



Documento de trabajo

SEMINARIO PERMANENTE DE CIENCIAS SOCIALES

DIVULGACIÓN VOLUNTARIA SOBRE RIESGOS Y VALOR DE LA EMPRESA: EVIDENCIA EMPÍRICA EN EL CONTEXTO ESPAÑOL

Elena Merino Madrid
Jesús Antonio Sánchez Araque
Montserrat Manzanque Lizano

SPCS Documento de trabajo 2019/12

<https://www.uclm.es/Cuenca/CSociales/publicaciones/inicio>

© de los textos: sus autores.

© de la edición: Facultad de Ciencias Sociales de Cuenca.

Autores:

Elena Merino Madrid

Elena.Merino@uclm.es

Jesús Antonio Sánchez Araque

Jesus.Araque@uclm.es

Montserrat Manzaneque Lizano

Montserrat.Manzaneque@uclm.es

Edita:

Facultad de Ciencias Sociales de Cuenca

Seminario Permanente de Ciencias Sociales

Codirectoras:

Pilar Domínguez Martínez

María Cordente Rodríguez

Silvia Valmaña Ochaita

Avda. de los Alfares, 44

16.071–CUENCA

Teléfono (+34) 902 204 100

Fax (+34) 902 204 130

<https://www.uclm.es/Cuenca/CSociales/publicaciones/inicio>

I.S.S.N.: 1887-3464 (ed. CD-ROM) 1988-1118 (ed. en línea)

Impreso en España – Printed in Spain.

**DIVULGACIÓN VOLUNTARIA SOBRE RIESGOS Y VALOR DE LA EMPRESA:
EVIDENCIA EMPÍRICA EN EL CONTEXTO ESPAÑOL**

Elena Merino^{*}, Jesús Antonio Sánchez y Montserrat Manzanque

Área de Administración de Empresas. Universidad de Castilla-La Mancha

RESUMEN

A raíz de la última crisis económica, organismos internacionales (OCDE) y supranacionales (Unión Europea) mostraron especial preocupación por el establecimiento de un adecuado control y supervisión de riesgos, trasladando esta preocupación al contexto empresarial. De hecho, la falta de eficiencia en la función de supervisión y control de riesgos en las empresas ha sido señalada como una de las causas de la reciente crisis. En este sentido, diferentes informes, estándares y recomendaciones están orientando el proceso de implementación de los sistemas de control y supervisión de riesgos por parte de las empresas, así como delimitando la información que debe ser divulgada.

A nivel teórico, la divulgación de información sobre riesgos tiene importantes ventajas. Por un lado, permitirá a las empresas conocer los factores que podrían afectar a sus resultados o flujos de efectivo, contribuyendo a una mejor estimación de los beneficios. Por otro lado, los inversores pueden reducir su incertidumbre sobre los riesgos a los que están expuestas las empresas, lo que les permitirá estimar su valor de mercado.

En este contexto, este estudio investiga de forma empírica la relación entre la información sobre riesgos y el valor empresarial sobre una muestra de empresas cotizadas durante el año 2014.

Palabras clave: riesgo empresarial, valor de la empresa, revelación voluntaria.

Indicadores JEL: G32, G34, G38

^{*} Elena.Merino@uclm.es

ABSTRACT

As a result of the last economic crisis, international (OECD) and supranational (European Union) organizations showed special concern for the establishment of an adequate control and supervision of risks, transferring this concern to the business context. In fact, the lack of efficiency in the function of supervision and control of risks by companies has been pointed out as one of the causes of the recent crisis. In this sense, different reports, standards and recommendations are guiding the process of implementation of risk control and supervision systems by companies as well as delimiting the information to disclosure.

At theoretical level, the disclosure of information on risks has important advantages. On the one hand, it will allow companies to know the factors that could affect future results or flows thus improving the accuracy of the estimation of benefits. On the other hand, investors can reduce their uncertainty about the risks to which the companies are exposed, which will allow them to estimate their market value.

In this context, this study empirically investigates the association between disclosure on enterprise risk that they face and firm performance over a sample of Spanish listed companies for 2014 year.

Key words: enterprise risk, company performance, voluntary disclosure.

JEL codes: G32, G34, G38

1. INTRODUCCIÓN

Tanto diferentes organizaciones internacionales (AICPA, 1994; FASB, 2001; entre otras) como la literatura (Cabedo y Tirado, 2004; Deumes, 2008; Dobler, 2008) han puesto de manifiesto la importancia de proporcionar información sobre los riesgos a los accionistas y otras partes interesadas porque, en la mayoría de los casos, existe una brecha de información sobre el riesgo entre las empresas y accionistas (Khlif y Hussainey, 2016). De hecho, recientemente, el documento "G-20/OECD Principios de gobierno corporativo" recoge que *"los usuarios de información financiera y participantes en el mercado necesitan información sobre riesgos materiales razonablemente previsibles que pueden incluir: riesgos específicos de la industria o las áreas geográficas en las que opera la empresa; dependencia de los productos básicos; riesgos del mercado financiero, incluidos los riesgos de tipo de interés o divisas; riesgo relacionado con derivados y transacciones fuera de balance; riesgos de conducta empresarial; y riesgos relacionados con el medio ambiente"* (OCDE, 2015, p. 41).

La literatura ha señalado la existencia de diversos beneficios como consecuencia de la divulgación de los riesgos a los que se enfrentan las empresas. En este sentido, sólo en el caso de que los accionistas e inversores sean conscientes de los riesgos a los que se enfrentan las empresas, podrán estimar futuros beneficios o flujos de caja (Cabedo y Tirado, 2009; Deumes, 2008), en especial, los inversores institucionales pueden mejorar sus decisiones en relación con la cartera de inversiones si tienen conocimiento de los riesgos de la empresa (Solomon, Solomon, Norton y Joseph, 2000). También es posible reducir las asimetrías de información entre diferentes inversores -como consecuencia del hecho de que todos los inversores reciben la información sobre los riesgos al mismo tiempo (Linsley y Shrives, 2000; Campbell, Chen, Dhaliwal, Lu y Steele, 2014) - y entre inversores y gestores - eliminando *"disparidades entre lo que los inversores entienden y esperan y lo que la administración puede ofrecer"* (Deumes, 2008) -. Como consecuencia de ello, la reducción de las asimetrías sobre riesgos podría contribuir a disminuir el coste de capital de las empresas al incrementar la confianza de los mercados en la gestión (Rajab y Handley-Schachler, 2009), además, permite priorizar los riesgos y tomar decisiones de gestión adecuadas a las circunstancias.

