períodos analizados.

Tabla IV.2: Estadísticos descriptivos de las variables de control

	2006-2007				2010-2011			
	Tamaño	ROE	Endeu	BTM	Tamaño	ROE	Endeu	BTM
Media	11,31647	0,24174	0,72822	0,35335	7,01153	0,15524	0,69085	0,85173
Máximo	18,50669	0,76839	1,69545	0,72780	8,11319	0,90210	0,96839	2,72480
Mínimo	5,72607	0,07566	0,35701	0,09475	5,78897	-0,61302	0,27232	0,04400
Desviación Típica	4,60418	0,13092	0,22814	0,16423	0,61797	0,19257	0,17693	0,56481

Tamaño: Logaritmo neperiano de los activos totales; ROE: rentabilidad financiera; Endeu: relación entre los fondos ajenos y los fondos totales; y, BTM (*ratio book to market*): relación entre el valor en libros y el valor de mercado.

IV.2.2.2 Variables dependientes

Las variables dependientes o variables explicadas, son el riesgo sistémico, el riesgo idiosincrático y las asimetrías informativas que se derivan de la divulgación de información sobre riesgos, en empresas que cotizan en el IBEX 35 español en los años 2006, 2007, 2010 y 2011.

Para proceder a determinar los valores de las tres variables dependientes, para cada modelo aplicado a cada una de las hipótesis de trabajo, se utilizan los siguientes recursos:

- Para el cálculo de las rentabilidades diarias se ha utilizado la base de datos InfoBolsa (con la aplicación NetStation 5.00). En ella se hace la búsqueda de todos los rendimientos diarios de la Bolsa de Madrid para los años relevantes. También se obtienen los rendimientos diarios del Ibex 35 como *proxy* de la cartera de mercado. Asimismo se sacan los volúmenes diarios de contratación que se utilizarán para medir la asimetría informativa.
- El riesgo sistemático se estima regresando el modelo IV.11 y el idiosincrático se estima a través del modelo IV.13. El volumen de contratación se utiliza directamente (concretamente se calcula su logaritmo neperiano). En este punto se ha tomado como fecha de referencia de publicación de la información la del informe de auditoría. Se entiende que una vez emitido dicho informe, la información de las cuentas anuales pasa a ser pública. En efecto, es a partir de este momento cuando, por ejemplo, las empresas que se financian en mercados internacionales anticipan a dichos mercados sus cuentas, ya formuladas por el Consejo de Administración, pero pendientes de aprobar por la Junta de Accionistas. Tomando como referencia esa fecha del informe de auditoría, los datos sobre rentabilidades y volumen de contratación que se han utilizado en los cálculos llevados a cabo son los correspondientes a los tres meses posteriores a la mencionada fecha.

Para la realización de los cálculos estadísticos (descritos en este apartado y en el siguiente) se ha utilizado el paquete estadístico *R* (versión 3.2.1).

IV.2.2.3 Volumen divulgado de información sobre riesgo. El índice de Cabedo y Tirado (2009)

La Memoria y el Informe de Gestión anuales, son los documentos a partir de los cuales se han construido los índices de divulgación. En estos documentos, se observa información cualitativa y cuantitativa sobre riesgos empresariales, tanto los divulgados con carácter retrospectivo como los de carácter prospectivo.

Al tratar de medir la cantidad, calidad o cualquier otra característica de la información financiera suministrada por las empresas, debemos tratar con conceptos abstractos que no pueden ser medidos fácilmente de forma directa, por lo que se procede a desarrollar, en primer lugar, la metodología del “análisis de contenido”,⁵⁸ como conjunto de técnicas de investigación dirigidas al tratamiento de datos de tipo cualitativo generados en un proceso de comunicación, lo que nos parece idóneo para abordar el problema. Sin embargo, también se utilizan otros métodos con el fin de cuantificar las características de la información en su impacto con el mercado.

Para llevar a cabo un correcto análisis de contenido se tienen que cubrir forzosamente diferentes fases. En la primera de ellas se define la información buscada. Teniendo en cuenta el objeto de estudio, consiste en determinar qué se entiende por información divulgada por las empresas en los informes anuales referida a los riesgos empresariales, tanto financieros como los no financieros. Se toma como unidad básica de medida el párrafo. Otros estudios han tomado las palabras clave o las frases como unidades básicas de medida. Se optó por los párrafos y no por otras alternativas al considerarse que las distintas frases o palabras sobre riesgo que conforman un párrafo hacen referencia a un mismo aspecto, y como tal deben ser consideradas. Teniendo en cuenta el número de párrafos de cada documento y aquellos en los que se anuncia un riesgo empresarial, se procede al conteo, con las siguientes restricciones:

- 1) no contar como párrafos los encabezados;

⁵⁸ La técnica del análisis de contenido se empezó a desarrollar a primeros de la década de los sesenta pasados en los EE. UU., y tras su ampliación en las áreas de aplicación, queda definida, entre otros, por Krippendorff (1997) quien señala que se trata de una “*técnica de investigación*”

- 2) no contar como párrafos los títulos, los epígrafes y subepígrafes;
- 3) una tabla se considera un párrafo, incluida su leyenda
- 4) una figura se considera un párrafo, incluida su leyenda;
- 5) una expresión matemática se considera un párrafo; y,
- 6) una nota al pie de página se considera un solo párrafo aunque tenga más de un párrafo.

La regla de enumeración es la siguiente: las características informativas o requisitos antes señalados, se evalúan como 1 si aparecen y como 0 si no lo hacen.

Por otra parte, se establecen seis categorías de riesgos y sus distintas clases dentro de cada categoría; las categorías de riesgos son las siguientes: riesgo financiero, riesgo de negocio, riesgo de fortaleza, riesgo de procesamiento de información y tecnológico, riesgo de integridad y riesgo estratégico.

1. Riesgo financiero: es el derivado de variaciones de los flujos de efectivo de la empresa por no hacer frente a las obligaciones financieras contratadas o variaciones en el tipo de interés, precio de mercaderías o precio de moneda.
 - Riesgo de tipo de interés (RFTI): es el generado por cambios en los tipos de interés contratados en las operaciones financieras en la empresa.
 - Riesgo de tipo de cambio (RFTC): derivado de cambios en la cotización de los tipos de cambio de las monedas.
 - Riesgo de *commodity* (RFCO): es el derivado por variaciones en el precio de las mercancías.
 - Riesgo de liquidez (RFLI): es la pérdida potencial como consecuencia de la falta de liquidez para atender las obligaciones a corto plazo.

destinada a formular, a partir de ciertos datos, inferencias reproducibles y válidas que puedan aplicarse a su contexto”.

- Riesgo de crédito (RFCR): es el derivado por impagos no esperados en la cartera de clientes de la empresa ocasionados por una reducción de su liquidez o solvencia.
 - Otros riesgos financieros (RFOT).
2. Riesgo de negocio: es el que afecta a la competitividad de la empresa (reducción de ventajas competitivas) y creación de valor para los accionistas. Está relacionado con el mercado de productos en que las empresas opera e incluye innovaciones tecnológicas, diseño de productos, marketing.
- Riesgo de satisfacción de los clientes (RNSC): el derivado de la insatisfacción por parte de los clientes de los bienes adquiridos o servicios prestados reduciendo las potenciales ventas.
 - Riesgo de desarrollo de productos (RNDP): el derivado de potenciales pérdidas por el fracaso de nuevos productos desarrollados.
 - Riesgo de eficiencia y rendimiento (RNER): es el ocasionado por una reducción de la eficiencia de la empresa.
 - Riesgo de *sourcing*⁵⁹ (RNSO)
 - Riesgo pérdidas de valor del stock (RNPS): el ocasionado por pérdidas de valor del stock como consecuencia de la obsolescencia de los productos.
 - Riesgo de fracaso de producto o servicio (RNFP): el generado por el fracaso de productos o servicios de su cartera.
 - Riesgo medioambiental (RNME): el ocasionado por las emisiones tóxicas, vertido de residuos, agotamiento de recursos derivados de las actividades productivas de la empresa.

⁵⁹ *Sourcing* se define como el proceso estratégico de selección de proveedores y la definición de un contrato de compras de bienes o servicios con un precio y un tiempo previamente establecidos y negociados.

- Riesgo de marca (RNMA): el derivado de la pérdida de prestigio de la marca y por tanto de competitividad.
 - Otros riesgos de negocio (RNOT).
3. Riesgo de *empowerment* (fortaleza): son todos aquellos factores de riesgos que influyen en la fortaleza interna de las empresas, en cuanto a su dirección, comunicación hacia el exterior y capacidad de adaptación a nuevos entornos.
- Riesgo de liderazgo y gestión (RELG): es el derivado de la pérdida de liderazgo (por ejemplo el abandono de la empresa del líder) y del miembros del equipo directivo en su totalidad o parcialidad.
 - Riesgo *outsourcing* (REOS): es el derivado por problemas ocasionados de actividades externalizadas a otras empresas (solventía, plazos, calidad, etc.).
 - Riesgo de incentivos (REIR): es el derivado de poseer un esquema de incentivos a los directivos que no esté alineado con los objetivos generales de la empresa.
 - Riesgo de estancamiento (REES): es el derivado de no estar preparada para adaptarse a entornos cambiantes.
 - Riesgo de comunicación (RECO): el derivado de no tener canales de comunicación adecuados hacia el exterior.
 - Otros riesgos de *empowerment*⁶⁰ (REOT).
4. Riesgo de procesamiento de información y tecnológico (RPIT). Es el riesgo ocasionado del procesamiento de información con sistemas tecnológicos inadecuados.

⁶⁰ Significa que los empleados, administradores y equipo de todos los niveles de la organización tienen el poder para tomar decisiones sin tener que requerir la autorización de sus superiores.

5. Riesgo de integridad. Es el derivado de acciones no éticas de los empleados y del equipo de gestión que influyen la reputación de la empresa y en la reducción de fondos.
 - Riesgo de fraude (RIFR). Es el derivado de fraude de los empleados y la dirección.
 - Riesgo de actos ilegales (RIAI). El derivado de acciones ilegales que pueden comprometer la reputación de la empresa e incluso su supervivencia.
 - Otros riesgos de integridad (RIOT).
6. Riesgo estratégico el riesgo asociado con los planes y estrategias de negocio futuros, incluyendo planes para entrar en nuevas líneas de negocio, ampliar los servicios existentes a través de fusiones y adquisiciones, la mejora de la infraestructura, cambios relacionados en el sector donde desarrolla su actividad y su entorno político.
 - Riesgo de la cartera de negocios (RSCN): es el que afecta a los negocios que conforman la actividad de la empresa como consecuencia de cambios económicos o políticos.
 - Riesgo de la competencia (RSCO): es el derivado por un aumento de más competidores que reduzcan la cuota de mercado de la empresa.
 - Riesgo de planificación (RSPL):
 - Riesgo del ciclo de vida (RSCV): es el derivado por la situación en que se encuentra la empresa dentro del ciclo de vida de la industria (Ej. maduro, declive, crecimiento).
 - Riesgo regulatorio (RSRE). es el derivado de cambio en la regulación del sector o país que pueda afectar al desarrollo de la actividad empresarial.
 - Riesgo país (RSPA): es el asociado con factores específicos de un país que afectan a las inversiones que la empresa tiene en el país

(e.g. cambio de régimen político, entra de conflictos bélicos en el país, nacionalización de empresas o sector, etc.).

- Otros riesgos estratégicos (RSOT).

El resumen de la relación anterior de las clases de riesgos codificados, se muestra en la tabla IV.3.

Tabla IV.3: Riesgos empresariales divulgados en la Memoria e Informe de Gestión

Tipología	Códigos riesgos			Concepto de riesgo de:
Riesgos Financieros	RF	TI	RFTI	Tipo de interés
	RF	TC	RFTC	Tipo de cambio
	RF	CO	RFCO	Commodity
	RF	LI	RFLI	De Liquidez
	RF	CR	RFCR	De Crédito
	RF	OT	RFOT	Otros riesgos financieros
Riesgos de Negocio	RN	SC	RNSC	Insatisfacción de los clientes
	RN	DP	RNDP	Desarrollo de los productos
	RN	ER	RNER	De eficiencia y rendimiento (reducción de la eficiencia de la empresa)
	RN	SO	RNSO	Sourcing (proceso estratégico de selección de proveed., definición de comprato de compras de bienes/servicios)
	RN	PS	RNPS	Pérdidas del valor de Stock
	RN	FP	RNFP	Fracaso de producto o servicio
	RN	ME	RNME	Medioambiental
	RN	MA	RNMA	De Marca
	RN	OT	RNOT	Otros riesgos de Negocio
	RE	LG	RELG	Liderazgo y Gestión
Riesgos de Fortaleza	RE	OS	REOS	Outsourcing (problemas por activ. externalizadas a otras empresas -solvencia, plazos, calidad, etc.-)
	RE	IR	REIR	Incentivos (por poseer un esquema de incentivos a directivos no alineado con objetivos generales)
	RE	ES	REES	Estancamiento (derivado de no estar preparada para adaptarse a entornos cambiantes)
	RE	CO	RECO	Comunicación (derivado de no tener canales de comunicación adecuados hacia el exterior)
	RE	OT	REOT	Empowerment (que los empleados, administradores y equipo de todos los niveles de la organización, tienen el poder de tomar decisiones sin tener que requerir la autorización de sus superiores)
RP	IT	RPIT	Procesamiento de información y tecnológico con sistemas inadecuados	
Riesgos de Integridad	RI	FR	RIFR	Fraude
	RI	AI	RIAI	Actos ilegales
	RI	OT	RIOT	Otros riesgos de integridad
Riesgos Estratégicos	RS	CN	RSCN	De cartera de negocios
	RS	CO	RSCO	De la competencia
	RS	PA	RSPA	De planificación
	RS	CV	RSCV	Del ciclo de vida
	RS	RE	RSRE	Regulatorio
	RS	PA	RSPA	País
RS	OT	RSOT	Otro riesgos estratégicos	

Fuente: Elaboración propia

El análisis del contenido se realiza por dos grupos de observadores. El primero compuesto por cinco personas que se distribuyen los documentos al azar, por número similar entre ellos; y la segunda observación (cuando se ha terminado la primera) la realiza un único observador integrante del primer grupo, en este caso el autor de esta Tesis.

Algunos autores señalan que el acuerdo entre codificadores puede ser una medida inadecuada porque no tiene en cuenta el acuerdo al azar entre investigadores (Capozzoli *et al.* 1999). Esto lo corrige el estadístico Kappa de Cohen (*k*), que se utiliza para dos codificadores, en *n* casos y para *m* categorías nominales exhaustivas y exclusivas mutuamente.

La *concordancia* es un término que hace referencia a la medida en que dos o más codificadores están de acuerdo entre ellos. La entendemos como la proporción de acuerdos entre el número total de codificadores. Por otra parte, la *fiabilidad* es un término más restrictivo que aprecia lo precisa que es una medida; sin embargo, la fiabilidad sería medible si un codificador se compara frente a un protocolo estándar asumido como *verdadero*, cosa que no procede en este caso ya que no existe tal protocolo.

En el contexto de esta Tesis, hacemos referencia a la *concordancia entre codificadores* durante el proceso de construcción del sistema de categorías. Esto se expresa mediante IV.23:

$$K = \frac{P_o - P_c}{1 - P_c} \quad (\text{IV.23})$$

en donde P_o se define como la proporción de concordancia observada realmente y se calcula sumando las marcas que representan la concordancia y dividiendo por el número total de ellas; y, P_c es la proporción esperada por azar y se calcula sumando las probabilidades de acuerdo por azar para cada categoría.