A pesar de las ventajas indicadas anteriormente, diferentes estudios empíricos han demostrado que la información sobre el riesgo es insuficiente (Schrand y Elliott, 1998), general, dispersa y, a veces, ambigua (Lajili y Zeghal, 2005; Oliveira, Lima y Graig, 2011), y cualitativa (Beretta y Bozzolan, 2004; Linsley y Shrives, 2006), haciendo referencia únicamente a los riesgos financieros (Lajili y Zeghal, 2005; Linsley y Shrives, 2006) y centrada en los riesgos pasados y presentes, en lugar de los riesgos futuros (Beretta y Bozzolan, 2004; Oliveira et al., 2011). Todo esto puede deberse a que las leyes o los códigos del buen gobierno recopilan normas que son "*subjetivas, abiertas y ambiguas, lo que permite a las empresas informar de casi cualquier cosa (o nada) sin violar los requisitos*" (Schrand y Elliot, 1998, p. 274). De hecho, pese a que en los últimos años la información sobre los riesgos ha tomado especial relevancia sólo se ha exigido por ley la revelación de información sobre riesgos financieros y para el resto de los riesgos, se incluyen recomendaciones en los códigos de buen gobierno de todo el mundo, gozando de discrecionalidad las empresas para proporcionar la información que consideran oportuna. Esta discrecionalidad está motivada, entre otras cuestiones, por la dificultad de estandarizar esta información, debido a que los riesgos de cada empresa dependen del sector al que pertenecen y las características de ésta (Deumes, 2008). Por lo tanto, al tratarse de meras recomendaciones y de carácter voluntario, la mayor o menor cantidad de información divulgada sobre los riesgos no financieros dependerá de la decisión de cada empresa. Además, la literatura ha reconocido que, en muchos casos, los gerentes son reacios a mostrar demasiada información sobre los riesgos, en primer lugar, porque se enfrentan a la incertidumbre de no saber cómo reaccionarán los inversores a dicha información (Abdullah, Shukor, Mohamed y Ahmad, 2015) y, en segundo lugar, por temor a que esa información pueda ser utilizada por empresas competidoras (Rajab y Handley-Schachler, 2009). En este contexto, sería interesante analizar si la revelación voluntaria sobre los riesgos podría ser beneficiosa o no para las empresas, por ejemplo, provocando un aumento de su valor.

A nivel empírico, no fue hasta finales de los años noventa, que comenzaron a producirse las diferentes investigaciones empíricas sobre la divulgación de riesgos. En este sentido, han surgido diferentes líneas de investigación en este ámbito, entre otras, son destacables las siguientes: análisis de la información sobre riesgos recogida en los Informes Anuales (Beretta y Bozzolan, 2004; Lajili y Zéghal, 2005; Deumes, 2008); qué características de las empresas (especialmente en relación con el tamaño de

la empresa, la rentabilidad, el apalancamiento, el sector industrial y el nivel de riesgo de la empresa) influyen en una mayor o menor divulgación de la información de los riesgos corporativos (Linsley y Shrives, 2006; Amran, Bin y Hassan, 2009; Cabedo y Tirado, 2009; Rajab y Handley-Schachler, 2009; Elzahar y Hussainey, 2012; Hernández, Aibar y Aibar, 2015; Khlif y Hussainey, 2016; Marzouk, 2016); y la relación entre las características del consejo de administración (tamaño del consejo de administración, composición del mismo y dualidad ceo/presidente) y/o la estructura de la propiedad de la empresa y la divulgación de información de los riesgos corporativos (Abraham y Cox, 2007; Cabedo y Tirado, 2009; Elzahar y Hussainey, 2012; Rodríguez y Noguera, 2014; Elshandidy y Neri, 2015; Hernández et al., 2015; Moumen, Othman, y Hussainey, 2016).

Sin embargo, hasta el momento, ha sido escasa la literatura que haya analizado el efecto de la divulgación de información sobre el riesgo corporativo en el valor de la empresa, excepto el estudio de Abdullah et al. (2015). En este contexto, nuestro documento contribuye a esta línea de investigación estudiando la relación entre el nivel de divulgación voluntaria de los riesgos y el valor de la compañía. Utilizando una muestra de 85 sociedades cotizadas españolas no financieras pertenecientes al Mercado Continuo durante el año 2014, los resultados obtenidos muestran que, por un lado, la naturaleza de los riesgos estratégicos parece afectar negativamente a la percepción de los accionistas y su valoración en el mercado y, por otro, los riesgos operativos y financieros parecen tener una aceptación más favorable en el mercado y una mayor divulgación sobre los mismos está asociada con un mayor valor de mercado.

Este documento contribuye a la literatura existente de varias maneras. En primer lugar, si bien hay varios estudios que analizan el efecto de la divulgación voluntaria general (información sobre capital intelectual, formación, etc.) sobre el valor de las empresas (Gordon, Loeby y Sohail, 2010; Sheu, Chung y Liu, 2010; Anam, Fatima y Majdi, 2011; Al-Akra y Ali, 2012; Uyar y Kilic, 2012; Bokpin, 2013; Qiu, Shaukat y Tharyan, 2016), hay escasas pruebas empíricas sobre la relación entre la divulgación voluntaria sobre el riesgo corporativo y el valor de la empresa. En segundo lugar, especialmente en el contexto español, hay poca evidencia empírica en relación con la divulgación de información relacionada con el riesgo, a excepción de los trabajos de Cabedo y Beltrán (2009), Rodríguez y Noguera (2014) y Hernández et al. (2015). Cabedo y Beltrán (2009) examinaron el efecto del tamaño de la empresa, el nivel de

riesgo, la rentabilidad y los consejeros independientes en el nivel de información sobre los riesgos. La muestra utilizada estaba compuesta por 95 empresas que cotizaban en la Bolsa de Madrid para los años 2005 y 2006. En términos similares, Rodríguez y Noguera (2014) investigaron el efecto del tamaño del consejo, su independencia y su actividad en la divulgación de riesgos corporativos con una muestra de 33 empresas que cotizaban en la Bolsa de Madrid para el periodo 2007-2009. Por su parte, Hernández et al. (2015) analizaron la relación del efecto de las características de las empresas (tamaño, rentabilidad, industria, nivel de riesgo y mercado bursátil extranjero) y las características de gobierno corporativo (estructura de propiedad y directores independientes) sobre el alcance de divulgación de riesgos con una muestra de 35 empresas pertenecientes al IBEX durante el año 2009. En este contexto, entendemos que se necesitan estudios más amplios y actuales para lograr un mayor conocimiento sobre el tema en el contexto español. A partir de la muestra obtenida, realizamos un análisis de 85 empresas cotizadas españolas durante el año 2014. En tercer lugar, analizamos el contexto español porque es un escenario interesante para estudiar la divulgación voluntaria de información, ya que se encuentra en contextos de alta concentración de propiedad (véanse, entre otros, Acero y Alcalde, 2013; Manzaneque, Merino y Priego, 2016), donde este mecanismo es necesario para proteger a los accionistas minoritarios, garantizando el acceso a la información de éstos al mismo tiempo que a los accionistas mayoritarios (McKinnon y Dalimonthe, 1993).

El resto del documento se organiza de la siguiente manera. El epígrafe 2 revisa el contexto institucional en España sobre la divulgación de riesgos. El epígrafe 3 presenta la literatura existente y propone las hipótesis de investigación. El apartado 4 presenta la metodología. Los resultados se explican en el epígrafe 5. Por último, el apartado 6 concluye el documento, explicando las principales limitaciones y las futuras líneas de investigación.