La concordancia de dichas codificaciones se ha realizado mediante el índice de Kappa de Cohen, resultando aceptable la concordancia de sendas codificaciones. Los valores obtenidos en este trabajo oscilan del 0,75 al 0,97. Esto significa que las pautas coincidencia exacta observadas, se presentaron, respectivamente, en un 75% y en un 97% más de ocasiones que en el caso de regir el azar. En un análisis más detallado, recurriendo a la fiabilidad condicional de los resultados, se observó que las mayores discrepancias radicaban en las aplicaciones sobre los riesgos no financieros, tanto en la memoria como en el informe de gestión.

Con la información obtenida (los párrafos contados para cada una de las categorías de riesgo reseñados) de las memorias e informes de gestión, se procede a calcular el índice de divulgación propuesto por Cabedo y Tirado (2009) que pasa por la definición una serie de estadios en función de la información divulgada. Se entiende por estadio un nivel informativo relativo a un determinado aspecto de riesgo.

La clasificación de una empresa dentro de estos estadios no es excluyente. Una empresa puede clasificarse en varios estadios, de acuerdo con unas premisas que, como se ha visto, son:

- Estadio 1: Se menciona únicamente los riesgos a que se está expuesta.
- Estadio 2: La empresa realiza una descripción del riesgo y cómo la afecta.
- Estadio 3. La empresa informa sobre la medición cuantitativa del impacto del riesgo.
- Estadio 4. Se informa sobre la gestión del riesgo.
- Estadio 5. Se informa sobre los tipos de instrumentos utilizados para mitigar el riesgo.

Bajo estas premisas, una empresa podrá mencionar los riesgos a que está expuesta (estadio 1), también realizar una descripción de los mismos y cómo afectan a la empresa (estadio 2) e informar sobre la gestión de riesgos que lleva la empresa (estadio 4); y al mismo tiempo, no presentar información sobre la medición del riesgo (estadio 3) ni de los diversos instrumentos utilizados para su gestión (estadio 5).

Una vez examinada la situación sobre la cantidad divulgada sobre riesgos en las Memorias e Informes de Gestión, parece relevante realizar un análisis sobre los dos grupos de riesgos (financieros y no financieros) en cada uno de estos documentos.

En la tabla IV.4, se muestran los estadísticos descriptivos de estas variables que representan los índices de divulgación de riesgos (financieros y no financieros) de Cabedo y Tirado (2009), diferenciando los períodos analizados.

Tabla IV.4: Estadísticos descriptivos de los índices de divulgación de riesgos de Cabedo y Tirado (2009)

	2006-2007			2010-2011		
	IRF	IRNF	IR	IRF	IRNF	IR
Media	13,83333	3,54167	17,37500	23,84615	6,96154	30,80769
Máximo	33,00000	17,00000	50,00000	38,00000	27,00000	58,00000
Mínimo	0,00000	0,00000	0,00000	4,00000	0,00000	6,00000
Desviación Típica	6,98732	5,10302	10,73000	9,68400	8,02682	14,51171

IRF: índice de divulgación de riesgos financieros de Cabedo y Tirado (2009);
 IRNF: índice de divulgación de riesgos no financieros de Cabedo y Tirado (2009); e, IR: índice de divulgación de riesgos totales de Cabedo y Tirado (2009).

En la tabla IV.5 se muestran los estadísticos descriptivos de las variables que representan los "estadios" de divulgación de riesgos financieros de Cabedo y Tirado (2009), diferenciando los períodos analizados.

Tabla IV.5: Estadísticos descriptivos de los estadios mediante los índices de divulgación de riesgos financieros de Cabedo y Tirado (2009)

	2006-2007					2010-2011				
	E1RF	E2RF	E3RF	E4RF	E5RF	E1RF	E2RF	E3RF	E4RF	E5RF
Media	5,91667	2,91667	0,25000	2,00000	2,75000	7,69231	4,98077	2,46154	5,13462	3,57692
Máximo	11,00000	8,00000	3,00000	6,00000	6,00000	13,00000	12,00000	8,00000	8,00000	7,00000
Mínimo	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	2,00000	1,00000	0,00000	0,00000	0,00000
Desviación Típica	2,65645	1,95517	0,72932	1,97861	1,68220	2,63862	3,01948	1,62651	2,38483	2,07077

E_iRF: nivel informativo relativo a un determinado aspecto de riesgos financieros ($1 \leq i \leq 5$) de Cabedo y Tirado (2009).

Análogamente, en la tabla IV.6 se muestran los estadísticos descriptivos de las variables que representan los "estadios" de divulgación de riesgos no financieros de Cabedo y Tirado (2009), diferenciando los períodos analizados.

Tabla IV.6: Estadísticos descriptivos de los estadios mediante los índices de divulgación de riesgos no financieros de Cabedo y Tirado (2009)

	2006-2007					2010-2011				
	E1NF	E2NF	E3NF	E4NF	E5NF	E1NF	E2NF	E3NF	E4NF	E5NF
Media	2,12500	1,08333	0,00000	0,16667	0,16667	3,88462	1,65385	0,00000	0,92308	0,50000
Máximo	10,00000	8,00000	0,00000	2,00000	2,00000	12,00000	9,00000	0,00000	9,00000	4,00000
Mínimo	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000
Desviación Típica	2,84811	2,20090	0,00000	0,47639	0,47639	3,72934	2,84146	0,00000	1,93873	1,12894

E_iNF: nivel informativo relativo a un determinado aspecto de riesgos no financieros ($1 \leq i \leq 5$) de Cabedo y Tirado (2009).

En tabla IV.7, se resume el grado de divulgación de riesgos que realizan las empresas estudiadas en su memoria e informe de gestión, cuantificado de acuerdo con las medidas propuestas por Cabedo y Tirado (2009). Se puede observar que un elevado porcentaje de observaciones (70%) señala que se divulga información sobre riesgos financieros en la Memoria, mientras que la de los riesgos no financieros se realiza en el Informe de Gestión en el 86,9%.

Igualmente, en la tabla IV.7 se muestra que la mayor parte de los riesgos que se divulgan en los informes anuales (Memoria e Informe de Gestión), corresponden a los riesgos financieros, representando el 78,9% del total, frente al 21,1% de riesgos no financieros señalados en dichos documentos.

Tabla IV.7: Divulgación de Riesgos por clases y estadios

Divulgación de Riesgos: Documento	Riesgos financieros		Riesgos No financieros	
	nº	%	nº	%
MEMORIA	1562	70,0	78	13,1
INFORME DE GESTIÓN	670	30,0	518	86,9
Estadios	nº	%	nº	%
1	806	36,1	348	58,4
2	446	20,0	156	26,2
3	168	7,5	0	0,0
4	438	19,6	58	9,7
5	374	16,8	34	5,7
Totales (2828)	2232	100,0	596	100,0
Porcentaje sobre total	78,9%		21,1%	

Fuente: Elaboración propia

De nuevo, en la Tabla IV.7 se observa que la información correspondiente al estadio 3 (información sobre la cuantificación del riesgo) es escasa; dicha información recoge única y exclusivamente que solo se hace referencia sobre los riesgos financieros, siendo por lo tanto nula la realizada sobre los riesgos no financieros.

IV.2.2.4 Volumen divulgado de información sobre riesgo. El índice de Beretta y Bozzolan (2004)

Tal y como se desprende de las expresiones IV.4 a IV.10, la información que se requiere para el cálculo de los distintos componentes del índice de Beretta y

Bozzolan (2004) es básicamente la del número total de unidades (párrafos) que contienen información sobre riesgo y el número total de párrafos de los documentos (Memoria e Informe de Gestión) en los que dicha información se ha divulgado. Lógicamente en este punto se ha empleado el conteo de párrafos realizado para el cálculo del índice de divulgación IR (realizando la codificación necesaria para el cálculo del índice *QUALITY*) que ha sido descrito en el apartado anterior.

El cálculo del índice de Beretta y Bozzolan requiere también el tamaño de la empresa (variable que, como se ha visto, forma parte del conjunto de variables de control descritas en apartados anteriores).

A continuación en la tabla IV.8 se muestran los estadísticos descriptivos de las variables que representan las "dimensiones" que componen el índice de calidad (*QUALITY*) de divulgación de información sobre riesgos de Beretta y Bozzolan (2004), diferenciando los períodos analizados. Según se puede apreciar en esta tabla, en relación con la calidad de la información divulgada, se observa un ligero aumento (a nivel de media) en el período 2010/11 (crisis) cuando se compara con el período 2006/07 (previo a la crisis).

Tabla IV.8: Estadísticos descriptivos de las dimensiones e índice de divulgación de riesgos *Q* de Beretta y Bozzolan (2004)

	2006-2007					2010-2011				
	RQT	DEN	DPT	OPR	<i>QUALITY</i>	RQT	DEN	DPT	OPR	<i>QUALITY</i>
Media	0,45221	0,39797	0,06978	0,17109	0,27536	0,46723	0,38646	0,27313	0,23423	0,33773
Máximo	1,00000	1,00000	0,90909	0,63529	0,64407	1,00000	0,91802	1,00000	0,77294	0,69081
Mínimo	0,06034	0,00000	0,00000	0,00000	0,09451	0,00000	0,10342	0,00000	0,00000	0,12439
Desviación Típica	0,19750	0,28197	0,19521	0,15405	0,13440	0,23046	0,18813	0,25048	0,17335	0,13891

RQT: dimensión “cantidad relativa” del índice de calidad de la empresa *i-ésima*; DEN: dimensión “densidad” del índice de calidad de la empresa *i-ésima*; DPT: dimensión “profundidad” del índice de calidad de la empresa *i-ésima*; y, OPR: dimensión “perspectivas de futuro” del índice de calidad de la empresa *i-ésima*.

CAPÍTULO V

RESULTADOS

En el presente capítulo se presentan los resultados obtenidos tras el estudio del impacto que tiene la divulgación de información sobre riesgos, que incorporan los estados financieros, sobre la percepción del riesgo y la asimetría informativa en el mercado de capitales español. Dicho estudio se ha realizado para dos períodos de tiempo: período antes de la crisis (años 2006-2007) y período en crisis (años 2010-2011). Para realizar dicho estudio se ha seguido la metodología propuesta en el capítulo IV.

Los resultados son presentados en tres apartados. En primer lugar se analiza el impacto que tiene la información de riesgos divulgada en los estados financieros, medida mediante el índice de calidad de información sobre riesgos de Beretta y Bozzolan (2004) y el índice de divulgación de riesgos propuesto por Cabedo y Tirado (2009), sobre el riesgo sistemático. En segundo lugar, se presentan los resultados del análisis que relacionan la información sobre riesgos en el riesgo idiosincrático de las empresas. Y por último, se presentan los resultados que analizan en qué medida la información de riesgos influye en el nivel de asimetría informativa.

V.1. EL RIESGO SISTEMÁTICO Y LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE RIESGOS

En este apartado se presentan los resultados del análisis de regresión que estudia la relación entre la información de riesgos y el riesgo sistemático percibido por el mercado. Para ello se ha estimado el siguiente modelo propuesto en el capítulo 4:

$$RiesgSi = \beta_0 + \sum_{j=1}^n \beta_j \cdot VarInd_j + \beta_{n+1} \cdot INF \quad (IV.16)$$

donde *RiesgSi* es el riesgo sistemático que se ha medido a través de la beta de la empresa, estimada realizando un análisis de regresión con las variables del modelo de mercado. *VarInd_j* representa la variable de control *j*-ésima incluida en el modelo. Las variables de control con las que se ha trabajado informan sobre los siguientes aspectos de la empresa: tamaño, riesgo de insolvencia, potencial de crecimiento y rentabilidad. *INF* representa la información sobre riesgo divulgada por la empresa, utilizando índice *IR*, propuesto por Cabedo y Tirado (2009) y el índice *QUALITY* propuesto por Beretta y Bozzolan (2004). En el primer caso, en el índice *IR*, se realiza un análisis conjunto para la totalidad de información sobre riesgos divulgada y un análisis para la información de riesgos financieros y no financieros. En el caso del índice *QUALITY*, además de considerarlo en su conjunto, también se realiza un análisis de regresión de las distintas dimensiones que lo conforman.

La primera etapa de la estimación del modelo (IV.16) pasa por la determinación de las variables de control que deben ser incluidas en el modelo. Para ello, se ha realizado el procedimiento de regresión paso a paso (*stepwise regression*), método de selección de modelos basado en el criterio de información de Akaike. El análisis se ha realizado de forma separada para los años 2006 y 2007 (período antes de la crisis) y para los años 2010 y 2011 (período de crisis). Para ambos períodos, el análisis realizado (*stepwise regression*) ha determinado que todas las variables de control (tamaño, ROE, endeudamiento, *book to market*) deben ser incluidas en el modelos.

Teniendo en cuenta lo anterior, un primer contraste que se realiza de la hipótesis 1 planteada, es el relativo a la relación entre el riesgo sistemático (medido a través de la beta) y el nivel de información de riesgo divulgado.

La tabla V.1 muestra los resultados de la estimación del modelo que relaciona el riesgo sistemático con el índice de Beretta y Bozzolan, (2004), como medida de la

calidad de la divulgación de información sobre riesgos, y las variables de control para los períodos 2006-2007 (antes de la crisis) y 2010-2011 (período de crisis).

Tabla V.1: El riesgo sistemático y el índice de calidad de Beretta y Bozzolan (2004)

	Período 2006-2007			Período 2010-2011		
	Coef.	Valor de la t	P-valor	Coef.	Valor de la t	P-valor
Constante	0,002	0,006	0,995	-0,727	-1,675	0,101
Tamaño	0,031	2,921	0,006***	0,139	2,140	0,038*
ROE	1,161	2,107	0,042**	-0,792	-3,655	0,000***
Endeu	0,281	0,883	0,383	1,001	4,940	0,000***
BTM	0,953	2,550	0,015**	0,135	1,779	0,082*
Q	-0,985	-2,578	0,014**	-0,215	-0,898	0,374
R ² corregido	0,272			0,6437		
Estadístico F	4,064			17,98		
p-valor	0,005***			0,000***		

*** Significativo al nivel del 1%; ** Significativo al nivel del 5%; * Significativo al nivel del 10%
 Modelo estimado:

$$RiesgSi_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot Tamaño_i + \beta_2 \cdot ROE_i + \beta_3 \cdot Endeu_i + \beta_4 \cdot BTM_i + \beta_5 \cdot Q_i + \varepsilon_i$$

Tamaño_i: logaritmo neperiano de los activos totales de la empresa *i-ésima*.

ROE_i: rentabilidad financiera de la empresa *i-ésima*.

Endeu_i: recursos ajenos sobre recursos totales de la empresa *i-ésima*.

BTM_i: ratio “book to market” de la empresa *i-ésima*.

Q_i: índice de calidad de Beretta y Bozzolan (2004) de la empresa *i-ésima*.

RiesgSi_i: riesgo sistemático (beta) de la empresa *i-ésima*.

ε_i: perturbación aleatoria de la empresa *i-ésima*.

Tal y como se puede apreciar en esta tabla V.1, para el período 2006-2007 excepto el endeudamiento, todas las variables de control son estadísticamente significativas con signo positivo. Esto significa que el riesgo sistemático está relacionado positivamente con todas ellas. De este modo, a mayor tamaño, rentabilidad financiera y ratio *book to market* mayor riesgo sistemático. Por lo que se refiere al índice de calidad de Beretta y Bozzolan (2004), los resultados muestran que el coeficiente es negativo y estadísticamente significativo (coef. = -0,985, p-valor = 0,014). Estos resultados indican que la mayor calidad de la información de riesgos divulgada por las empresas influye en una reducción del riesgo sistemático por el mercado.

Estos resultados son consistentes con los trabajos de Clarkson *et al.*, (1996), ICAEW (1997), Botosan, (1997), en el sentido, que una mayor calidad de la información contable influye en una reducción de riesgo percibido por el mercado. Gietzman y Trombetta (2003) añaden que las empresas agresivas

pueden reducir su riesgo sistemático ofrecido al mercado una mayor calidad de sus publicaciones sobre riesgos. Sin embargo, los trabajos de Campbell *et al.* (2014) y Kravet y Muslu (2013) evidencian una relación positiva entre la divulgación de riesgos (factores de riesgos divulgados en los estados financieros) y el riesgo sistemático. Es decir, la divulgación de información sobre riesgos incrementa el riesgo sistemático, resultados contrarios a los obtenidos en la tesis. Señalar que estos autores utilizan el grado de divulgación de información sobre riesgos (cantidad) y no la calidad de dicha información.

Para el período 2010-2011 (en plena crisis), los resultados muestran que todas las variables de control presentan coeficientes estadísticamente significativas. Ahora bien, mientras que el tamaño, endeudamiento y *book to market* tienen un signo positivo, al igual que en el período 2006-2007, la variable rentabilidad financiera (ROE) presenta una relación negativa respecto al riesgo sistemático, contraria a los resultados obtenidos en el período 2006-2007.

Por otro lado, hay que destacar que el índice de calidad de Beretta y Bozzolan (2004) presenta un coeficiente sobre el riesgo sistemático, negativo, aunque dicha relación no es estadísticamente significativa (coef. = -0,215, p-valor = 0,3743). Lo que indica que, en el período de crisis analizado (2010-2011), los resultados evidencian que la calidad de la información no influye en la percepción del riesgo sistemático del mercado.

Adicionalmente se ha procedido a realizar un análisis sobre el efecto de las distintas dimensiones del índice de calidad de Beretta y Bozzolan (2004) tienen sobre el riesgo sistemático, para los dos períodos analizados. Tal y como muestra la tabla V.2, la desagregación del índice de calidad por dimensiones mejora el modelo para ambos períodos. Ha pasado de un R^2 corregido de 0,272 del modelo agregado para el período de no crisis (2006-2007) a un 0,362. Mientras que para el período 2010-2011 ha pasado de un R^2 corregido de 0,643 a un 0,699.

Tabla V.2: El riesgo sistemático y las dimensiones del índice de calidad de Beretta y Bozzolan (2004)

	Período 2006-2007			Período 2010-2011		
	Coef.	Valor de la <i>t</i>	P-valor	Coef.	Valor de la <i>t</i>	P-valor
Constante	-0,231	-0,644	0,5242	-0,744	-1,888	0,066.
Tamaño	0,030	3,009	0,004***	0,155	2,587	0,013**
ROE	1,614	2,881	0,006**	-1,004	-4,577	0,000***
Endeu	0,405	1,283	0,208	1,029	5,480	0,000***
BTM	1,017	2,891	0,006***	0,105	1,474	0,148
RQT	-0,718	-2,718	0,010**	0,199	1,229	0,226
DEN	0,068	0,367	0,715	-0,317	-1,780	0,082*
DPT	-0,399	-1,734	0,092*	0,231	1,571	0,124
OPR	0,448	1,305	0,200	-0,659	-3,164	0,003***
R ² corregido	0,362			0,699		
Estadístico F	3,192			14,65		
p-valor	0,002***			0,000***		

*** Significativo al nivel del 1%; ** Significativo al nivel del 5%; * Significativo al nivel del 10%
 Modelo estimado:

$$RiesgSi_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Tamaño}_i + \beta_2 \cdot \text{ROE}_i + \beta_3 \cdot \text{Endeu}_i + \beta_4 \cdot \text{BTM}_i + \beta_5 \cdot \text{RQT}_i + \beta_6 \cdot \text{DEN}_i + \beta_7 \cdot \text{DPT}_i + \beta_8 \cdot \text{OPR}_i + \varepsilon_i$$

Tamaño_i: logaritmo neperiano de los activos totales de la empresa *i-ésima*.

ROE_i: rentabilidad financiera de la empresa *i-ésima*.

Endeu_i: recursos ajenos sobre recursos totales de la empresa *i-ésima*.

BTM_i: ratio “book to market” de la empresa *i-ésima*.

RQT_i: dimensión “cantidad relativa” del índice de calidad de la empresa *i-ésima*.

DEN_i: dimensión “densidad” del índice de calidad de la empresa *i-ésima*.

DPT_i: dimensión “profundidad” del índice de calidad de la empresa *i-ésima*.

OPR_i: dimensión “perspectivas de futuro” del índice de calidad de la empresa *i-ésima*.

RiesgSi_i: riesgo sistemático (beta) de la empresa *i-ésima*.

ε_i: perturbación aleatoria de la empresa *i-ésima*.

Los resultados de la tabla V.2 muestran que para el período antes de la crisis (2006-2007) los coeficientes estimados de la dimensión cantidad (RQT) y de la dimensión de profundidad (DPT) son negativos y estadísticamente significativos (coef. = -0,718, p-valor = 0,010 y coef. = -0,399, p-valor = 0,092 respectivamente). Esto indica una relación negativa entre ambas dimensiones y la percepción de riesgo sistemático por el mercado. De este modo, el mercado valora tanto la cantidad de información de riesgos divulgadas por las empresas (RQT), como el contenido informativo relativo al impacto económico de los riesgos divulgados (DPT). Las dimensiones de densidad (DEN) y la dimensión *outlook* (OPR) no resultan significativas estadísticamente. De esta manera, una mayor cantidad de información sobre riesgos e informar sobre el impacto económico de

los riesgos a que se enfrenta la empresa, comporta unos menores niveles de riesgo sistemático percibido por el mercado.

Para el período de crisis (2010-2011), a pesar de que de modo global el índice de calidad de Beretta y Bozzolan (2004) no presenta un relación significativa con el riesgo sistemático (ver tabla V.1), en su descomposición por dimensiones, los resultados muestran una relación estadísticamente significativa con signo negativo para la dimensión densidad (DEN) (coef. = -0,317, p-valor = 0,082) y la dimensión *outlook* (OPR) (coef. = -0,650, p-valor = 0,003). De este modo, en el período de crisis, el mercado valora aspectos informativos diferentes al período de no crisis analizado (2006-2007). En este caso, para el período de crisis, la densidad de la información (DEN) y la información que ofrecen las empresas sobre la gestión de los riesgos a que están expuestas (OPR) son aspectos que recoge el riesgo sistemático, mientras que para el período de no crisis (2006-2007) no resultan relevantes.

Un análisis análogo al anterior, se ha realizado utilizando como variable de medición del grado de divulgación el índice de revelación de riesgos de Cabedo y Tirado (2009) (IR) y con las componentes del mismo (índice de información sobre riesgos financieros (IRF) e índice de información sobre riesgos no financieros (IRNF)). La tabla V.3 y V.4 muestran los resultados respectivamente.

Tabla V.3: El riesgo sistemático y el índice de revelación de riesgos de Cabedo y Tirado (2009)

	Período 2006-2007			Período 2010-2011		
	Coef.	Valor de la t	P-valor	Coef.	Valor de la t	P-valor
Constante	-0,102	-0,300	0,766	-0,844	-1,970	0,055.
Tamaño	0,031	3,015	0,004***	0,152	2,211	0,0325**
ROE	1,210	2,256	0,030**	-0,800	-3,663	0,000***
Endeu	0,312	1,025	0,312	0,976	4,753	0,000***
BTM	1,125	2,967	0,005***	0,135	1,733	0,090*
IR	-0,014	-2,984	0,005***	-0,000	-0,335	0,739
R ² corregido	0,308			0,637		
Estadístico F	4,661			17,550		
p-valor	0,002***			0,000***		

*** Significativo al nivel del 1%; ** Significativo al nivel del 5%; * Significativo al nivel del 10%
Modelo estimado:

$$RiesgSi_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Tamaño}_i + \beta_2 \cdot \text{ROE}_i + \beta_3 \cdot \text{Endeu}_i + \beta_4 \cdot \text{BTM}_i + \beta_5 \cdot \text{IR}_i + \varepsilon_i$$

Tamaño_i : logaritmo neperiano de los activos totales de la empresa i -ésima.

ROE_i : rentabilidad financiera de la empresa i -ésima.

Endeu_i : recursos ajenos sobre recursos totales de la empresa i -ésima.

BTM_i : ratio "book to market" de la empresa i -ésima.

IR_i : índice de divulgación de información de riesgos de la empresa i -ésima.

$RiesgSi_i$: riesgo sistemático (beta) de la empresa i -ésima.

ε_i : perturbación aleatoria de la empresa i -ésima.

Tal y como se puede apreciar en esta tabla V.3, los resultados de relación entre el riesgo sistemático y las variables de control son idénticos a los del modelo estimado en la tabla V.1. Para ambos períodos todas las variables de control son significativas, excepto para el período 2006-2007 donde la variable endeudamiento no presenta una relación estadísticamente significativa.

Por lo que se refiere al índice de revelación de riesgos de Cabedo y Tirado (2009), la tabla V.3 muestra que dicho índice es estadísticamente significativo para el período 2006-2007, siendo negativa esta relación (coef. = -0,014, p-valor = 0,005). Para el 2010-2011 no se encuentra relación alguna. Estos resultados van en la línea de los obtenidos utilizando el índice de calidad de información de riesgos de Beretta y Bozzolan (2004).

En este caso, ambos índices de divulgación de información sobre riesgos – Beretta y Bozzolan (2009) y Cabedo y Tirado (2009) – utilizados como *proxies* del nivel de divulgación de riesgos, indican que el mercado percibe la información

divulgada como relevante, algo que reduce las incertidumbres de los inversores, y por lo tanto, el riesgo sistemático.

Un mayor detalle del impacto de la divulgación del nivel de riesgos es mostrado en la tabla V.4. Para el período 2006-2007 el coeficiente de riesgos no financieros es estadísticamente significativo y con signo negativo (coef. = -0,022, p-valor = 0,047), mientras que el índice de riesgos financieros no es significativo (coef. = -0,007, p-valor = 0,454). Estos resultados indican que el mercado incorpora la información de riesgos no financieros divulgada por las empresas en el riesgo sistemático. Esta relación entre el índice de riesgos no financieros y el riesgo sistemático es negativa. Es decir, una mayor calidad en la divulgación sobre riesgos no financieros, comporta unos menores niveles de riesgo sistemático percibidos por el mercado. Por el contrario, el mercado no tiene en cuenta la información de los riesgos financieros para estimar el riesgo sistemático.

Mencionar que las Normas Internacionales de Contabilidad establecen la obligación de informar sobre los riesgos financieros a que están expuestas las empresas, específicamente sobre los instrumentos financieros, dejando a las empresas su carácter voluntario de divulgar información sobre riesgos no financieros. Conforme los resultados reflejados en la tabla V.4 parece que el mercado en su estimación del riesgo sistemático tiene una mayor impacto la información de riesgos voluntaria de aquella que es obligatoria.

Para el período 2010-2011 ninguno de los coeficientes de los índices de divulgación de riesgos son significativos.

Tabla V.4: Riesgo sistemático e índices de revelación de riesgos financieros y no financieros (Cabedo y Tirado, 2009)

	Período 2006- 2007			Período 2010- 2011		
	Coef.	Valor de la <i>t</i>	P-valor	Coef.	Valor de la <i>t</i>	P-valor
Constante	-0,125	-0,365	0,7171	-0,890	-2,054	0,046**
Tamaño	0,030	2,833	0,0076***	0,161	2,304	0,026**
ROE	1,174	2,172	0,0367**	-0,813	-3,701	0,000***
Endeu	0,320	1,045	0,3034	0,897	3,954	0,000***
BTM	1,030	2,591	0,0139**	0,130	1,656	0,105
IRF	-0,007	-0,757	0,4542	0,001	0,432	0,668
IRNF	-0,022	-2,057	0,0472**	-0,004	-0,875	0,386
R ² corregido	0,302			0,635		
Estadístico F	3,961			14,63		
p-valor	0,003***			0,000***		

*** Significativo al nivel del 1%; ** Significativo al nivel del 5%; * Significativo al nivel del 10%
Modelo estimado:

$$RiesgSi_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot Tamaño_i + \beta_2 \cdot ROE_i + \beta_3 \cdot Endeu_i + \beta_4 \cdot BTM_i + \beta_5 \cdot IRF_i + \beta_6 \cdot IRNF_i + \varepsilon_i$$

Tamaño_i: logaritmo neperiano de los activos totales de la empresa *i-ésima*.

ROE_i: rentabilidad financiera de la empresa *i-ésima*.

Endeu_i: recursos ajenos sobre recursos totales de la empresa *i-ésima*.

BTM_i: ratio “book to market” de la empresa *i-ésima*.

IRF_i: índice de divulgación de información de riesgos financieros de la empresa *i-ésima*.

IRNF_i: índice de divulgación de información de riesgos no financieros de la empresa *i-ésima*.

RisgSi_i: riesgo sistemático (beta) de la empresa *i-ésima*.

ε_i : perturbación aleatoria de la empresa *i-ésima*.

A modo de resumen, los resultados obtenidos en el análisis de regresión realizado, ponen de manifiesto que la información de riesgos divulgada por las empresas tiene contenido informativo para el mercado de capitales español. Los resultados alcanzados muestran que la calidad de la información de riesgos está relacionada negativamente con el riesgo sistemático, en ambos períodos analizados. Si bien, el contenido informativo valorado por el mercado es distinto. Mientras que la cantidad divulgada (RQT) y la información relativa al impacto económico de los riesgos divulgados (DPT) está relacionada negativamente con el riesgo sistemático en el período antes de la crisis (2006-2007); para el período de crisis (año 2010-2011) son la proporción de información sobre riesgos y la información sobre la gestión de los riesgos los que presentan una relación negativa con el riesgo sistemático.

Utilizando el índice de Cabedo y Tirado (2009) los resultados evidencian que únicamente para el período 2006-2007 existe una relación negativa entre dicho índice y el riesgo sistemático. Señalar que es la información de riesgos no financieros (información voluntaria) la que realmente valora el mercado y no la obligatoria (los riesgos financieros).

Todos estos resultados nos llevan a rechazar la *hipótesis 1.a* que indica que la información de riesgos está relacionada positivamente con el riesgo sistemático. Los resultados evidencian que la información de riesgos sí que es valorada por el mercado, pero su relación es negativa respecto al riesgo sistemático. Es decir, a mayor calidad de la información sobre riesgos menor riesgo sistemático.