2. CONTEXTO INSTITUCIONAL EN ESPAÑA SOBRE LA DIVULGACIÓN DE RIESGOS

En 2002, el IASB y la FASB acordaron trabajar juntos para lograr la armonización de las normas contables. De conformidad con el acuerdo anterior, el 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, exigía a las empresas cotizadas de los países europeos que prepararan sus cuentas consolidadas de conformidad con las normas internacionales de contabilidad (emitidas por el IASB). Algunas normas internacionales de contabilidad se refieren a la exposición a riesgos, especialmente a los riesgos financieros y en el marco de instrumentos financieros, entre otras, destacan la NIC 32 (*Instrumentos Financieros: Presentación*) y la NIC 39 (*Instrumentos Financieros: Reconocimiento y Medición*).

En el contexto español, el Reglamento anterior pasó a ser obligatorio para la preparación de las cuentas consolidadas del año 2005. Sin embargo, para las empresas no cotizadas o para elaborar cuentas individuales, las empresas deben seguir el Plan de Contabilidad Español¹ aprobado en 2007 y que incorporó diferentes aspectos de las normas internacionales de contabilidad. De conformidad con este plan contable, la Ley de Sociedades de Capital² (párrafo 4 del artículo 262) establece con respecto a los instrumentos financieros (o cuando sea relevante para la valoración de sus activos, pasivos, situación financiera y resultados) que la siguiente información podría incluirse en el Informe de Gestión:

- Objetivos y políticas de la gestión del riesgo financiero de la empresa, incluida la política aplicada para cubrir cada tipo significativo de transacción prevista para la que se utiliza la contabilidad de cobertura.

- La exposición de la empresa al riesgo de precios, riesgo crediticio, riesgo de liquidez y riesgo de flujos de efectivo.

De acuerdo con las recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (2015), las empresas cotizadas deben recopilar en su Informe Anual de Gobierno Corporativo³ cierta información⁴ –refiriéndose a la política de

¹ Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre de 2007, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad. BOE de 20 de noviembre de 2007.

² Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. BOE de 3 de julio de 2010.

³ El informe anual de gobierno corporativo es un documento cuya finalidad es recoger una información completa y razonada sobre las estructuras y prácticas de gobierno en cada sociedad que permita conocer los datos relacionados con los procesos de toma de decisiones y todos los demás que revelen aspectos importantes del gobierno corporativo, para que el mercado, inversores y accionistas puedan percibir una imagen fiel y fidedigna de la sociedad.

gestión de riesgos y a los sistemas de control establecidos, identificando los riesgos potenciales a los que se enfrenta y los que se han materializado durante el año, así como al organismo encargado de establecer y supervisar los dispositivos de control.

En resumen, sólo la información sobre los riesgos financieros en relación con los instrumentos financieros es requerida por la ley (obligatoria), mientras que la información sobre otros riesgos es voluntariamente divulgada por las empresas.

3. REVISIÓN DE LA LITERATURA Y PLANTEAMIENTO DE HIPÓTESIS

La divulgación voluntaria se ha definido como el acto de proporcionar información contable y de otro tipo que se considere pertinente para las necesidades de decisión a los usuarios de sus informes anuales (Meek, Roberts y Gray, 1995). La característica más importante de este tipo de información es que se proporciona fuera del reglamento o de las normas establecidas (Cotter, Lokman y Najah, 2011), incluida la información recomendada por los códigos de buen gobierno (Hassan y Marston, 2010) y con el objetivo de reducir las asimetrías de información entre los gerentes y los stakeholders (Verrecchia, 2001; Khelifi y Bouri, 2010).

Se han utilizado diferentes teorías para explicar la divulgación voluntaria por parte de las empresas, entre ellas, la teoría de la agencia, la teoría de la señalización, la teoría de los costes (proprietary cost theory), la teoría de economía política, teoría de los stakeholders y teoría de la legitimidad (Cotter et al., 2011; Khelifi y Bouri, 2010). En este sentido, Cotter et al. (2011) las agrupa en dos tipos: "teorías sociopolíticas" (incluidas las teorías de legitimidad, de los stakeholders y de la economía política), basadas en factores sociales y/o políticos que expliquen por qué las empresas proporcionan información voluntaria; y, "teorías basadas en la economía" (incluyendo las teorías de la agencia, de señalización y de los costes), cuyo enfoque es la maximización de la riqueza, siendo este objetivo el que condiciona el comportamiento de las empresas sobre la divulgación voluntaria.

⁴ La totalidad de la información requerida puede verse en el modelo de Informe Anual de Gobierno Corporativo regulado por la Circular 7/2015.

De todas las teorías antes mencionadas, la *Teoría de la Señalización* es la teoría habitual y fuertemente vinculada con el hecho de proporcionar información voluntaria por parte de las empresas (mencionada por Spence (1973), Ross (1977) y Verrecchia (1983), entre otros). Siguiendo la teoría de la señalización, en presencia de asimetrías de información, las empresas envían señales para demostrar que son mejores que otras empresas (Campbell et al., 2001), al mismo tiempo que proporcionan información a los inversores que les facilitan la toma de decisiones de inversión (Cotter et al., 2011). Además, defiende que las empresas informan de la divulgación voluntaria para comunicar que no necesitan nuevos requerimientos legislativos (Rajab y Handley-Schachler, 2009). Además, esta teoría argumenta que, aunque las noticias sean malas, las empresas decidirán proporcionar información de la misma manera (que si fueran "buenas") porque, por un lado, las empresas pueden evitar litigios y costes reputacionales (Skinner, 1994; Cotter et al., 2011), y, por otro lado, la falta de publicación de información puede ser interpretada por los inversores como una mala señal (Diamond y Verrecchia, 1987; Campbell et al., 2001). Lógicamente, las empresas no proporcionan toda la información porque existen costes, que deben tenerse en cuenta. La búsqueda del equilibrio en la información proporcionada resultará de comparar los beneficios que les da con los costes que conlleva (Campbell et al., 2001).

En consonancia con los argumentos anteriores y siguiendo la teoría de la señalización, se argumenta que la reducción de la asimetría de la información, como consecuencia de la divulgación voluntaria, provocará un aumento del valor de la empresa, al menos a nivel teórico (Baiman y Verrecchia, 1996; Gordon et al., 2010), como consecuencia del aumento de *"los flujos de efectivo reales que se transfieren a los accionistas como resultado de una reducción de los problemas de agencia"* (Hassan, Romilly, Giorgioni y Power, 2009, p. 83). Sin embargo, a nivel empírico, no hay consenso. De hecho, algunas investigaciones empíricas han mostrado una relación positiva y significativa entre el valor de la empresa y la divulgación voluntaria general (Al-Akra y Ali, 2012; Uyar y Kilic, 2012), divulgación de capital intelectual (Abdolmohammadi, 2005; Orens, Aerts y Lybaert, 2009; Vafaei, Taylor y Ahmed 2011; Anam et al., 2011), divulgación del capital humano (Gamerschlag, 2012), información sobre seguridad (Gordon et al., 2010), divulgación sobre la compensación (Sheu et al., 2010) y divulgación ambiental (Iatridis, 2013), entre otros. Por el contrario, otros estudios han obtenido resultados no significativos entre la divulgación voluntaria y

el valor de la empresa (Murray, Sinclair, Power y Gray, 2006; Hassan et al., 2009; Bokpin, 2013; Wang, Jahangir y Al-Akra., 2013).

En relación con la divulgación sobre el riesgo corporativo, algunos estudios han analizado la utilidad de dicha información (para las partes interesadas) estudiando su impacto en los mercados de capitales utilizando diferentes medidas (Srives y Linslye, 2002; Cabedo y Tirado, 2009; Miihkinen, 2013; Abdullah et al., 2015; Elshandidy y Neri, 2015). En este sentido, Shrivies y Linsley (2002) analizaron 82 empresas del Reino Unido que cotizaban en la Bolsa de Londres y encontraron una relación no significativa entre la divulgación voluntaria del riesgo y las betas del mercado. Cabedo y Tirado (2009), en el contexto español, constatan que el ratio book-to-market (como medida del riesgo de la empresa) tiene una relación positiva con el nivel de divulgación del riesgo financiero, aunque tiene una relación no significativa con la divulgación de riesgos no financieros. Miihkinen (2013), con una muestra de empresas incluidas en el OMX Helsinki para el período 2006-2009, estudió los efectos mediante la divulgación de la gestión de riesgos sobre la asimetría de la información para los inversores. Sus resultados muestran que ambas variables tienen una relación negativa. Por su parte, Abdullah et al. (2015), con una muestra de 395 empresas que cotizan en el mercado principal de Bursa Malasia en 2011, constataron que la divulgación voluntaria de la gestión del riesgo tiene una relación positiva y significativa con el valor de la empresa (medida como Q de Tobin y capitalización de mercado). Elshandidy y Neri (2015), con una muestra de empresas británicas e italianas, constatan que las empresas británicas, que proporcionan más información sobre el riesgo, ya sea voluntaria u obligatoriamente, aumentan su liquidez en el mercado, mientras que, en el contexto italiano, la divulgación voluntaria del riesgo puede aumentar significativamente la liquidez del mercado, pero la divulgación obligatoria del riesgo no afecta a la misma. Tan et al. (2017) confirmaron en que en el momento en que se divulga la información sobre riesgos el precio de las acciones disminuye, confirmando que la divulgación de riesgos es útil y relevante para los inversores. Su muestra incluyó 5433 observaciones de empresas chinas cotizadas para el período 2007-2011.

En este contexto, se han propuesto las siguientes hipótesis:

Hipótesis 1: La mayor o menor divulgación de información sobre riesgos respecto a la media sectorial aumenta/disminuye el valor de la empresa.

Hipótesis 2: La mayor o menor divulgación de información sobre cada tipo de riesgo (estratégicos, financieros, operativos y otros) respecto a la media sectorial aumenta/disminuye el valor de la empresa.

Hipótesis 3: La mayor o menor divulgación de información sobre algunos grupos de riesgo (estratégicos, financieros, operativos y otros) respecto a la media sectorial aumenta/disminuye el valor de la empresa.

4. METODOLOGÍA

4.1. Muestra

Para probar las hipótesis de investigación, partimos de las empresas del Mercado Continuo para el año 2014. Después de ignorar aquellas sin datos, la muestra final del estudio está compuesta por 85 empresas. Hemos eliminado los bancos de la muestra, ya que tienen características específicas y diferentes regulaciones (Beretta y Bozzolan, 2004; Linsley y Shrivess, 2006; Abraham y Cox, 2007). No obstante, la muestra final ofrece una amplia representación de los distintos sectores empresariales en España siguiendo la clasificación del sector adoptada por Bolsas y Mercados Españoles (véase el cuadro 1): materiales básicos, fabricación y construcción (31,76%), bienes de consumo (25,88%), servicios al consumo (15,30%), servicios financieros e inmobiliarios, excepto bancos (12,94%), petróleo y energía (8,24%) y tecnología y telecomunicaciones (5,88%).

- Tabla 1 -

Se han utilizado las siguientes fuentes para obtener los datos: la divulgación voluntaria del riesgo se ha tomado del Informe Anual de Gobierno Corporativo (específicamente del epígrafe "E.3. Señale los principales riesgos, incluidos los fiscales, que pueden afectar a la consecución de los objetivos de negocio" dentro del bloque temático "E. Sistemas de control y gestión de riesgos" del informe mencionado) mientras que la información sobre los datos financieros (número de acciones, capital, deuda total, activos totales y número de empleados) se han obtenido de las Cuentas Anuales. Esta información está disponible en la página web de la Comisión Nacional de Valores (CNMV, España). La información sobre el valor de mercado de las acciones ha

sido tomada de los boletines de cotización de la Bolsa de Madrid (disponible en la página web, <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Estadisticas/Boletin/frameboletin.aspx>).

4.2. Variables

Variable dependiente. Valor de la empresa (FV). El valor de la empresa se mide utilizando la Q de Tobin (TOBIN). Es una medida ampliamente aceptada en las investigaciones que analizan la divulgación voluntaria y el valor de la empresa (Orens et al., 2009; Sheu et al., 2010; Abdullah et al., 2015). El ratio TOBIN se calcula como la suma del valor de mercado de las acciones ordinarias y el valor contable de la deuda dividido por el valor contable de los activos totales de acuerdo con las especificaciones de Duffhues y Kabir (2008). Siguiendo los trabajos de Al-Akra y Ali (2012) y Abdullah et al., (2015) hemos aplicado el logaritmo natural de la variable.

Variable independiente: Divulgación voluntaria del riesgo (VRD). Entre los métodos disponibles (calificaciones subjetivas de analistas, índices de divulgación, análisis de contenido, estudios de legibilidad y análisis lingüístico⁵) para analizar la información narrativa recopilada en cualquier estado financiero, hemos utilizado el método de análisis de contenidos siguiendo otros estudios previos sobre la divulgación de riesgos (Beretta y Bozzolan, 2004; Lajili y Zéghal, 2005; Linsley y Shrivies, 2006; Abraham y Cox, 2007; Deumes, 2008; Amran et al., 2009; Abdullah et al., 2015). Para aplicar este método, se deben seguir diferentes etapas (Rajab y Handley-Schachler, 2009): pregunta de investigación, documento codificable, unidad de codificación, categorías de divulgación y modo de codificación.

En relación con la pregunta de la investigación, en este caso, el objetivo es medir la divulgación voluntaria del riesgo. En este sentido, es importante que se delimite el concepto de riesgo. Hemos considerado un concepto amplio del riesgo siguiendo el criterio de Marzeuk (2016) de la siguiente manera: *"la frase se codifica como divulgaciones de riesgo si el lector es informado de cualquier oportunidad o perspectiva, o de cualquier peligro, daño, amenaza o exposición, que ya haya impactado en la empresa o pueda afectar a la empresa en el futuro"* (pág. 395). El

⁵ Para más información de estos métodos puede verse el trabajo de Beattie, McInnes y Fearnley (2004).

documento codificable que se analizará es el *Informe Anual de Gobierno Corporativo* porque es en este documento donde podemos encontrar información voluntaria sobre los diferentes riesgos corporativos.