V.2. EL RIESGO IDIOSINCRÁTICO Y LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE RIESGOS

En este apartado se exponen los resultados del análisis de regresión realizado para estudiar la relación entre la divulgación de riesgos y la medida del riesgo idiosincrático percibida por el mercado. Para ello se ha estimado el siguiente modelo propuesto en el capítulo 4:

$$RiesgId = \beta_0 + \sum_{j=1}^n \beta_j \cdot VarInd_j + \beta_{n+1} \cdot INF \quad (IV. 17)$$

siendo *RiesgId* el riesgo idiosincrático que se ha medido mediante la desviación típica de los residuos resultantes de la estimación del modelo de mercado para estimar la beta. *VarInd_j* representa la variable de control *j-ésima* incluida en el modelo. Las variables de control con las que se ha trabajado informan sobre los siguientes aspectos de la empresa: tamaño, riesgo de insolvencia, potencial de crecimiento y rentabilidad. *INF* representa la información sobre riesgo divulgada por la empresa, utilizando índice *IR*, propuesto por Cabedo y Tirado (2009) y el índice *QUALITY* propuesto por Beretta y Bozzolan (2004). En el primer caso, en

el índice *IR*, se realiza un análisis conjunto para la totalidad de información sobre riesgos divulgada y un análisis para la información de riesgos financieros y no financieros. En el caso del índice *QUALITY*, además de considerarlo en su conjunto, también se realiza un análisis de regresión de las distintas dimensiones que lo conforman.

Al igual que se ha hecho con el análisis de la relación entre la divulgación de riesgos y el riesgo sistemático realizado en el apartado anterior, la primera fase del análisis consta de la determinación de las variables de control que deben ser incluidas en el modelo. Para ello, se ha realizado el procedimiento de regresión paso a paso (*stepwise regression*), método de selección de modelos basado en el criterio de información de Akaike. El análisis se ha realizado de forma separada para los años 2006 y 2007 (período antes de la crisis) y para los años 2010 y 2011 (período de crisis). Los resultados indican que el tamaño, la rentabilidad financiera (*ROE*) y el endeudamiento son incorporadas en el modelo, desechando la variable ratio *book to market* (*BTM*).

Una vez determinadas las variables de control relevantes en modelo, se ha incorporado en el modelo la variable que mide el nivel de riesgo divulgado.

Tabla V.5: El riesgo idiosincrático y el índice de calidad de Beretta y Bozzolan (2004)

	Período 2006- 2007			Período 2010-2011		
	Coef.	Valor de la <i>t</i>	P-valor	Coef.	Valor de la <i>t</i>	P-valor
Constante	1,134	3,634	0,000***	3,016	2,852	0,006***
Tamaño	-0,036	-2,254	0,026**	-0,371	-2,442	0,018**
ROE	-0,893	-2,409	0,017**	-1,847	-3,881	0,000***
Endeu	1,089	3,523	0,000***	1,579	2,990	0,004***
Q	0,082	0,186	0,852	0,799	1,227	0,225
R ² corregido	0,154			0,284		
Estadístico F	5,513			6,056		
p-valor	0,000***			0,000***		

*** Significativo al nivel del 1%; ** Significativo al nivel del 5%; * Significativo al nivel del 10%
 Modelo estimado:

$$RiesgId_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot Tamaño_i + \beta_2 \cdot ROE_i + \beta_3 \cdot Endeu_i + \beta_4 \cdot Q_i + \varepsilon_i$$

Tamaño_i: logaritmo neperiano de los activos totales de la empresa *i-ésima*.

ROE_i: rentabilidad financiera de la empresa *i-ésima*.

Endeu_i: recursos ajenos sobre recursos totales de la empresa *i-ésima*.

Q_i: índice de calidad de Beretta y Bozzolan (2004) de la empresa *i-ésima*.

RiesgId_i: riesgo idiosincrático (sigma) de la empresa *i-ésima*.

ε_i: perturbación aleatoria de la empresa *i-ésima*.

Tal y como se puede apreciar en esta tabla V.5, todas las variables de control seleccionadas son significativas para ambos períodos. El tamaño y la rentabilidad financiera (ROE) están relacionadas negativamente con el riesgos idiosincrático, mientras que el endeudamiento su efecto es positivo sobre el riesgo idiosincrático. Es decir, la mayor dimensión de las empresas y rentabilidad financiera (ROE) son dos determinantes que el mercado percibe como factores que reducen el riesgo idiosincrático. En cambio, el aumento del nivel de endeudamiento incrementa el riesgo idiosincrático percibido por el mercado.

Por otro lado, tal y como muestra la tabla V.5 el coeficiente que relaciona el grado de divulgación de riesgos (Q) y el riesgo idiosincrático para ambos períodos no es significativo (coef.= 0,082, p-value = 0,852 para el período 2006-07 y coef. = 0,799, p-valor = 0,225 para el período 2010-11, respectivamente). De este modo, no se encuentra relación entre el índice de divulgación de riesgos de Beretta y Bozzolan (2004) y el riesgo idiosincrático. El mercado no tiene en cuenta esta información para determinar el riesgo idiosincrático de las empresas.

Adicionalmente se ha procedido a realizar un análisis sobre el efecto de las distintas dimensiones del índice de calidad de Beretta y Bozzolan (2004) tienen sobre el riesgo idiosincrático, para los dos períodos analizados. Tal y como apreciarse en la tabla V.6, los coeficientes que relacionan para cada una de las dimensiones con el riesgo idiosincrático no son significativas en ambos períodos. De este modo, el contenido informativo de cada dimensión no aporta valor al mercado para la determinación de riesgo idiosincrático.

Tabla V.6: El riesgo idiosincrático y las dimensiones del índice de calidad de Beretta y Bozzolan (2004)

	Período 2006-2007			Período 2010-2011		
	Coef.	Valor de la <i>t</i>	P-valor	Coef.	Valor de la <i>t</i>	P-valor
Constante	1,090	3,528	0,000***	2,936	2,779	0,007***
Tamaño	-0,044	-2,671	0,008***	-0,360	-2,343	0,023**
ROE	-0,887	-2,326	0,022**	-1,902	-3,535	0,000***
Endeu	1,085	3,506	0,000***	1,457	2,731	0,009***
RQT	0,511	1,534	0,128	0,135	0,276	0,783
DEN	0,162	0,571	0,569	0,830	1,544	0,129
DPT	-0,253	-0,923	0,358	0,335	0,750	0,457
OPR	-0,563	-1,343	0,182	-0,489	-0,784	0,437
R ² corregido	0,176			0,287		
Estadístico F	4,023			3,934		
p-valor:	0,000***			0,002***		

*** Significativo al nivel del 1%; ** Significativo al nivel del 5%; * Significativo al nivel del 10%

Modelo estimado:

$$RiesgId_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot Tamaño_i + \beta_2 \cdot ROE_i + \beta_3 \cdot Endeu_i + \beta_4 \cdot RQT_i + \beta_5 \cdot DEN_i + \beta_6 \cdot DPT_i + \beta_7 \cdot OPR_i + \varepsilon_i$$

Tamaño_i: logaritmo neperiano de los activos totales de la empresa *i-ésima*.

ROE_i: rentabilidad financiera de la empresa *i-ésima*.

Endeu_i: recursos ajenos sobre recursos totales de la empresa *i-ésima*.

RQT_i: dimensión “cantidad relativa” del índice de calidad de la empresa *i-ésima*.

DEN_i: dimensión “densidad” del índice de calidad de la empresa *i-ésima*.

DPT_i: dimensión “profundidad” del índice de calidad de la empresa *i-ésima*.

OPR_i: dimensión “perspectivas de futuro” del índice de calidad de la empresa *i-ésima*.

RiesgId_i: riesgo idiosincrático (sigma) de la empresa *i-ésima*.

ε_i : perturbación aleatoria de la empresa *i-ésima*.

Respecto a la relación entre el índice de revelación de riesgos de Cabedo y Tirado (2009) y el riesgo idiosincrático, la tabla V.7 muestra que el coeficiente que relaciona ambas variables es negativo, aunque no es estadísticamente significativo en ninguno de los dos períodos analizados. De esta forma, tomando como referencia las medidas de la divulgación de la información de riesgos de Beretta y Bozzolan (2004) y de Cabedo y Tirado (2009) no detecta relación entre la divulgación de riesgos y el riesgo idiosincrático. Estos resultados no están en la línea de los obtenidos por Campbell *et al.* (2014). Estos autores evidencian que la divulgación de riesgos está relacionada positivamente con el riesgo idiosincrático. Es decir, el hecho que las empresas den un mayor nivel de información sobre riesgos aumenta la percepción del riesgo idiosincrático que tiene el mercado.

Tabla V.7: El riesgo idiosincrático y el índice de revelación de riesgos de Cabedo y Tirado (2009)

	Período 2006-2007			Período 2010-2011		
	Coef.	Valor de la t	P-valor	Coef.	Valor de la t	P-valor
Constante	1,297	4,304	4,07e-05***	3,338	3,015	0,004***
Tamaño	-0,038	-2,373	0,019**	-0,404	-2,294	0,026**
ROE	-0,972	-2,565	0,011**	-1,791	-3,694	0,000***
Endeu	1,072	3,497	0,000***	1,645	3,030	0,003***
IR	-0,003	-0,834	0,406	0,004	0,556	0,581
R ² corregido	0,160			0,2658		
Estadístico F	5,717			5,617		
p-valor	0,000***			0,000***		

*** Significativo al nivel del 1%; ** Significativo al nivel del 5%; * Significativo al nivel del 10%
 Modelo estimado:

$$RiesgId_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot Tamaño_i + \beta_2 \cdot ROE_i + \beta_3 \cdot Endeu_i + \beta_4 \cdot IR_i + \varepsilon_i$$

Tamaño_i: logaritmo neperiano de los activos totales de la empresa *i-ésima*.

ROE_i: rentabilidad financiera de la empresa *i-ésima*.

Endeu_i: recursos ajenos sobre recursos totales de la empresa *i-ésima*.

IR_i: índice de divulgación de información de riesgos de la empresa *i-ésima*.

RiesgId_i: riesgo idiosincrático (sigma) de la empresa *i-ésima*.

ε_i: perturbación aleatoria de la empresa *i-ésima*.

Descomponiendo el índice de Cabedo y Tirado (2009) en sus dos componentes, índice de riesgos financieros (IRF) e índice de riesgos no financieros, la tabla V.8 muestra que los coeficientes que relacionan ambos índices con el riesgo idiosincrático, no son significativos. De este modo, ni la información de los riesgos financieros ni la de los riesgos no financieros es información que tenga contenido informativo para el mercado recogida en el riesgos idiosincrático.

Tabla V.8: Riesgo idiosincrático e índices de revelación de riesgos financieros y no financieros de Cabedo y Tirado (2009)

	Período 2006-2007			Período 2010-2011		
	Coef.	Valor de la <i>t</i>	P-valor	Coef.	Valor de la <i>t</i>	P-valor
Constante	1,274	4,156	7,14e-05***	3,376	3,062	0,003***
Tamaño	-0,037	-2,316	0,022**	-0,407	-2,317	0,024**
ROE	-0,972	-2,554	0,012**	-1,845	-3,805	0,000***
Endeu	1,057	3,415	0,000***	1,425	2,496	0,016**
IRF	-0,001	-0,160	0,873	0,013	1,262	0,213
IRNF	-0,007	-0,769	0,443	-0,009	-0,694	0,491
R ² corregido	0,152			0,272		
Estadístico F	4,575			4,820		
p-valor	0,000***			0,001***		

*** Significativo al nivel del 1%; ** Significativo al nivel del 5%; * Significativo al nivel del 10%

Modelo estimado:

$$RiesgId_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot Tamaño_i + \beta_2 \cdot ROE_i + \beta_3 \cdot Endeu_i + \beta_4 \cdot IRF_i + \beta_5 \cdot IRNF_i + \varepsilon_i$$

*Tamaño*_{*i*}: logaritmo neperiano de los activos totales de la empresa *i-ésima*.

*ROE*_{*i*}: rentabilidad financiera de la empresa *i-ésima*.

*Endeu*_{*i*}: recursos ajenos sobre recursos totales de la empresa *i-ésima*.

*IRF*_{*i*}: índice de divulgación de información de riesgos financieros de la empresa *i-ésima*.

*IRNF*_{*i*}: índice de divulgación de información de riesgos no financieros de la empresa *i-ésima*.

*RiesgId*_{*i*}: riesgo idiosincrático (sigma) de la empresa *i-ésima*.

ε_i : perturbación aleatoria de la empresa *i-ésima*.

A modo de resumen, los resultados obtenidos en el análisis de regresión realizado, evidencian que la información de riesgos divulgada por las empresas, medida a través de índices de divulgación de Beretta y Bozzolan (2004) y Cabedo y Tirado (2009), no está relacionada con el riesgo idiosincrático percibido por el mercado, para los dos períodos analizados (2006-07 y 2010-11). Tampoco la descomposición de estos índices aporta información adicional alguna.

Es por ello que se rechaza la **hipótesis 1.b**, que indica que la información de riesgos está relacionada positivamente con el riesgo idiosincrático.

V.3 LA ASIMETRÍA INFORMATIVA Y LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE RIESGOS

En este apartado se presentan los resultados obtenidos del análisis de regresión para contrastar la tercera de las hipótesis: *Un mayor grado de divulgación de*

información sobre riesgos empresariales, está relacionado negativamente con el nivel de asimetría informativa.

Para contrastar dicha hipótesis, se ha estimado el siguiente modelo, que relaciona la divulgación de información sobre riesgos por parte de las empresas y el grado de asimetría informativa del mercado:

$$Asim = \beta_0 + \sum_{j=1}^n \beta_j \cdot VarInd_j + \beta_{n+1} \cdot INF \quad (IV.18)$$

donde *Asim* hace referencia a la asimetría informativa, medida a través del volumen de contratación, y *VarInd_j* representa la variable de control *j-ésima* incluida en el modelo. Las variables de control con las que se ha trabajado informan sobre los siguientes aspectos de la empresa: tamaño, riesgo de insolvencia, potencial de crecimiento y rentabilidad. *INF* representa la información sobre riesgo divulgada por la empresa, utilizando índice *IR*, propuesto por Cabedo y Tirado (2009) y el índice *QUALITY* propuesto por Beretta y Bozzolan (2004). En el primer caso, en el índice *IR*, se realiza un análisis conjunto para la totalidad de información sobre riesgos divulgada y un análisis por separado para la información de riesgos financieros y no financieros. En el caso del índice *QUALITY*, además de considerarlo en su conjunto, también se realiza un análisis de regresión de las distintas dimensiones que lo conforman.

Al igual que se ha hecho con el análisis de la relación entre la divulgación de riesgos y el riesgo sistemático y riesgo idiosincrático realizados en los apartados anteriores, en primer lugar se procede, mediante el análisis de regresión paso a paso (*stepwise regression*), a la selección de las variables de control a incluir en el modelo, empleando el método de selección de modelos basado en el criterio de información de Akaike. El análisis se ha realizado de forma separada para los años 2006 y 2007 (período antes de la crisis) y para los años 2010 y 2011 (período de crisis). Los resultados indican que para el período 2006-2007 ninguna de las variables de control son relevantes, por lo tanto, no se incluyen variables de control. Mientras que para el 2010-2011, el procedimiento indica que el tamaño y la variable *book to market* (BTM) deben incluirse en el modelo.

Una vez determinadas las variables de control relevantes en modelo, se han incorporado en el modelo la variable que mide el nivel de riesgo divulgado.