En relación con la unidad de codificación, se pueden utilizar diferentes medidas, como "palabra", "frase", "párrafo", "página" o incluso "número de líneas". Aunque las palabras se han considerado como la unidad que puede permitir alcanzar un mayor grado de precisión (Unerman, 2000), hemos elegido la "frase" como unidad de codificación porque es considerado más fiable (Milne y Adler, 1999) y puede codificarse posteriormente en diferentes categorías de riesgo, procedimiento que no se puede aplicar al resto de las medidas (Lindsey y Shrives, 2006). De hecho, esta medida (frase) ha sido utilizada por muchas investigaciones anteriores sobre el tema (Lindley y Shrives, 2006; Abraham y Cox, 2007; Rajab y Handley-Schachler, 2009; Elzahar y Hussainey, 2012; Abdullah et al., 2015).

Las categorías de divulgación que se han utilizado son las siguientes (Cabedo y Tirado, 2004; Mejía, 2006): riesgos financieros, riesgos legales o normativos, riesgos estratégicos, riesgos operativos, riesgos reputacionales y riesgos sectoriales (véase la tabla 2). Con el objetivo de reducir las percepciones subjetivas de los codificadores individuales en el proceso de análisis de contenido (Linsley y Shrives, 2006), y tras los estudios de Amran et al., (2009), Abdullah et al. (2015) y Marzeuk (2016), entre otros, hemos establecido un conjunto de normas de decisión predefinidas por Linsley y Shrives (2006, p. 402):

- El riesgo debe explicarse claramente, por lo tanto, no se considerará un riesgo si se explica vagamente o no se explica en absoluto.

- Si es probable que se incluya un riesgo en más de una categoría, este riesgo entra dentro de la categoría donde "*se enfatiza más dentro de la frase*".

- El riesgo repetido se contará una vez. En relación con este aspecto, no hemos seguido la regla establecida en trabajos anteriores (como Linsley y Shrives, 2006; Abdullah et al., 2015; Marzeuk, 2016), en el que, se cuenta como riesgo cada vez que aparece. Creemos que este procedimiento puede dar lugar a resultados no concluyentes en el caso de contar el mismo riesgo varias veces.

Una vez completado el proceso de codificación, se contó el número de riesgos (total y por categoría) para cada una de las empresas de la muestra.

-Tabla 2 -

Por último, el modo de codificación ha sido el método manual (Abraham y Cox, 2007; Beretta y Bozzolan, 2004; Elzahar y Hussainey, 2012; Linsley and Shrivess, 2006, Moumen et al., 2016) porque este método permite "*asegurar un mejor juicio de palabras y significado de las frases dentro de un contexto*" (Moumen et al., 2016).

Variables de control. Basándonos en estudios anteriores, las variables de control utilizadas en este estudio incluyen el tamaño de la empresa, el apalancamiento y el sector. El tamaño de la empresa se utiliza como variable de control porque se espera que el valor de las grandes empresas sea mayor que el valor de las pequeñas empresas (Al-Akra y Ali, 2012). De hecho, los estudios empíricos anteriores han encontrado una relación positiva entre el tamaño de la empresa y su valor (Anam et al., 2011; Uyar y Kilic, 2012; Abdullah et al., 2015; Tan et al., 2017). Por su parte, se espera que el apalancamiento afecte negativamente al valor de la empresa, ya que el apalancamiento se considera como una medida del riesgo financiero de la empresa. En este sentido, varios estudios empíricos han demostrado la relación anterior (Abdullah et al., 2015; Tan et al., 2017). Por último, el sector también ha sido señalado como una variable que puede afectar de una manera diferente al valor de la empresa porque las características, el nivel de competencia y las condiciones de mercado de cada sector son diferentes. En consonancia con este argumento, algunos estudios empíricos (Hassan et al., 2009) han demostrado previamente una relación significativa entre el sector de la actividad y el valor de la empresa (Abdullah et al., 2015).

4.3. Modelo

Con el fin de probar nuestras hipótesis, aplicamos modelos de regresión multivariante donde la variable dependiente es el valor de mercado de la empresa y las variables independientes son diferentes medidas de divulgación de riesgos. Por lo tanto, de acuerdo con los argumentos discutidos anteriormente, primero probamos si una mayor transparencia sobre el riesgo tiene impacto en el valor de mercado.

$$FV_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 FV_{i,t-1} + \beta_2 VRD_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \sum_{j=1}^6 \beta_{5j} SECTOR + \varepsilon$$

Donde FV es el valor de la empresa proporcionado por la Q de Tobin. VRD es la divulgación voluntaria de los riesgos, obtenida mediante: a) VRDIndex (índice de divulgación voluntaria del riesgo) calculado como la suma de las seis variables dummy que indican si la empresa revela información sobre cada tipo de riesgo (riesgos financieros, operativos, estratégicos, legales, reputacionales y sectoriales) divididos por el número total de riesgos, escalando esa variable por la media del sector; b) cuatro variables que indican el número de riesgos divulgados en cada categoría de riesgo escalada por la media del sector (SR_riskOS como número de riesgos estratégicos divulgados; OR_riskOS como número de riesgos operacionales divulgados; FR_riskOS como número de riesgos financieros divulgados; y OT_riskOS como el número de riesgos legales, reputacionales y sectoriales divulgados); y, c) VRDCluster como variable representativa de la categoría de cuatro grupos de empresas de acuerdo con su patrón de divulgación de riesgos.

5. RESULTADOS

5.1. Estadísticos descriptivos

El resultado muestra que en términos generales el nivel de divulgación del riesgo es muy bajo en la mayoría de las empresas de la muestra, porque se han obtenido valores negativos respecto a la media sectorial. Estos resultados indican que están por debajo de la media de la industria.

- Tabla 3 -

5.2. Análisis multivariante y discusión

Los resultados del análisis de regresión multivariante para el año 2014 se muestran en la tabla 4.

- Tabla 4 -

Primero ejecutamos el modelo de regresión con VRDIndex como variable independiente para probar si la divulgación de un mayor número de categorías de riesgos respecto a la media del sector influye en el valor de la empresa (Modelo 1). Nuestros resultados muestran que cuantas más categorías de riesgos se divulguen, menor será el valor de la empresa ($\beta_2 = -1.162$, $p < 0.05$). Esto es coherente con los estudios que encontraron una relación positiva entre el número de riesgos divulgados y el nivel de riesgo de la empresa (por ejemplo, Malone et al., 1993) y, en consecuencia, con un valor de la empresa inferior. Esto también podría explicarse por los argumentos de la teoría de la señalización, es decir, aquellas empresas con mayor heterogeneidad en la divulgación de riesgos en comparación con la media de su sector podrían optar por proporcionar información aunque pudiera tener un impacto negativo en su valor, probablemente para evitar litigios o costes reputacionales (Skinner, 1994; Cotter et al., 2011) o futuras sanciones de inversores vinculados a la falta de confianza en la divulgación de información (Diamond y Verrecchia, 1987; Campbell et al., 2001).

Además, también comprobamos si existe un comportamiento heterogéneo con respecto al efecto de las diferentes categorías de riesgo en el valor de la empresa. Para probar la segunda hipótesis, llevamos a cabo el modelo 2. En este modelo, la variable VRDIndex se reemplaza por cuatro variables para capturar la importancia relativa de cada tipo de riesgo. Con el fin de hacer operativo el modelo agrupamos el riesgo legal, reputacional y sectorial en una categoría denominada “otros riesgos”. El coeficiente de SR_riskOS_{t-1} (número de riesgos estratégicos divulgados) es negativo y significativo en el nivel 0,5%. Por el contrario, el coeficiente de OR_riskOS_{t-1} (número de riesgos operacionales divulgados) es positivo y parcialmente significativo. Por lo tanto, encontramos apoyo para la hipótesis 2. Estos resultados son consistentes con la literatura sugiriendo que los riesgos estratégicos y operativos tienen un impacto diferente en el valor de la empresa. Así, mientras que la divulgación sobre riesgos estratégicos afecta negativamente al valor de la empresa, la divulgación sobre riesgos operativos afecta positivamente al valor de la empresa.

Por último, comprobamos si existen diferencias entre las empresas con respecto a la divulgación de riesgos y si esto tiene un impacto de diferente sobre el valor de las mismas. Para ello, aplicamos el Modelo 3. En primer lugar, aplicamos el análisis de

clústeres a las empresas del grupo de acuerdo con sus niveles de cada tipo de riesgos divulgados. En este sentido, hemos establecido cuatro grupos (A, B, C y D, véase el cuadro 5):

- Grupo A (grupo de riesgos divulgados de menor nivel) que incluye 17 empresas con los niveles más bajos de divulgación de riesgos para todas las categorías de riesgo.

- El Grupo B (grupo de riesgos financieros divulgados de mayor nivel) que incluye 42 empresas con mayores niveles de divulgación de riesgos financieros y menores niveles de divulgación de otros riesgos.

- El Grupo C (grupo de otros riesgos divulgados de mayor nivel) que incluye 7 empresas con mayores niveles de divulgación de otros riesgos.

- Por último, el grupo D (grupo de riesgos operativos divulgados de mayor nivel) que incluye 19 empresas con mayores niveles de divulgación de riesgos operativos.

Los resultados del modelo 3 muestran que aquellas empresas con mayor nivel de riesgos financieros divulgados tienen un valor mayor que aquellas con niveles más bajos de divulgación de riesgos en todas las categorías de riesgo (VRDCluster(B), $b_2=1.141$, $p<0.05$). Además, las empresas con mayor nivel de divulgación de riesgos operativos que su sector tienen un mayor valor de la empresa que las que tienen niveles más bajos de divulgación sobre estos riesgos (VRDCluster(D), $b_2=1.146$, $p<0.1$).

- Tabla 5 -

6. CONCLUSIONES

Este estudio ha examinado la relación entre la divulgación de los riesgos empresariales y el valor de las empresas españolas. El objetivo de este estudio ha sido ampliar la literatura empírica sobre la divulgación de riesgos (Abdullah et al., 2015), específicamente en términos de heterogeneidad, demostrando que la divulgación sobre distintos tipos de riesgos afecta al valor de la empresa. Los resultados respaldan la hipótesis de que un mayor nivel de divulgación del riesgo está vinculado a un menor

valor de mercado. De conformidad con la literatura anterior, esto confirma que los accionistas perciben la divulgación del riesgo como un signo de la posición de riesgo de la empresa y, por lo tanto, existe una asociación negativa entre la divulgación del riesgo y el valor de mercado.

Además, nuestros resultados también proporcionan evidencia empírica sobre el impacto heterogéneo de las diferentes categorías de riesgo en el valor de la empresa. Estudios previos de divulgación de riesgos no habían probado esta relación. Específicamente, de acuerdo con nuestros resultados, el riesgo estratégico y operativo parece tener un impacto opuesto en el valor de la empresa. Una posible explicación de estos resultados podría ser que los inversores son conscientes de que los riesgos estratégicos son factores externos fuera del control de la gestión, mientras que los riesgos operativos son internos y más controlables por los gerentes, por lo tanto, tienen en cuenta esta información en sus decisiones de inversión. Una implicación de estos resultados es que la divulgación del riesgo no es suficiente para reducir los niveles de riesgo percibidos por los accionistas cuando los factores de riesgo están fuera de control de la gestión, lo que demuestra la necesidad de un mayor desarrollo de los sistemas de gestión de riesgos.

También se observó en el estudio que los grupos de empresas con mayor nivel de divulgación de riesgos operativos y financieros tienen un valor de sus empresas superior respecto a aquellos con niveles más bajos de información sobre riesgos en general. Esto es de nuevo consistente con la actitud ante el riesgo por parte de los accionistas descrita anteriormente.

Estos resultados son relevantes a efectos prácticos porque permiten evidenciar algunos factores que pueden estar condicionando la divulgación sobre riesgos. En primer lugar, la naturaleza de los riesgos estratégicos parece afectar negativamente a la percepción de los accionistas y su valoración en el mercado. Esto puede ser también un factor condicionante de la divulgación de información sobre ellos. Por otro lado, los riesgos operativos y financieros parecen tener una aceptación más favorable en el mercado y una mayor divulgación sobre los mismos está asociada con un mayor valor de mercado. Reguladores y gestores de empresas pueden utilizar estos resultados para establecer sus estrategias de divulgación sobre riesgos y mejorar los mecanismos regulatorios a este respecto.

A pesar de los resultados y aportaciones de este estudio, se han manifestado ciertas limitaciones. En primer lugar, este estudio utiliza datos para el año 2014. Los resultados del estudio podrían extenderse a otros períodos longitudinales, analizando la extensión de nuestras conclusiones a lo largo del tiempo. También creemos útil ampliar el análisis con datos cuantitativos sobre la divulgación de riesgos, aunque somos conscientes de la limitación actual del acceso a los mismos. También sería necesario incorporar algunos análisis de robustez para probar la estabilidad de los resultados ante algunas condiciones diferentes (periodos o variables de control).

REFERENCIAS

- ABDOLMOHAMMADI, M.J. (2005). "Intellectual capital disclosure and market capitalization". *Journal of Intellectual Capital*, 6(3), pp. 397-416.
- ABDULLAH, M., SHUKOR, Z.A., MOHAMED, Z.M. y AHMAD, A. (2015). "Risk management disclosure". *Journal of Applied Accounting Research*, 16(3), pp. 400-432.
- ACERO, I. y ALCALDE, N. (2013). "Ownership structure and board composition in a high ownership concentration context". *European Management Journal*, 32(4), pp. 646-657.
- ADAMS, C.A., HILL, W.Y. y ROBERTS, C.B. (1998). "Corporate social reporting practices in Western Europe: legitimating corporate behaviour?". *The British Accounting Review*, 30(1), pp. 1-21.
- AICPA (American Institute of Certified Public Accountants) (1994). *Improving business reporting: a customer focus*. New York, USA: AICPA.
- AL-AKRA, M. y ALI, M.J. (2012). "The value relevance of corporate voluntary disclosure in the Middle-East: The case of Jordan". *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(5), pp. 533-549.
- AMRAN, A., BIN, A.M.R. y HASSAN, B.C.H.M. (2009). "Risk reporting: An exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports". *Managerial Auditing Journal*, 24(1), pp. 39-57.