La tabla V.9 muestra que los coeficientes que relacionan el tamaño y *book to market* (BTM) con la asimetría informativa son significativos para el período 2010-2011 (coef.= 1,477, p-valor = 0,000 y coef.= -0,873, p-valor = 0,007 respectivamente). Para el tamaño, el signo del coeficiente es positivo, mientras que para el *book to market* (BTM), negativo. De este modo, el mayor tamaño de las empresas es un factor influyente en la reducción de asimetrías informativas, resultados ya contrastados por Campbell *et al.* (2014), Kravet y Muslu (2013) y Miihkinen (2013). Es decir, a mayor tamaño, menor asimetría en el mercado (mayor volumen de contratación significa una reducción de la asimetría informativa). Por otra parte, la variable BTM está relacionada negativamente con el volumen de contratación. Estos resultados revelan que mayores valores de la ratio BTM, que indica menores oportunidades de crecimiento, genera menores volúmenes de contratación y, por lo tanto, incrementos en la asimetría informativa.

Por lo que se refiere al coeficiente que relaciona la calidad y el grado de asimetría no es significativo en ninguno de los períodos (coef. = -0,004, p-valor = -0,998 y coef. = -0,593, p-valor = 0,610). De este modo, para ambos períodos, la divulgación de la calidad de la información sobre riesgos no está relacionada con una reducción de la asimetría informativa entre inversores.

Tabla V.9: Las asimetrías informativas y el índice de calidad de Beretta y Bozzolan (2004)

	Período 2006-2007			Período 2010-2011		
	Coef.	Valor de la <i>t</i>	P-valor	Coef.	Valor de la <i>t</i>	P-valor
Constante	-14,120	28,688	0,000***	4,725	2,260	0,028**
Tamaño				1,477	4,956	0,000***
BTM				-0,873	-2,787	0,007***
Q	-0,004	-0,003	-0,998	-0,593	-0,513	0,610
R ² corregido	-0,021			0,335		
Estadístico F	0,000			8,742		
p-valor	0,997			0,000***		

*** Significativo al nivel del 1%; ** Significativo al nivel del 5%; * Significativo al nivel del 10%
 Modelo estimado:

$$Asim_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot Tamaño_i + \beta_2 \cdot BTM_i + \beta_3 \cdot Q_i + \varepsilon_i$$

Tamaño_i: logaritmo neperiano de los activos totales de la empresa *i-ésima*.

BTM_i: ratio “book to market” de la empresa *i-ésima*.

Q_i: índice de calidad de Beretta y Bozzolan (2004) de la empresa *i-ésima*.

Asim_i: asimetrías informativas (volumen de contratación) de la empresa *i-ésima*.

ε_i: perturbación aleatoria de la empresa *i-ésima*.

En la tabla V.10 se muestran los resultados sobre la relación entre las diferentes dimensiones que está compuesto el índice de calidad de información de riesgos de Beretta y Bozzolan (2004) y el nivel de asimetría informativa. Los coeficientes de los distintos componentes del índice de Beretta y Bozzolan (2004), para el período 2006-2007 y 2010-2011, no son significativos. Estos resultados revelan que ninguno de los distintos componentes que forman la calidad de la información de riesgos expresado en el índice de Beretta y Bozzolan (2004) está relacionado con el nivel de asimetría informativa. Únicamente el coeficiente de la variable de control tamaño, es significativo y con signo positivo. Esto indica que el mayor tamaño de las empresas está relacionado con el aumento del volumen de contratación y, por lo consiguiente, con una reducción de la asimetría informativa.

Tabla V.10: Las asimetrías informativas y las dimensiones del índice de calidad de Beretta y Bozzolan (2004)

	Período 2006-2007			Período 2010-2011		
	Coef.	Valor de la <i>t</i>	P-valor	Coef.	Valor de la <i>t</i>	P-valor
Constante	13,919	23,501	0,000***	4,547	2,268	0,0288**
Tamaño				1,517	5,243	0,000***
BTM				-0,863	-2,651	0,011
RQT	0,134	0,102	0,920	0,303	0,365	0,717
DEN	0,456	0,547	0,587	-0,020	-0,022	0,982
DPT	0,573	0,478	0,635	0,546	0,788	0,435
OPR	-0,480	-0,312	0,757	-2,453	-2,365	0,023
R ² ajustado	-0,072			-0,372		
Estadístico F	0,209			5,560		
p-valor	0,932			0,000***		

*** Significativo al nivel del 1%; ** Significativo al nivel del 5%; * Significativo al nivel del 10%
Modelo estimado:

$$Asim_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot Tamaño_i + \beta_2 \cdot BTM_i + \beta_3 \cdot RQT_i + \beta_4 \cdot DEN_i + \beta_5 \cdot DPT_i + \beta_6 \cdot OPR_i + \varepsilon_i$$

*Tamaño*_{*i*}: logaritmo neperiano de los activos totales de la empresa *i-ésima*.

*BTM*_{*i*}: ratio “book to market” de la empresa *i-ésima*.

*RQT*_{*i*}: dimensión “cantidad relativa” del índice de calidad de la empresa *i-ésima*.

*DEN*_{*i*}: dimensión “densidad” del índice de calidad de la empresa *i-ésima*.

*DPT*_{*i*}: dimensión “profundidad” del índice de calidad de la empresa *i-ésima*.

*OPR*_{*i*}: dimensión “perspectivas de futuro” del índice de calidad de la empresa *i-ésima*.

*Asim*_{*i*}: asimetrías informativas (volumen de contratación) de la empresa *i-ésima*.

ε_i : perturbación aleatoria de la empresa *i-ésima*.

Los resultados de la tabla V.11 presentan los coeficientes estimados del modelo de regresiones que relaciona el nivel de asimetría con el índice de divulgación propuesto por Cabedo y Tirado (2009). Señalar que para el período 2010-2011 tanto el coeficiente de tamaño, de la variable *book-to-market* (BTM) y del índice de divulgación de información sobre riesgos (IR), son estadísticamente significativos (coef. = 1,330; p-valor = 2,14e-0,5; coef.= -2,275, p-valor = 0,027 y coef.= -2,523; p-valor = 0,015 respectivamente). El tamaño está relacionado positivamente con el volumen de contratación (mayor tamaño menor asimetría), el *book to market* negativamente (mayor ratio *book-to-market*, mayor asimetría) y el índice de divulgación de riesgos (IR) tiene signo negativo. Esto último indica que el mayor grado de divulgación (IR) aumenta la asimetría informativa entre los inversores. Para el período 2006-2007 el coeficiente del índice de divulgación (IR) no es significativo.

Tabla V.11: Las asimetrías informativas y el índice de revelación de riesgos totales de Cabedo y Tirado (2009)

	Período 2006-2007			Período 2010-2011		
	Coef.	Valor de la <i>t</i>	P-valor	Coef.	Valor de la <i>t</i>	P-valor
Constante	14,147	34,466	0,000***	4,075	2,036	0,047**
Tamaño				1,610	5,311	0,000***
BTM				-0,734	-2,275	0,027**
IR	-0,001	-0,082	0,935	-0,018	-1,467	0,149
R ² ajustado	-0,021			0,363		
Estadístico F	0,006			9,750		
p-valor	0,934			4,987e-05***		

*** Significativo al nivel del 1%; ** Significativo al nivel del 5%; * Significativo al nivel del 10%
 Modelo estimado:

$$Asim_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot Tamaño_i + \beta_2 \cdot BTM_i + \beta_3 IR_i + \varepsilon_i$$

Tamaño_i: logaritmo neperiano de los activos totales de la empresa *i-ésima*.

BTM_i: ratio “book to market” de la empresa *i-ésima*.

IR_i: índice de divulgación de información de riesgos de la empresa *i-ésima*.

Asim_i: asimetrías informativas (volumen de contratación) de la empresa *i-ésima*.

ε_i: perturbación aleatoria de la empresa *i-ésima*.

Para finalizar, la introducción en el modelo de regresiones de la descomposición del índice de divulgación de riesgos (IR) en sus dos componentes, índice de divulgación de riesgos financieros (IRF) y no financieros (IRNF), indica que ninguno de los índices es significativo, para los períodos de análisis, tal y como se presenta en la tabla V.12.

Tabla V.12: Las asimetrías informativas y los índice de revelación de riesgos financieros y no financieros de Cabedo y Tirado (2009)

	Período 2006-2007			Período 2010-2011		
	Coef.	Valor de la t	P-valor	Coef.	Valor de la t	P-valor
Constante	13,789	28,297	0,000***	4,069	2,000	0,052*
Tamaño				1,609	5,248	0,000***
BTM				-0,764	-2,247	0,030**
IRF	0,040	1,083	0,285	-0,018	-0,936	0,355
IRNF	-0,064	-1,263	0,213	-0,019	-0,931	0,357
R ² corregido	-0,004			0,348		
Estadístico F	0,897			7,143		
p-valor	0,414			0,000***		

*** Significativo al nivel del 1%; ** Significativo al nivel del 5%; * Significativo al nivel del 10%
 Modelo estimado:

$$Asim_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot Tamaño_i + \beta_2 \cdot BTM_i + \beta_3 \cdot IRT_i + \beta_4 \cdot IRNF_i + \varepsilon_i$$

Tamaño_i: logaritmo neperiano de los activos totales de la empresa *i-ésima*.

BTM_i: ratio “book to market” de la empresa *i-ésima*.

IRF_i: índice de divulgación de información de riesgos financieros de la empresa *i-ésima*.

IRNF_i: índice de divulgación de información de riesgos no financieros de la empresa *i-ésima*.

Asim_i: asimetrías informativas (volumen de contratación) de la empresa *i-ésima*.

ε_i: perturbación aleatoria de la empresa *i-ésima*.

A modo de resumen, los resultados obtenidos en el análisis de regresión realizado, ponen de manifiesto que la información de riesgos divulgada por las empresas, medida utilizando el índice de calidad de Beretta y Bozzolan (2004) y el índice de Cabedo y Tirado (2009), no reduce la asimetría informativa en el mercado de capitales español en ninguno de los dos períodos analizados. De este modo, los resultados alcanzados son contrarios a los obtenidos por Campbell *et al.* (2014), Kravet y Muslu (2013) y Miihkinen (2013). Estos autores evidencian que la divulgación de los riesgos está relacionada con una reducción de la asimetría informativa entre inversores. Por lo tanto, los resultados obtenidos nos llevan a concluir rechazar la **hipótesis 2**, en la que se propone que la divulgación de información de riesgos está relacionada negativamente con la asimetría informativa.

CAPÍTULO VI

CONCLUSIONES

En el ámbito de la Economía la transmisión de información sobre diferentes tipos de datos con fines de utilidad, de manera más o menos organizada, es de suma importancia ya que permite restar incertidumbre para la toma de decisiones sobre el planteamiento de operaciones financieras y no financieras, reduciendo de este modo el riesgo de una posible pérdida. En el ámbito corporativo, una de las principales fuentes de información es la información contable (sobre todo cuentas anuales e informe de gestión) que publican las empresas.

Tradicionalmente la información contable divulgada por las empresas ha adolecido de una falta de información específica sobre los riesgos a los estaban expuestas las corporaciones. Esta carencia ha sido puesta de manifiesto tanto por organismos profesionales como por investigadores. Esto ha originado la promulgación de una serie de normas, tanto a nivel nacional (en diferentes países) como a nivel internacional que han tratado de subsanar la falta de información sobre riesgos en los estados financieros.

La revisión bibliográfica llevada a cabo en el presente trabajo ha detectado que en el ámbito de la literatura científica existen básicamente cuatro líneas de investigación centradas en el análisis de la información sobre riesgos divulgada por las empresas:

- a) Una primera línea analiza las distintas características corporativas que influyen en la divulgación de información sobre riesgos.
- b) Una segunda, focalizada en analizar las normas reguladoras del proceso de divulgación, con formulación de propuestas sobre mejora en la calidad de la información sobre riesgos empresariales.
- c) Una tercera línea que podría calificarse como “teórica”.

- d) Y una última línea que busca analizar la utilidad de la de divulgación de información sobre riesgos para determinados usuarios de dicha información.

Dentro de esta última, la presente tesis persigue un triple objetivo: En primer lugar analizar si la información sobre riesgos divulgada por las empresas españolas está relacionada con la percepción de riesgo (sistemático e idiosincrático) que, sobre las mismas, tiene el mercado. En segundo lugar, analizar si el grado de divulgación de información sobre riesgos empresariales en las empresas españolas está relacionado con el nivel de asimetría informativa. Y, por último, determinar si el hecho de que la empresa se encuentre o no sumida en un período de crisis económica condiciona las relaciones planteadas en los dos objetivos anteriores. El análisis empírico realizado utilizando una muestra de empresas que cotizan en el mercado de capitales español para dos períodos diferentes del ciclo económico, años 2006-2007, período antes de la crisis y años 2010-2011, período de crisis, permite llegar a las siguientes conclusiones:

En los períodos analizados, tanto en el de crisis como en el previo a dicha crisis, la mayor parte de información sobre riesgos divulgada corresponde a los riesgos financieros (que son los que la normativa recoge como de divulgación obligatoria). Los riesgos financieros se presentan mayoritariamente en la memoria, mientras que los no financieros se recogen principalmente en el informe de gestión. Por otra parte, en relación con la calidad de la información divulgada, se observa un ligero aumento (a nivel de media) en el período 2010/11 (crisis) cuando se compara con el período 2006/07 (previo a la crisis).

Para alcanzar los objetivos anteriormente mencionados se han contrastado una serie de hipótesis. La primera de ellas plantea que la información de riesgos divulgada por las empresas está relacionada positivamente con la percepción que del riesgo sistemático tiene el mercado. Los resultados evidencian que la calidad de la información de riesgos está relacionada negativamente con la percepción de riesgo sistemático por parte del mercado, para los dos períodos analizados. No obstante conviene subrayar que, para los dos períodos analizados, los componentes del índice de calidad valorados por el mercado (los que resultan estadísticamente significativos) son distintos. En cuanto a la cantidad de

información divulgada, sólo resulta relevante aquella correspondiente a riesgos no financieros, en el período previo a la crisis (en el de crisis, la cantidad no es estadísticamente significativa a la hora de explicar la percepción del riesgo sistemático).

La segunda de las hipótesis plantea que la información de riesgos divulgada por las empresas está relacionada positivamente con la percepción que del riesgo idiosincrático tiene el mercado. En este punto, los resultados señalan que ni la cantidad ni la calidad de información sobre riesgos divulgada por las empresas resultan relevantes a la hora de explicar la percepción que, del riesgo corporativo idiosincrático, tiene el mercado.

La tercera de las hipótesis plantea que la información de riesgos divulgada por las empresas está relacionada negativamente con el nivel de asimetría informativa. La conclusión tras el contraste de esta tercera hipótesis es similar a la de la segunda: ni la cantidad ni la calidad de información sobre riesgos divulgada por las empresas resultan relevantes.

Las tres hipótesis planteadas han sido rechazadas. Los resultados muestran, salvo para el caso de la calidad en la primera de las hipótesis, que no existe una relación significativa entre la información de riesgos divulgada por las empresas y la percepción que de los riesgos corporativos tiene el mercado. Es más, la información divulgada tampoco contribuye a la disminución de la asimetría informativa. La explicación de esto puede buscarse en el hecho de que el mercado anticipa la información sobre riesgos, y por tanto las cotizaciones y volúmenes de contratación han descontado su efecto con anterioridad a su divulgación. O también podría deberse a que la información divulgada careciera de relevancia (para el mercado) a la hora de fijar el perfil de riesgo de la empresa.