- ANAM, O.A., FATIMA, A.H. y MAJDI, A.R.H. (2011). “Effects of intellectual capital information disclosed in annual reports on market capitalization: evidence from Bursa Malaysia”. *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 15(2), pp. 85-101.
- BAIMAN, S. y VERRECCHIA, R.E. (1996). “The relation among capital markets, financial disclosure, production efficiency, and insider trading”. *Journal of Accounting Research*, 34(1), pp. 1-22.
- BEATTIE, V., MCINNES, B. y 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*, 28(3), pp. 205-236.
- BERETTA, S. y BOZZOLAN, S. (2004). “A framework for the analysis of firm risk communication”. *The International Journal of Accounting*, 39(3), pp. 265-288.
- BOKPIN, G.A. (2013). “Determinants and value relevance of corporate disclosure: Evidence from the emerging capital market of Ghana”. *Journal of Applied Accounting Research*, 14(2), pp. 127-146.
- CABEDO, J.D. y TIRADO, J.M. (2009). “Divulgación de información sobre riesgos: una propuesta para su medición”. *Innovar*, 19(34), pp. 121-134.
- CAMPBELL, J.L., CHEN, H., DHALIWAL, D.S., LU, H.M. y STEELE, L.B. (2014). “The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings”. *Review of Accounting Studies*, 19(1), pp. 396-455.
- Circular 7/2015, de 22 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 5/2013, de 12 de junio, que establece los modelos de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, y la Circular 4/2013, de 12 de junio, que establece los modelos de informe anual de remuneraciones de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas y de los miembros del consejo de administración y de la comisión de control de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores. BOE de 30 de diciembre de 2015.

- COTTER, J., LOKMAN, N. y NAJAH, M.M. (2011). “Voluntary disclosure research: which theory is relevant?”. *Journal of Theoretical Accounting Research*, 6(2), pp. 77-95.
- DEUMES, R. (2008). “Corporate risk reporting: A content analysis of narrative risk disclosures in prospectuses”. *The Journal of Business Communication*, 45(2), pp. 120-157.
- DEUMES, R. y KNECHEL, W.R. (2008). “Economic incentives for voluntary reporting on internal risk management and control systems”. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 27(1), pp. 35-66.
- DIAMOND, D.W. y VERRECCHIA, R.E. (1987). “Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information”. *Journal of Financial Economics*, 18(2), pp. 277-311.
- DOBLER, M. (2008). “Incentives for risk reporting—A discretionary disclosure and cheap talk approach”. *The International Journal of Accounting*, 43(2), pp. 184-206.
- ELSHANDIDY, T. y NERI, L. (2015). “Corporate Governance, Risk Disclosure Practices, and Market Liquidity: Comparative Evidence from the UK and Italy”. *Corporate Governance: An International Review*, 23(4), pp. 331-356.
- ELZAHAR, H. y HUSSAINEY, K. (2012). “Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports”. *The Journal of Risk Finance*, 13(2), pp. 133-147.
- FASB (2001). *Business and Financial Reporting. Challenges from the New Economy*. Norwalk, Connecticut, USA: Financial Accounting Standards Board.
- FULLER, J. y JENSEN, M.C. (2010). “Just say no to Wall Street: Putting a stop to the earnings game”. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(1), pp. 59-63.
- GAMERSCHLAG, R. (2013). “Value relevance of human capital information”. *Journal of Intellectual Capital*, 14(2), pp. 325-345.
- GORDON, L.A., LOEB, M.P. y SOHAIL, T. (2010). “Market value of voluntary disclosures concerning information security”. *MIS Quarterly*, pp. 567-594.

- HASSAN, O.A.G. y MARSTON, C.L. (2010). *Disclosure Measurement in the Empirical Accounting Literature - A Review Article* (July 15, 2010). Recuperado el 30 de septiembre de 2019 de: <https://ssrn.com/abstract=1640598>.
- HASSAN, O.A., ROMILLY, P., GIORGIONI, G. y POWER, D. (2009). "The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt". *The International Journal of Accounting*, 44(1), pp. 79-102.
- HOSSAIN, M., PERERA, M.H.B. y RAHMAN, A.R. (1995). "Voluntary disclosure in the annual reports of New Zealand companies". *Journal of International Financial Management & Accounting*, 6(1), pp. 69-87.
- HERNÁNDEZ, M., AIBAR, B. y AIBAR, C. (2015). "Determinants of corporate risk disclosure in large Spanish companies: a snapshot". *Contaduría y Administración*, 60(4), pp. 757-775.
- IATRIDIS, G. E. (2013). Environmental disclosure quality: Evidence on environmental performance, corporate governance and value relevance. *Emerging Markets Review*, 14, pp. 55-75.
- KHLIF, H. y HUSSAINEY, K. (2016). "The association between risk disclosure and firm characteristics: a meta-analysis". *Journal of Risk Research*, 19(2), pp. 181-211.
- KHLIFI, F. y BOURI, A. (2010). "Corporate Disclosure and Firm Characteristics: A Puzzling Relationship". *Journal of Accounting, Business & Management*, 17(1), pp. 62-89.
- LAJILI, K. y ZÉGHAL, D. (2005). "A content analysis of risk management disclosures in Canadian annual reports". *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 22(2), pp. 125-142.
- LINSLEY, P.M. y SHRIVES, P. (2000). "Risk management and reporting risk in the UK". *Journal of Risk*, 3, pp. 115-129.
- LINSLEY, P.M. y SHRIVES, P.J. (2006). "Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies". *The British Accounting Review*, 38(4), pp. 387-404.
- MANZANEQUE, M., MERINO, E., y PRIEGO, A.M. (2016). "The role of institutional shareholders as owners and directors and the financial distress likelihood.

- Evidence from a concentrated ownership context”. *European Management Journal*, 34(4), pp. 439-451.
- MCKINNON, J.L. y DALIMUNTHE, L. (1993). “Voluntary disclosure of segment information by Australian diversified companies”. *Accounting & Finance*, 33(1), pp. 33-50.
- MARZOUK, M. (2016). “Risk reporting during a crisis: evidence from the Egyptian capital market”. *Journal of Applied Accounting Research*, 17(4), pp. 378-396.
- MEEK, G.K., ROBERTS, C.B. y GRAY, S.J. (1995). “Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations”. *Journal of International Business Studies*, 26(3), pp. 555-572.
- MIHKINEN, A. (2013). “The usefulness of firm risk disclosures under different firm riskiness, investor-interest, and market conditions: New evidence from Finland”. *Advances in Accounting*, 29(2), pp. 312-331.
- MOUMEN, N., OTHMAN, H.B. y HUSSAINEY, K. (2016). “Board structure and the informativeness of risk disclosure: Evidence from MENA emerging markets”. *Advances in Accounting*, 35, pp. 82-97.
- MURRAY, A., SINCLAIR, D., POWER, D. y GRAY, R. (2006). “Do financial markets care about social and environmental disclosure? Further evidence and exploration from the UK.” *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19(2), pp. 228-255.
- OECD (2015). G20/OECD Principles of Corporate Governance, OECD Publishing, Paris. Recuperado el 10 de diciembre de 2019 de: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>.
- OLIVEIRA, J., LIMA, L. y CRAIG, R. (2011). “Risk-related disclosures by non-finance companies: Portuguese practices and disclosure characteristics”. *Managerial Auditing Journal*, 26(9), 817-839.
- ORENS, R., AERTS, W. y LYBAERT, N. (2009). “Intellectual capital disclosure, cost of finance and firm value”. *Management Decision*, 47(10), pp. 1536-1554.
- QIU, Y., SHAUKAT, A. y THARYAN, R. (2016). “Environmental and social disclosures: Link with corporate financial performance”. *The British Accounting Review*, 48(1), pp. 102-116.