El análisis por estadios, llevado a cabo con el índice de Cabedo y Tirado (2009), ha puesto de manifiesto que la menor divulgación de información se centra en la de tipo cuantitativo: son muy pocas las empresas que divulgan información cuantitativa sobre el impacto potencial de los riesgos a los que se encuentran expuestas. Probablemente sea este el punto en el que se deba incidir tanto en futuros desarrollos normativos como en futuras investigaciones.

PERSPECTIVAS DE FUTURAS INVESTIGACIONES

El acotar el desarrollo de esta Tesis, con el fin de cumplir los objetivos perseguidos, no ha permitido abordar otras cuestiones que se han ido suscitando a lo largo de la investigación. No obstante, se proponen nuevos interrogantes como objeto de estudio de un futuro próximo.

La realización de esta Tesis, permite enfocar el futuro con nuevas investigaciones en el marco del establecimiento de modelos que permitan un diseño de los mejores factores de riesgo que proporcionen mayor efectividad en la utilidad para la toma de decisiones de inversión y/o financiación de los grupos de interés del mercado.

Entre las posibles extensiones, se destacan las siguientes a modo de síntesis de las mismas:

En primer lugar, se llevará a cabo una investigación paralela a la realizada, abarcando nuevos y actuales períodos de tiempo.

Del mismo modo, se tratará de establecer una relación entre los grados de insolvencia, relacionados con los *ratings* del momento de la publicación de los informes anuales, con la información prospectiva revelada en las Memoria e Informe de Gestión.

Igualmente, analizar el nivel de inversión-financiación por parte de las instituciones bancarias en las empresas que cotizan en Bolsa, derivadas – probablemente- del nivel de conocimiento que les proporcionan las divulgaciones de información sobre riesgos.

Por otra parte, establecer el grado de divulgación de información sobre riesgos por parte de las empresas con respecto a otros medios de publicaciones, como son los medios televisivos, la prensa escrita, internet, etc., las personas componentes de su accionariado, los impactos medioambientales que provocan sus producciones.

Examinar y analizar el grado de divulgación de información sobre riesgos ante la sensibilidad que el mercado tiene por pertenencia a un determinado sector (y

convenios sindico-laborales de cada uno) y zona geográfica de desarrollo empresarial, pueden ser dos elementos a considerar en futuros trabajos.

BIBLIOGRAFÍA

- Abraham, S.; Cox, P. (2007): Analyzing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports, *The British Accounting Review*, Vol. 39, N° 3, pp. 227 – 248
- Abraham, S.; Marston, C.; Darby, P. (2012): *Risk reporting: Clarity, relevance and location*. Edinburgh: ICAEW.
- Abraham, S.; Shrives, P. (2014): Improving the relevance of risk factor disclosure in corporate annual reports, *The British Accounting Review*, Vol. 16, (mar), pp. 91 - 107
- Abraham, S.; Solomon, A.; Stevenson, J. (2007): *A Ranking of Risk Disclosure in UK Annual Reports*. Working paper. Edinburgh, UK: Napier University.
- Accounting Standards Board (ASB) (1998): Derivatives and other financial instruments: disclosures, *Financial reporting standard (FRS) N° 13*.
- Agle, B.R.; Donaldson, T.; Freeman, R.E.; Jensen, M.C.; Mitchell, R.K.; Wood, D.J. (2008): Dialogue: Toward superior stakeholders theory. *Business Ethics Quarterly*, Vol. 18, N° 2, pp. 153 - 190
- Ahmed, K.; Nicholls, D. (1994): The Impact of Non-Financial Company Characteristics on Mandatory Disclosure Compliance in Developing Countries: The Case of Bangladesh, *The International Journal of Accounting*, Vol. 29, N° 1, pp. 62
- AICPA (1973a): *Report of the Study Group on the Objectives of Financial Statements*, New York. American Institute of Certified Public Accountants.
- AICPA (1973b): *Objectives of Financial Statements (Trueblood report)*, New York. American Institute of Certified Public Accountants.
- AICPA (1994a): *Improving Business Reporting: A Customer Focus: meetings information needs of investors and creditors*. Comprehensive Report of the

- Special Committee on Financial Reporting. New York. American Institute of Certified Public Accountants.
- AICPA (1994b): *Disclosure of Certain Significant Risks and Uncertainties*. Statement of Position 94-6. New York, American Institute of Certified Public Accountants. Accounting Standards Division.
- Akaike, H. (1972a): Use of an information theoretic quantity for statistical model identification. *Proc. 5th Hawaii International Conference on System Sciences*, pp. 249 - 250.
- Akaike, H. (1972b): Automatic data structure search by the maximum likelihood. *Computers in Biomedicine, Supplement to Proc. 5th Hawaii International Conference on System Sciences*, pp. 99 - 101
- Akerlof, G.A. (1970): The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90 (August), pp. 629 - 650
- Amihud, Y.; Mendelson, H. (1986): Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, Vol. 17, pp. 223 – 249
- Amran A.; Bin, A.M.R.; Hassan, B.C.H.M. (2008): Risk reporting: An exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports, *Managerial Auditing Journal*, Vol. 24, N° 1, pp. 39 - 57
- Armstrong, C.; Barth, M.; Jagolinzer, A.; Reidl, E. (2010): Market Reaction to the Adoption of IFRS in Europe. *Accounting Review* Vol. 85, N° 1, pp. 31 – 61
- Association of Chartered Certified Accountants, ACCA, (2014): *Risk reporting*. October.
- Bamber, M.; McMeeking, K. (2010): *Mandatory reporting compliance issues and a suggested rationale*, Paper presented at the 33rd European Accounting Congress, Istanbul; (May), pp. 19 – 21
- Banco de España (2004): Circular 4/2004 de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

- Basle Committée on Banking Supervision (1998): *Survey of disclosures about trading and derivatives activities of banks and securities firms 1997*. Bank for International Settlements. Basle (BCBS); November.
- Beattie, V.; Mc Innes, B.; Fearnley, S. (2004): A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, Vol. 28, pp. 205 - 236
- Beaver, W.H. (1966): Financial Ratios as Predictors of Failure. *Journal of Accounting Research, (supplement)*, Vol. 4 (3), pp. 71 - 111
- Beaver, W.H. (1989): *Financial Reporting: An Accounting Revolution 2/e*. New Jersey: Prentice Hall.
- Belkaoui, A.; Kahl, A. (1978): Corporate financial disclosure in Canada. *Vancouver: Canadian Certified General Accountants Association*, Vol. 6, N° 2, pp. 44 - 55
- Beretta, S.; Bozzolan, S. (2004): A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, N° 39, pp. 265 – 288
- Berger, T.; Gleißner, W. (2006): *Risk Reporting and Risks Reported: A Study on German HDAX-listed Companies 2000 to 2005*. Paper presented at the 5th International Conference on Money, Investment & Risk. Nottingham, 1-3 november.
- Berle, A.; Means, G. (1932): *The Modern Corporation and Private Property*. Nueva York: Macmillan Publishing Co.
- Blum, M. (1974): Failing Company Discriminant Analysis. *Journal of Accounting Research*, Vol. 12, N° 1, pp. 1 - 25
- Botosan, Ch.A. (1997): Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*. Vol. 72, N° 3, pp. 323 – 349

- Botosan, Ch.A. (2004): Discussion of a framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, Vol. 39, pp. 289 - 295.
- Botosan, Ch.A. (2006): Disclosure and the cost of capital: what do we know?; *Accounting and Business Research*, International Accounting Policy Forum, pp. 31 - 40
- Botosan, Ch.A.; Plumlee, M.A. (2002): A Re-Examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, N° 1, pp. 21 – 40
- Botosan, Ch.A.; Plumlee, M.A. (2005): Are information attributes priced. *The Accounting Review*, Vol. 80, N° 1, pp. 21 - 53
- Cabedo, J.D. (1998): *Cuantificación del Riesgo de Cambio en las entidades bancarias españolas. Un enfoque de supervisión*. Tesis Doctoral. Universitat Jaume I, Castellón (España).
- Cabedo, J.D.; Tirado, J.M. (2002): La información segmentada en España: Factores determinantes de su publicación. *Revista Valenciana de Economía y Hacienda*. N° 5, pp. 107 - 125
- Cabedo, J.D.; Tirado, J.M. (2004): The disclosure of risk in financial statements, *Accounting Forum*, Vol. 28, pp. 181 - 200
- Cabedo, J.D.; Tirado, J.M. (2007): La regulación contable sobre divulgación de riesgos en los estados financieros. *Partida Doble*, N° 184, pp. 30 - 45
- Cabedo, J.D.; Tirado, J.M. (2009): Divulgación de información sobre riesgos: una propuesta para su medición, *Revista Innovar*, Vol. 19, N° 34, pp. 121 - 134
- Cabedo, J.D.; Tirado, J.M. (2014): Risk disclosure and cost of equity. The Spanish case. *Contaduría y Administración*, (October-december), Vol. 59, N° 4, pp. 105 - 135
- Cadbury Report (1992): *Report of the committee on the financial aspects of corporate governance*, London: Gee Publishing Ltd.

- Campbell, J.; Chen, H.; Dhaliwal, D.; Lu, H.; Steele, L. (2014): The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. *Review Accounting Studies*, Vol. 19, pp. 396 – 455
- Capozzoli, M; McSweeney, L.; Sinha, D. (1999): Beyond kappa: A review of interrater agreement measures. *The Canadian Journal of Statistics*, Vol. 27, N° 1, pp. 3 - 23
- Cea, J.L. (1992): *In search of a better and more complete accounting information about the income risk*, XV Congress of the European Accounting Association, Madrid (España).
- Cea, J.L. (1995): La información contable sobre el riesgo empresarial. Una necesidad insatisfecha. *Boletín AECA* N° 38, pp. 34 - 23
- Cea, J.L. (1996): *La búsqueda de la racionalidad económico-financiera. Imperativo prioritario para la investigación contable*. ICAC, Madrid.
- Cerf, A.R. (1961): *Corporate reporting and investment decisions*. Berkeley: The University of California Press.
- Chen, F.; Jorgensen, B.; Yoo, Y. (2004): Implied cost of equity capital in earnings-based valuation: international evidence. *Accounting and Business Research*, Vol. 34, N° 4, pp. 323 - 348
- Chen, W.P.; Chung, H.; Lee, C.; Liao, W.L. (2007): Corporate Governance and Equity Liquidity: analysis of S&P transparency and disclosure rankings, *Corporate Governance*, Vol. 15, N° 4, pp. 644 - 660
- Chow, C.; Wong-Boren, A. (1987): Voluntary Financial Disclosures by Mexican Corporations, *Accounting Review*, Vol. 62, pp. 533 - 541
- Clarke, T. (1998): The stakeholder corporation: a business philosophy for the information age. *Long Range Planning*, Vol. 31, pp. 182 - 184
- Clarkson, M.B.E. (1995); A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance. *Academy of Management Review*, Vol. 20, N° 1, pp. 92 - 117
- Coase, R.H. (1937): The nature of the Firm. *Economical*, Vol. 4, pp. 386 – 405

- Coase, R.H. (1937): The Nature of the Firm. En: *The Nature of the Firm*, (1993). Williamson. O.E.; Winter, S.G. (eds.); Oxford: Oxford University Press.
- Coase, R.H. (1960): The Problem of Social Cost. *The Journal of Law & Economics*. Vol. III, October.
- Cohen, J. (1960): A coefficient of agreement for nominal scales. *Educational and Psychological Measurement*; Vol. 20, pp. 37 – 46
- Comisión Europea (2002): *Reglamento (CE) N° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de julio de 2002 relativo a la aplicación de las normas internacionales de contabilidad*
- Cooke, T.E. (1989): Voluntary corporate disclosure by Swedish companies. *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 1, N° 2, pp. 171 - 195
- Cox, C. (1985): Further evidence of disclosure of predecision information in a duopoly. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, N° 2, pp. 861 - 872
- Crouhy, M.; Galai, D.; Mark, R. (2000): A comparative analysis of current credit risk models. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24, N°s 1 y 2, pp. 59 – 117
- Deakin, E.B. (1972): A discriminant Analysis as predictor of Business Failure. *Journal of Accounting Research*, Vol.10, N° 1, pp. 167 - 179
- Deegan C.M.; Unerman, J. (2005): *Financial Accounting Theory: European edition*, McGraw-Hill Education, Berkshire UK. (November)
- Deegan C.M.; Unerman, J. (2006): *Financial Accounting Theory*, McGraw-Hill, Berkshire.
- Depoers, F. (2000): A cost-benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies. *The European Accounting Review*. Vol. 9, N° 2, pp. 245-263
- Deumes, R.W.J. (2008): Corporate Risk Reporting: A Content Analysis of Narrative Risk. Disclosures in Prospectuses. *Journal of Business Communication*, Vol. 45, N° 2 (April), pp. 120 – 157

- Deumes, R.W.J.; Knechel, W.R. (2008): Economic incentives for voluntary reporting on internal risk management and control systems. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, Vol. 27, N° 1, pp. 35 – 66
- Diamond, D. (1985): Optimal Release of Information by Firms. *Journal of Finance* Vol. 40, pp. 1071 – 1094
- Diamond, D.E.; Verrechia, R.E. (1991): Disclosure, liquidity, and the cost of capital, *Journal of Finance*, Vol. 46 N° 4, pp. 1325 - 1359
- Dobler, M. (2005): National and International Developments in Risk Reporting: May the German Accounting Standard 5 Lead the Way Internationally? *German Law Journal*, Vol. 6 N° 8, pp. 1191 – 1200
- Dobler, M. (2008): Incentives for risk reporting – A discretionary disclosure and cheap talk approach, *The International Journal of Accounting*, Vol. 43, pp. 184 – 206
- Dobler, M.; Lajili, K.; Zéghal, D. (2011): Attributes of Corporate Risk Disclosure: An International Investigation in the Manufacturing Sector. *Journal of International Accounting Research*, Vol. 10, N° 2, pp. 1 - 22
- Doherty, N.A. (2000): *Integrated Risk Management: Techniques and Strategies for Managing Corporate Risk*. McGraw-Hill Companies
- Donaldson, T.; Preston, L.E. (1995): The Stakeholders Theory of the corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *Academy of Management Review*, Vol. 2, pp. 65 - 91
- Easley, D.; O'Hara, M. (2004): Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, Vol. 59, N° 4, pp. 1553 – 1583
- Elshandidy, T.; Fraser, I.; Hussainey, K. (2013): Aggregated, voluntary, and mandatory risk disclosure incentives: Evidence from UK FTSE all-share companies. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 30, pp. 320 – 333

- Elshandidy, T.; Fraser, I.; Hussainey, K. (2014): What drives mandatory and voluntary risk reporting variations across Germany, UK and US?. *The British Accounting Review*, Vol. XXX, pp. 1 - 19
- Espinosa, M.; Trombetta, M. (2007): Disclosure Interactions and the Cost of Equity Capital: Evidence from the Spanish Continuous Market. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 34, N° 9-10, pp. 1371 - 1392
- Fama, E.F. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, Vol. 25, pp. 383 – 417
- Fama, E.F. (1980): Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political economy*, Vol. 88, pp. 288 – 307
- Fama, E.F.; French, K.R. (1992): The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, Vol. 47, N° 2 (June), pp. 427 - 465
- Fama, E.F.; French, K.R. (2002): The Equity Premium. *The Journal of Finance*, Vol. 57, N° 2 (April), pp. 637 – 659
- Ferguson, M.J.; Lam, K.C.K.; Lee, G.M. (2001): Voluntary disclosure by state-owned enterprises listed on the stock exchange of Hong Kong. *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 13, N° 2, pp. 125 - 152
- Financial Accounting Standards Board (1991): *Disclosures about Fair Value of Financial Instruments*, Statement of Financial Accounting Standards, N° 107, CT: FASB.
- Financial Accounting Standards Board (1994): *Disclosures about derivative financial instruments and fair value of financial instruments*. Statement of Financial Accounting Standards N° 119. Norwalk, CT: FASB.
- Financial Accounting Standards Board (1998): *Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities*, Statement of Financial Accounting Standards, N° 133, CT: FASB.

- Financial Accounting Standards Board (2001): *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures*. Financial Accounting Standard Board. CT: FASB.
- Financial Reporting Council (2005): *Internal Control: Revised Guidance for Directors on the Combined Code*, FRC; www.frc.org.uk
- Foray, D.; Lundvall, B.A. (1996): The Knowledge-based Economy: From the Economics of Knowledge to the Learning Economy; en Foray, D. y B.A. Lundvall (eds.), *Employment and Growth in the Knowledge-based Economy*, OECD Documents, París.
- Francis, J.; Nanda, D.J.; Olsson, P. (2008): Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital. *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, pp. 53 - 100
- Francis, J.; Schipper, K. (1999): Have financial statements lost their relevance?, *Journal of Accounting Research*, Vol 37, N° 2, pp. 319 – 352
- Freeman, R.E. (1984): *Strategic management. A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Freeman, R.E.; Harrison, J.S. (1999): Stakeholders, Social Responsibility, and Performance: Empirical Evidence and Theoretical Perspectives. *The Academy of Management Journal*, Vol. 42, N° 5, pp. 479 - 485
- Friedman, M. (1962): *Capitalism and freedom*, Chicago: University of Chicago Press.
- García, M. A.; Monterrey, J. (1993): La revelación voluntaria en las compañías españolas cotizadas en Bolsa. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, enero-marzo N° 74, pp. 53-70
- García-Meca, E.; Larrán, J. M. (2004): La relevancia de la información no financiera en la estrategia empresarial de divulgación voluntaria: percepciones Empresa–Analista sobre su utilidad, *Revista Valenciana de Economía y Hacienda*, N° 12 – III, pp. 128 – 145

- García-Meca, E.; Parra, I.; Lárran, M.; Martínez, I. (2005): The Explanatory Factors of Intellectual Capital Disclosure to Financial Analysts, *European Accounting Review*, Vol. 14, N° 1, pp. 63 - 94
- García-Meca, E.; Sánchez, J.P. (2006): Un estudio meta-analítico de los factores determinantes de la revelación de información. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 35, N° 132, pp. 761 - 788
- GASB (2001): *Risk Reporting*, GAS 5, Berlin, Germany: German Accounting Standards Board
- Gebhardt, W.; Lee, C.; Swaminathan, B. (2001): Towards an implied cost of capital. *Journal of Accounting Research*, Vol. 39, pp. 135 - 176
- German Accounting Standards Committee (2000): *GAS N° 5. Risk reporting*. GASC. Berlin.
- Gietzmann, M.; Ireland, J. (2005): Cost of Capital, Strategic Disclosures and Accounting Choice, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 32, N°s 3 y 4, pp. 599 – 634
- Gietzmann, M.B.; Trombetta, M. (2003): Disclosure Interactions: Accounting Policy Choice and Voluntary Disclosure Effects on the Cost of Raising Capital *Accounting and Business Research*, Vol. 33, N° 3, pp. 187 – 205
- Giner, B. (1995): *La divulgación de información financiera: una investigación empírica*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid
- Giner, B.; Arce, M.; Cervera, N.; Ruíz, A. (2003): Incentivos para la divulgación voluntaria de información: evidencia empírica sobre la información segmentada, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 12, N° 4, pp. 69 - 86
- Gray, R.H.; Kouhy, R.; Lavers, S. (1995a): Corporate social and environmental reporting. A review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol. VIII, n.º 2, pp. 47 - 77.

- Gray, R.H.; Kouhy, R.; Lavers, S. (1995b): Constructing a research database of social and environmental reporting by UK companies: a methodological note, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. VIII, n.º 2, pp. 78 - 101.
- Gray, S.J. (1988): Towards a Theory of Cultural Influence on the Development of Accounting Systems Internationally, *Abacus*, Vol. 24, N° 1 (March), pp. 1 - 15
- Gray, S.J. (1995): Cultural perspectives on the measurement of corporate success, *European Management Journal*, Vol. 13, N° 3, pp. 269 – 275
- Gray, S.J.; Meek, G.; Roberts, C.B. (1995): International capital market pressures and voluntary annual report disclosures by U.S. and U.K. multinationals. *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 6, N° 1, pp. 43 – 65
- Gray, S.J.; Roberts, C.B. (1989): *Voluntary information disclosures and the British multinational: Corporate perceptions of costs and benefits. International Pressures for Accounting Change* (ed.) Hemel Hempstead: Prentice Hall International, pp. 116 – 139
- Grossman, S.J. (1981): The informational role of warranties and private disclosure about product quality. *Journal of Law and Economics*, Vol. 24, N° 3, pp. 461 - 483
- Guo, H. (2003): *Quantitative market risk disclosure, bond default risk and the cost of debt: Why value at risk?* Unpublished dissertation, University of Illinois, Champaign, Illinois.
- Guo, H. (2003): Quantitative market risk disclosure, bond default risk and the cost of debt: Why value at risk?. *Baruch College Working Paper*.
- Hail, J.; Leuz, Ch. (2006): International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?, *Journal of Accounting Research*, Vol. 44, N° 3, pp. 485 – 531

- Hail, L. (2002): The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms, *European Accounting Review*, Vol. 11, pp. 741 – 773
- Handa, P.; Schwartz, R.; Tiwari, A. (2003): Quote setting and price formation in an order driven market, *Journal of Financial Markets*, Vol. 6, pp. 461 - 489
- Hassan, M.K. (2012): A disclosure index to measure the extent of corporate governance reporting by UAE listed corporations. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, Vol. 10, N° 1, pp.4 - 33
- Healy, P.M.; Palepu, K.G. (2001): Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* N° 31, pp. 405 – 440
- Hill, P.; Short, H. (2009): Risk disclosures on the second tier markets of the London Stock Exchange. *Accounting and Finance*, Vol. 49, pp. 753 - 780
- Ho, S.S.M.; Wong, K.S. (2001): A study of the relationship between Corporate Governance structures and the extent of voluntary disclosure, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 10, pp.139 - 159
- Hooder, L.; McAnally, M.L. (2001): SEC market-risk disclosures: Enhancing comparability, *Financial Analysts Journal*, Vol. 57 (March/April), pp: 62 - 78
- Hopper, G.P. (1996): Value at risk: a new methodology for measuring portfolio risk. *Business Review. Federal Reserve Bank of Philadelphia*, (July August), pp. 19 – 30
- Hossain, M.; Adams, M. (1995): Voluntary Financial Disclosure By Australian Listed Companies. *Australian Accounting Review*, Vol. 5, N° 10 (november), pp. 45 - 55
- Houge, T.; Loughran, T.; Suchanek, G.; Yan, X. (2001): Divergence of opinion, uncertainty and the quality of initial public offerings, *Financial Management*, Vol. 30, pp. 5 – 23

- IASB (2005a): *International Accounting Standard, IAS 1; Presentation of Financial Statements*. London: International Accounting Standard Board.
- IASB (2005b): *Discussion Paper Management Commentary*. London: International Accounting Standard Board.
- IASB (2008): *An Improved Conceptual Framework for Financial Reporting*. (Chapter 1: “The Objective of Financial Reporting”. Chapter 2: “Qualitative Characteristics and Constraints of Decision –Useful Financial Reporting Information”). London: International Accounting Standard Board.
- IASB (2009): *Exposure Draft. Management Commentary*. London: International Accounting Standard Board.
- ICAC (2002): *Informe sobre la situación actual de la contabilidad en España y líneas básicas para abordar su reforma (Libro Blanco)*, Instituto de Contabilidad y Auditoria de Cuentas, Madrid.
- ICAEW (1997): *Financial Reporting of Risk: Proposals for a Statement of Business Risk*. London: Institute of Chartered Accountants in England and Wales.
- ICAEW (1999a): *Financial performance: Alternative views of the bottom line*. London: Institute of Chartered Accountants in England and Wales.
- ICAEW (1999b): *No Surprise: The case for better risk reporting*. London: Institute of Chartered Accountants in England and Wales.
- ICAEW (1999c): *Inside out. Reporting on shareholder value*. London: Institute of Chartered Accountants in England and Wales.
- ICAEW (2002): *No surprise: Working for better risk reporting*. London: Institute of Chartered Accountants in England and Wales.
- ICAEW (2002): *Risk management for SMEs*. London: Institute of Chartered Accountants in England and Wales.

ICAEW (2003): *Information for better market: New reporting models for business*. London: Institute of Chartered Accountants in England and Wales.

ICAEW (2004a): *Managing risk: Views of senior directors of the FTSE 500*. London: Institute of Chartered Accountants in England and Wales.

ICAEW (2004b): *New reporting models for business: Possible topics for research*. London: Institute of Chartered Accountants in England and Wales.

ICAEW (2011): *Risk Reporting Quality: Implications of Academic Research for Financial Reporting Policy*. London: December, 8)

ICAS (1988): *Making corporate reports valuable*. London: Institute of Chartered Accountants of Scotland.

ICAS (1999): *Business reporting: The inevitable change?* Beattie, V. (ed.), Edinburgh: Institute of Chartered Accountants of Scotland.

IFAC (2008): *Financial Reporting Supply Chain. Current Perspectives and Directions*. International Federation of Accountants.

IFAC (2009): *Developments in the Financial Reporting Supply Chain– Results from a Global Study among IFAC Member Bodies*. International Federation of Accountants.

Institute of Chartered Accountants in England & Wales ICAEW (2011): *Reporting Business Risks: Meeting Expectations*. London: Institute of Chartered Accountants in England and Wales.

Institute of Chartered Accountants in England & Wales, ICAEW (1997): *Financial Reporting of Risk: Proposals for a Statement of Business Risk*, United Kingdom.

Institute of Chartered Accountants in England & Wales, ICAEW (1999): *Internal Control, Guidance for Directors on the Combined Code (Turnbull Report)*.

- Instituto de Contabilidad y Auditoria de Cuentas, ICAC (2002): *Informe sobre la situación actual de la contabilidad en España y líneas básicas para abordar su reforma (Libro Blanco)*, ICAC, Madrid.
- International Accounting Standard Board, IASB (2005): *International Financial Reporting (IFRS): Financial Instruments: Disclosures*, IFRS N° 7.
- International Accounting Standard Board, IASB (2011): *Use around the world – The move towards global standards*, Online Available: <ifrs.org/IFRS/use_around_the_world> (25/05/11).
- International Federation of Accountants (2011): IFAC 2011, *Revista El Contador Público*, Ed. Mayo – Junio
- IOSCO (2002): *Principles for periodic disclosures by listed entities, Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities*, Statement of the Technical Committee of IOSCO, International Organization of Securities Commissions (october).
- Jensen, M.C. (1986): Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76, N° 2; pp. 323 - 329
- Jensen, M.C. (1993): The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 831 - 880
- Jensen, M.C.; Meckling, W. (1976): Theory of the Firm: Management Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, N° 4, pp. 305 - 360
- Jensen, M.C.; Meckling, W. (1976); Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, N° 4, pp. 305 - 360
- Jones, T.M.; Wicks, A.C. (1999): Convergent stakeholder theory. *Academy of Management Review*, Vol. 24, N° 2, pp. 206 - 221
- Jorgensen, B.N.; Kirschenheiter, M.T. (2003): Discretionary Risk Disclosures, *The Accounting Review*, Vol. 78, N° 2 (April), pp. 449 – 469

- Jorion, P. (1997): *Value at Risk: The New Benchmark for controlling market risk*, University of California, Irvine, CA.
- Jorion, P. (2002): How informative are Value-at-Risk disclosures? *The Accounting Review*, Vol. 77, N° 4, pp. 911 - 931
- Jorion, P. (2007): *Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk*, McGraw-Hill, 3ª Edition.
- Jorion, P. (2010): Risk Management. *Annual Review of Financial Economics* Vol. 2, pp. 347 - 365
- Kajüter, P. (2001): Risikoberichterstattung: Empirische Befunde und der Entwurf des DRS 5. *Der Betrieb*, Vol. 54, N° 3, pp. 105 – 111
- Kajüter, P. (2004): *Risk reporting in Germany: Evidence from a longitudinal study*, 27th Annual Congress of the European Accounting Association in Prague.
- Kajüter, P.; Winkler, C. (2003): Die Risikoberichterstattung der DAX100-Unternehmen Zeitvergleich. *Ergebnisse einer empirischen Untersuchung*, Vol. 3, N° 5, pp. 217 – 228
- Kim, O.; Verrecchia, R.E. (1994): Market liquidity and volume around earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, pp. 41 – 67
- Kim, Y.S. (2011): The Effects of Early Adoption of K-IFRS on Information Asymmetry and Quality of Earnings. *Accounting Information Review* Vol. 29, N° 4, pp. 273 – 299
- Kothari, S.P.; Li, X.; Short, J.E. (2009a): The effect of disclosures by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: a study using content analysis. *The Accounting Review*, Vol. 84, N° 5, pp. 1639 – 1670
- Kothari, S.P.; Shu, S.; Wysocki, P. (2009b): Do managers withhold bad news? *Journal of Accounting Research*, Vol. 47, pp. 241 – 276

- Kravet, T.; Muslu, V. (2013): Textual risk disclosures and investors' risk perceptions, *Review of Accounting Studies*, Vol. 18, N° 4, pp. 1088 – 1122
- Krippendorff, K. (1997): *Metodología de análisis de contenido. Teoría y práctica*. Barcelona, Paidós.
- Kwok, B. (2003): *The effect of mandated market risk disclosures on the quality of information contained in analysts' earnings forecasts*, Working Paper (Singapore Management University).
- Lajili, K.; Dobler, M.; Zéghal D. (2012): An Empirical Investigation of Business and Operational Risk Disclosures. *The International Journal of Management and Business*, Vol. 3, N° 2 (December)
- Lajili, K.; Zéghal D. (2005): A content analysis of risk management disclosure in Canadian annual reports, *Canadian Journal of Administrative Sciences*, Vol. 22 N° 2, pp. 125 - 142
- Lajili, K.; Zéghal, D. (2003): *The disclosure of risk management information in Canadian annual reports*, 26th Annual Congress of the European Accounting Association in Sevilla.
- Lambert, R.; Leuz, C.; Verrecchia, R. (2007): Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, Vol. 45, N° 2, pp. 385 - 420
- Lang, M.H.; Lundholm, R.J. (1993): Earnings forecasting research: Its implications for capital markets research. *International Journal of Forecasting*, Vol. 9, (November), pp. 295 - 320
- Larrán J.M.; García-Meca, E., (2004a): La relevancia de la información no financiera en la estrategia empresarial de divulgación voluntaria. *R.V.E.H.* N° 12, pp. 127 - 145
- Larrán, J.M.; García-Meca, E., (2004b): Cost, Benefits and Explanatory Factors of the Financial Information Disclosure Policy, *Revista de Contabilidad*, Vol. 7, N° 14, Julio-diciembre, pp. 75 – 111