- RAJAB, B. y HANDLEY-SCHACHLER, M. (2009). "Corporate risk disclosure by UK firms: trends and determinants". *World Review of Entrepreneurship Management and Sustainable Development*, 5(3), pp. 224-243.
- REAL DECRETO 1514/2007, de 16 de noviembre de 2007 que aprueba el Plan General de Contabilidad. BOE de 20 de noviembre de 2007.
- REAL DECRETO LEGISLATIVO 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. BOE de 3 de julio de 2010.
- RODRÍGUEZ, L. y NOGUERA, L.C. (2014). "Corporate reporting on risks: Evidence from Spanish companies". *Revista de Contabilidad*, 17(2), pp. 116-129.
- ROSS, S.A. (1977). "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach". *The Bell Journal of Economics*, pp. 23-40.
- SCHRAND, C.M. y ELLIOTT, J.A. (1998). "Risk and financial reporting: A summary of the discussion at the 1997 AAA/FASB conference". *Accounting Horizons*, 12(3), pp. 271.
- SHEHATA, N. (2014). "Theories and determinants of voluntary disclosure". *Accounting and Finance Research*, 3(1), pp. 18-26.
- SHEU, H.J., CHUNG, H. y LIU, C.L. (2010). "Comprehensive disclosure of compensation and firm value: the case of policy reforms in an emerging market". *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(9-10), pp. 1115-1144.
- SKINNER, D.J. (1994). "Why firms voluntarily disclose bad news". *Journal of Accounting Research*, 32(1), pp. 38-60.
- 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". *The British Accounting Review*, 32(4), pp. 447-478.
- SPENCE, M. (1978). "Job market signalling". *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), pp. 355-374.
- TAN, Y., ZENG, C.C. y ELSHANDIDY, T. (2017). "Risk disclosures, international orientation, and share price informativeness: Evidence from China". *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 29, pp. 81-102.

- UNERMAN, J. (2000). "Methodological issues-Reflections on quantification in corporate social reporting content analysis". *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 13(5), pp. 667-681.
- UYAR, A. y KILIC, M. (2012). "Value relevance of voluntary disclosure: evidence from Turkish firms". *Journal of Intellectual Capital*, 13(3), pp. 363-376.
- VAF AEI, A., TAYLOR, D. y AHMED, K. (2011). "The value relevance of intellectual capital disclosures". *Journal of Intellectual Capital*, 12(3), pp. 407-429.
- VERRECCHIA, R.E. (1983). "Discretionary disclosure". *Journal of Accounting and Economics*, 5, pp. 179-194.
- VERRECCHIA, R.E. (2001). "Essays on disclosure". *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), pp. 97-180.
- WANG, Z., JAHANGIR ALI, M. y AL-AKRA, M. (2013). "Value relevance of voluntary disclosure and the global financial crisis: evidence from China". *Managerial Auditing Journal*, 28(5), pp. 444-468.

TABLA 1: Análisis de la muestra

	Compañías cotizadas en el Mercado Continuo (31 de diciembre de 2014)		Muestra	
	N	%	N	%
1. Petróleo y energía	10	8.33	7	8.24
2. Materiales básicos, industria y construcción	33	27.50	27	31.76
3. Bienes de consumo	30	25.00	22	25.88
4. Servicios de consumo	17	14.17	13	15.30
5. Servicios financieros e inmobiliarios (excepto entidades financieras)	19	15.83	11	12.94
6. Tecnología y telecomunicaciones	11	9.17	5	5.88
	120	100.00	85	100.00

Esta tabla recoge el número de empresas existentes en cada sector para el conjunto de empresas cotizadas en el Mercado Continuo Español y para la muestra utilizada en este estudio.

TABLA 2: Categorías de divulgación de riesgos

Riesgos financieros	<ul style="list-style-type: none"> • Riesgo de crédito • Tipo de interés • Tipo de cambio • Liquidez • Endeudamiento
Riesgos operacionales	<ul style="list-style-type: none"> • Medioambiental • Recursos humanos y formación de directivos • Prevención de riesgos laborales • Tecnológicos • Protección de datos personales • Sistemas de calidad • Desarrollo de productos • Procesos
Riesgos estratégicos	<ul style="list-style-type: none"> • Riesgo país o riesgo de mercado • Inestabilidad política en países donde opera la empresa • Relaciones con accionistas e inversores • Riesgo de situación de la economía / Ciclos económicos
Riesgos normativo-legales	<ul style="list-style-type: none"> • Riesgos regulatorios • Cambios normativos • Cumplimiento normativo
Riesgos reputacionales	<ul style="list-style-type: none"> • Fraude • Opinión pública / Imagen • Comportamiento indebido o inapropiado
Riesgos propios del sector	<ul style="list-style-type: none"> • Riesgo de competencia • Riesgos de demanda • Acceso a bienes manufacturados • Clientes • Proveedores • Regulación del sector

TABLA 3: Estadísticos descriptivos

Variable	Media	Desviación típica	Percentil 25	Percentil 75
LnTOBINQ _t	0,433	0,604	0,031	0,662
VRDIndex _{t-1}	0,678	0,071	0,606	0,712
LEV _t	0,615	0,363	0,407	0,763
SIZE _t	20,457	1,848	18,926	21,652

TABLA 4: Resultados de la regresión múltiple

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Variables	LnTOBINQ _t	LnTOBINQ _t	LnTOBINQ _t
<i>Variable dependiente</i>			
LNTOBINQ _{t-1}	0.903*** (0.043)	0.894*** (0.044)	0.905*** (0.044)
VRDIndex _{t-1}	-1.162** (0.613)		
SR_riskOS _{t-1}		-0.038** (0.021)	
OR_riskOS _{t-1}		0.014* (0.008)	
FR_riskOS _{t-1}		-0.001 (0.014)	
OT_riskOS _{t-1}		0.012 (0.014)	
<i>Variables Cluster</i>			
VRDCluster (B)			0.141** (0.071)
VRDCluster (C)			0.059 (0.106)
VRDCluster (D)			0.146** (0.078)
<i>Variables de control</i>			
LEV _t	0.091 (0.076)	0.123 (0.078)	
SIZE _t	0.018 (0.014)	0.014 (0.015)	
CONS	0.599 (0.464)	-0.333** (0.133)	-0.316*** (0.106)
<i>Dummy sectorial</i>	Yes	Yes	Yes
Adjusted R2	0.849	0.853	0.851
F-statistic	60.06	41.61	54.38
p-Value	0.000	0.000	0.000

TABLA 5: Resultados del análisis cluster y revelación de riesgos

Variables	SR_riskOS t-1	OR_riskOS t-1	FR_riskOS t-1	OT_riskOS t-1
VRDCluster (A) (N=17)	-0.592	-3.027	-3.203	-1.851
VRDCluster (B) (N= 42)	-0.203	-1.423	0.219	-0.1035
VRDCluster (C) (N= 7)	1.984	2.732	0.161	5.027
VRDCluster (D) (N= 19)	0.246	4.847	-0.889	0.033