- Latham, C.; Jacobs, F. (2000): Monitoring and Incentives Factors Influencing Misleading Disclosures. *Journal of managerial Issues*. (Summer), pp. 169 - 187
- Lau, A. (1992): Voluntary financial disclosure by Hong Kong listed companies. *Hong Kong Manager*, (May/June), pp. 10 – 19
- Leftwich, R.; Watts, R. L.; Zimmerman, J. L. (1981): Voluntary corporate disclosure: the case of interim reporting. *Journal of Accounting Research*, Vol. 19 (suppl.), pp. 50 - 77
- Leuz, C. (2003): IAS versus U.S. GAAP: Information asymmetry-based evidence from Germany's new market. *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, N° 3, pp. 445 – 472
- Leuz, C.; Verrecchia, R. (2000): The economic consequences of increased disclosure, *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, (Supplement), pp. 91 - 124
- Lev, B. (1992): Information disclosure strategy. *California Management Review*. Vol. 34, N° 4, pp. 9 - 32
- Lev, B.; Penman, S.H. (1990): Voluntary forecast disclosure, nondisclosure, and stock prices. *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, N° 2, pp. 246 - 271
- Lev, B.; Zarowin, P. (1999): The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, N° 2, pp. 353 – 386
- Li, F. (2006): *Do stock market investors understand the risk sentiment of corporate annual reports?*, Working paper, University of Michigan
- Linsley, P.M.; Kajüter, P.M. (2008): Restoring reputation and repairing legitimacy. A case study of impression management in response to a major risk event at Allied Irish Banks plc, *International Journal of Financial Services Management*, Vol. 3, N° 1, pp. 65 – 82
- Linsley, P.M.; Lawrence, M.J. (2007): Risk reporting by the largest UK companies: readability and lack of obfuscation, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 20 No 4, pp. 620 – 627

- Linsley, P.M.; Shrives, P.J. (2000): Risk management and reporting risk in the UK, *The Journal of Risk*, Vol. 3, pp. 115 - 129
- Linsley, P.M.; Shrives, P.J. (2001): Truth or dare? *Financial Management*, Vol. 40, (may).
- Linsley, P.M.; Shrives, P.J. (2005): Disclosure of risk information in the banking sector. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 13, Nº 3, pp. 205 – 214
- Linsley, P.M.; Shrives, P.J. (2005a): Transparency and the disclosure of risk information in the banking sector, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 13, Nº 3, pp. 205 - 214
- Linsley, P.M.; Shrives, P.J. (2005b): Examining risk reporting in UK public companies, *The Journal of Risk Finance*, Vol. 6, Nº 4, pp. 292 - 305
- Linsley, P.M.; Shrives, P.J. (2006): Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *British Accounting Review*, Vol. 38, pp. 387 – 404
- Linsmeier, T.; Pearson, N. (1997): Quantitative disclosures of market risk in the SEC release, *Accounting Horizons*, Vol. 11, pp. 107 - 135
- Linsmeier, T.; Thornton, D.; Venkatachalam, M.; Welker, M. (2002): The effect of mandated market risk disclosure on trading volume sensitivity to interest rate, exchange rate, and commodity price movements, *The Accounting Review*, Vol. 77, Nº 2 (April), pp. 343 - 377
- Lundholm, R.J. (1999): Reporting on the past: A new approach to improving accounting today, *Accounting Horizons*, (Diciembre), pp. 315 - 322
- Marshall, A. (1890): *Principles of Economics*. Macmillan and Company. Oxford: Thommes Continuum. También, y en español, en *Principios de Economía*, Ed. Aguilar (Madrid), 4ª edición, 1963.
- McNally, G.M.; Eng, L.H.; Hasseldine, C.R. (1982): Corporate financial reporting in New Zealand: An analysis of user preferences, corporate characteristics

- and disclosure practices for discretionary information, *Accounting and Business Research*, Vol. 13 (Winter), pp. 11 - 20
- Meek, G.; Roberts, C.; Gray, S. (1995): Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and Continental European Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies*, Vol. 26, N° 3, pp. 555 - 572
- Michiels, A.; Vandemaele S.; Vergauwen, Ph. (2009): Risicorapportering door Belgische beursgenoteerde bedrijven, *Accountancy & Bedrijfskunde*, N° 4, pp. 3 - 11
- Miihkinen, A. (2008): Efficiency of authoritative disclosure recommendations: Evidence from IFRS transition disclosure in Finland, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol.16, No.4, pp. 384-413.
- Miihkinen, A. (2009): *Can the Quality of Firm Risk Disclosure Be Improved by a Judgement-Based Disclosure Standard*, paper presented at the Doctoral Colloquium of the 32nd Annual Congress of the European Accounting Association, Tampere, 9-12 May.
- Miihkinen, A. (2012): What drives quality of firm risk disclosure? The impact of a national disclosure standard and reporting incentives under IFRS. *The International Journal of Accounting*, Vol. 47, N° 4, pp. 437 - 468
- Miihkinen, A. (2013): *Essay on Corporate Risk and Transition Disclosures in the IFRS Era*. Aalto University Publication, Doctoral Dissertations 35/2013; Department of Accounting.
- Miihkinen, A. (2013): The usefulness of firm risk disclosures under different firm riskiness, investor-interest, and market conditions: New evidence from Finland. *Advances in Accounting*, Vol. 29, N° 2, pp. 312 – 331
- Milgrom, P. (1981): Good news and bad news: representation theorems and applications. *Bell Journal of Economics*, Vol. 12, pp. 380 - 391
- Mohobbot, A. (2005): Corporate risk reporting practices in annual reports of Japanese companies. *Japanese Journal of Accounting*, Vol. 16, N° 1, pp. 113 – 133

- Murphy, E. (2012): What Is Systemic Risk? Does It Apply to Recent JP Morgan Losses? *Congressional Research Service*, pp. 1 - 11
- Myers S. (1977): Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* Vol. 5, pp. 147 – 175
- Myers, S.; Majluf, N. (1984): Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13; pp. 187 – 221
- Ng, J.; Verrecchia, R.; Weber, J. (2009): *Firm performance measures and adverse selection*. Working paper, MIT Sloan School of Management.
- Ntim, C.G.; Lindop, S.; Thomas, D.A. (2013): Corporate governance and risk reporting in South Africa: A study of corporate risk disclosures in the pre- and post-2007/2008 global financial crisis periods. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 30, pp. 363 - 383
- Oliviera, L.; Rodrigues, L.L.; Craig, R. (2011a): Risk-related disclosure practice in the annual reports of Portuguese credit institutions: An exploratory study. *Journal of Banking Regulation*, Vol. 12, Nº 2, pp. 100 – 118
- Oliviera, L.; Rodrigues, L.L.; Craig, R. (2011b): Voluntary risk reporting to enhance institutional and organizational legitimacy: Evidence from Portuguese Banks. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 19, pp. 271 – 289
- Pajunen, K. (2006): Stakeholder Influences in Organizational Survival. *Journal of Management Studies*, Vol. 43, Nº 6, pp. 1261 - 1288
- PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO (2002): Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, 19 de julio, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad (DOCE L 243, DE 11 DE SEPTIEMBRE).
- PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO (2002): Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, 19 de julio, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad (DOCE L 243, DE 11 DE SEPTIEMBRE)

- PARLAMENTO EUROPEO; CONSEJO DE LA UNIÓN EUROPEA (2003): Directiva 2003/51/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2003, por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE y 91/674/CEE del Consejo sobre las cuentas anuales y consolidadas de determinadas formas de sociedades, bancos y otras entidades financieras y empresas de seguros. *Diario Oficial de la Unión Europea*, L 178, de 17/07/2003.
- Parmar, B.L.; Freeman, R.E.; Harrison, J.S.; Wicks, A.; Purnell, L.; Colle, S. (2010): Stakeholders theory. The state of the art. *The Academy of Management Annals*, Vol. 4, N° 1, pp. 403 - 445
- Penman, S.H. (1980): An Empirical Investigation of the Voluntary Disclosure of Corporate Earnings Forecasts, *Journal of Accounting Research*, Vol. 18, N° 1 (Spring), pp. 132 – 160
- Penza, P.; Bansal, V. (2001): *Measuring Market Risk with Value at Risk*. EE.UU.: New York: John Wiley & Sons.
- Prat, A. (2005): The Wrong Kind of Transparency. *The American Review*, Vol. 95, N° 3, pp. 862 - 877
- Preston, L.E.; Sapienza, H.J. (1990): Stakeholders Management and corporate performance. *Journal of Behavioral Economics*; Vol. 19, pp. 361 – 375
- Raffournier, R. (1995): The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies; *European Accounting Review*, Vol. 4, N° 2, pp. 261 – 280
- Rajgopal, S. (1999): Early evidence on the informativeness of SEC's market risk disclosures: The case of commodity price risk exposure of oil and gas producers, *The Accounting Review*, Vol. 74, N° 3 (July), pp. 251 – 280
- Rakow, K.C. (2010): The effect of management earnings forecast characteristics on cost of equity capital. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, Vol. 26, N° 1, pp. 37 – 46

- Richardson, A. J.; Welker, M. (2001): Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 26, Nº 7, pp. 597 - 616
- Rodríguez, L.; Noguera, L.C. (2014): Corporate reporting on risks: Evidence from Spanish companies, *Spanish Accounting Review*, pp. 1 - 14
- Roulstone, D.T. (1999): Effect of SEC Financial Reporting Release Nº 48 on Derivative and Market Risk Disclosures, *Accounting Horizons*, Vol. 13, Nº 4 (December), pp. 343 - 363
- Samuelson, P.A. (1965): Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly, *Industrial Management Review*, Vol. 6, (2) (spring), pp. 41 - 49
- Sarbanes-Oxley Act (2002): Pubic Law. No. 107-204, July 30
- Schumpeter, J.A. (1934): *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle*. Cambridge: Harvard Economic Studies.
- Scott, T.W. (1994): Incentives and disincentives for financial disclosure: Voluntary disclosure of defined benefit pension plan information by Canadian firms. *The Accounting Review*, Vol. 69, Nº 1, pp. 26 - 43
- Securities and Exchange Commission, SEC (1997): *Disclosure of accounting policies for derivative financial instruments and derivative commodity instruments and disclosure of quantitative and qualitative information about market risk inherent in derivative financial instruments, other financial instruments, and derivative commodity instruments*. Release 33-7386, FRR 48, Washington, DC: SEC.
- Shroff, N; Sun A; White, H; Zhang, W. (2013): Voluntary Disclosure and Information Asymmetry: Evidence from the 2005 Securities Offering Reform. *Journal of Accounting Research*. Vol. 51, Nº 5, pp. 1299 - 1345
- Sierra, G.; Escobar, B. (1999): Deficiencias y alternativas para la contabilidad financiera en España, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Nº 100, pp. 425 – 457

- Singhvi, S.; Desai, H. (1971): An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure. *The Accounting Review*, Vol. 46, (January), pp. 129 - 138
- Solomon, J.F.; Solomon, A.; Norton, S.D. y Joseph, N.L. (2000): A conceptual framework for corporate risk disclosure emerging from the agenda for corporate governance reform, *British Accounting Review*, Vol. 32, Nº 4, pp. 447 - 478
- Spence, M. (2000): Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets. *American Economic Review* Vol. 92, Nº 3, pp. 434 - 459
- Suárez, J. (2007): Relaciones entre organizaciones y *stakeholders*: necesidad de una interacción mutua entre los diversos grupos de interés. *Innovar*, Vol. 17, Nº 30, pp. 153 - 158
- Suijs, J. (2005): Voluntary disclosure of bad news. *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 32, Nº 7 y 8 (September-october), pp. 1423 - 1435
- Taylor, G.; Tower, G.; Neilson, J. (2010): Corporate communication of financial risk; *Accounting and Finance*, Vol. 50, pp. 417 - 446
- Verrecchia, R.E. (1983): Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 5, Nº 3 (junio), pp. 174 - 194
- Verrecchia, R.E. (1999): Disclosures and the cost of capital: A discussion, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 26, (January), pp. 271 - 283
- Verrecchia, R.E. (2001): Essays on Disclosure. *Journal of Accounting and Economics* Vol. 32, pp. 97 - 180
- Vidal, R. (2001): La información sobre el riesgo empresarial: Una visión panorámica, *Partida Doble*, (Abril) pp. 20 - 29
- Wagenfoger, A. (1990): Voluntary disclosure with a strategic opponent. *Journal and Accounting and Economics*, Vol. 12, pp. 341 - 364
- Wallace, R.S.O.; Naser, K. (1995): Firm-specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual

- reports of firms listed on the stock exchange of Hong Kong. *Journal of Accounting & Public Policy*, Vol. 14, pp. 311 – 368
- Wallace, R.S.O.; Naser, K.; Mora, A. (1994): The relationship between the comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain. *Accounting and Business research*, Vol. 25, Nº 97, pp. 41 – 53
- Watts, R.L.; Zimmerman, J.L. (1978): Towards a positive theory of the determination of accounting standards, *Accounting Review*, Nº 53, pp. 112 - 134
- Watts, R.L.; Zimmerman, J.L. (1986): *Positive accounting theory*, Englewood Cliffs, USA, New Jersey: Prentice-Hall.
- Watts, R.L.; Zimmerman, J.L. (1990): Positive accounting theory: A ten year perspective, *The Accounting Review*, Vol. 65, Nº 1, pp. 131 - 156
- Woods, M.; Dowd, K.; Humphrey, Ch. (2008a): Market Risk Reporting by the World's Banks: Evidence on the diversity of reporting practice and the implications for international accounting harmonization. *Spanish Accounting Review*, Vol. 11, Nº 2, pp. 9 – 42
- Woods, M.; Dowd, K.; Humphrey, Ch. (2008b): The value of risk reporting: a critical analysis of value-at-risk disclosures in the banking sector. *International Journal of Financial Services Management*, Vol. 3, Nº 1, pp. 45 - 64
- Woods, M.; Reber, B. (2003): A comparison of U.K. and German reporting practice in respect of risk disclosure post GAS 5. *In Paper presented at the 6th Financial Reporting and Business Communication Congress Cardiff Business*, School Cardiff, UK. (July), pp. 3 – 4
- Woods, M.; Reber, B. (2003): *A comparison of UK and German reporting practice in respect of risk disclosures post GAS 5*, 26th Annual Congress of the European Accounting Association in Sevilla.

LEGISLACIÓN

CÓDIGO DE COMERCIO de España, del 16 de octubre de 1885, modificado por LEYES:

19/1989 (BOE nº 178, 27-07-1989),

24/2001 (BOE nº 313, 31-12-2001),

34/2002 (BOE nº 166, 12-07-2002),

22/2003 (BOE Nº 164, 10-07-2003),

62/2003 (BOE nº 313, 31-12-2003),

2/2007 (BOE nº 65, 16-03-2007),

16/2007 (BOE nº 160, 5-07-2007).

CUARTA DIRECTIVA 78/660/CEE relativa a las Cuentas Anuales de determinadas formas de sociedad.

REAL DECRETO Nº 1/2010. Texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

REAL DECRETO Nº 1514/2007. Plan General de Contabilidad. España.

REAL DECRETO Nº 1515/2007. Plan General de Contabilidad de Pymes. España.

SÉPTIMA DIRECTIVA 83/349/CEE relativa a las cuentas consolidadas.

TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DE SOCIEDADES ANÓNIMAS, Nº 1564/1989, modificada por Ley 16/2007.