



*DEPARTAMENTO DE CONTABILIDAD Y ECONOMÍA FINANCIERA
UNIVERSIDAD DE SEVILLA*

**CARACTERÍSTICAS DE LA REVELACIÓN DE
INFORMACIÓN FINANCIERA SOBRE RIESGOS. UN
ESTUDIO DEL CASO ESPAÑOL**

Tesis Doctoral

Ignacio Ruiz Albert

Dirigida por la Dra. Joaquina Laffarga Briones

Sevilla, 2002

Agradecimientos.

Creo sinceramente, parafraseando a Simón del desierto (Buñuel, 1965), que agradecer es muy reconfortante y que con ello a nadie ofendo... de manera que me gustaría darle las gracias a algunas (muchas) personas:

A mi directora de tesis Joaquina Laffarga por sus consejos científicos y académicos, así como por su paciencia para soportar esa parte nihilista de mi carácter. Si no fuera por ella todavía estaría dándole vueltas a alguna versión "beta" de este trabajo. Gracias Quina.

A Guillermo Sierra por confiar en mi cuando empezaba con este mi "segundo proyecto profesional" , sin su apoyo esta tesis no hubiera sido posible.

A Sergio que me ha ayudado mucho con los dos últimos capítulos y que me ha enseñado mucho más aun sobre aquello de la "producción científica".

A los revisores anónimos por leerse mi trabajo con tanto detalle, por sus sugerencias para mejorarlo.

A José Luis por la consultoría informática, editorial... y por todo lo que nos hemos reído juntos.

Al Lobo por nuestras discusiones sobre la metodología y la investigación... y sobre esto y aquello y lo de más allá.

A todos los compañeros del departamento que de una manera u otra me han ayudado en esta tesis o en el día a día, aguantado mis mítines y mis malos momentos.

A mis padres por supuesto.

A Carri, porque sí.

A mi mismo, ¿Por qué no?.

Sevilla, octubre del 2002

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	1
PRIMERA PARTE	
CAPITULO 1. Riesgo y contabilidad, definiciones y tipologías	
0.- INTRODUCCIÓN.	9
1.- EN BUSCA DE UNA DEFINICIÓN DEL RIESGO.	10
2.- TIPOLOGÍAS DE RIESGO.	14
2.1.- <i>TIPOLOGÍAS DE CARÁCTER GENERAL.</i>	15
2.1.1.- En función del intervalo de resultados futuros posibles considerado.	15
2.1.2.- En función de una perspectiva temporal.	16
2.1.3.- Desde la perspectiva de una cartera de activos.	16
2.1.4.- Atendiendo a su origen o fuente.	17
2.1.5.- Desde el análisis de estados financieros.	22
2.1.6.- Considerando el riesgo total de la empresa junto a su gestión.	23
2.3 - <i>UNA TIPOLOGÍA CON CRITERIOS CONTABLES.</i>	23
3.- RIESGO E INFORMACIÓN.	27
3.1.- <i>LA INCERTIDUMBRE DE LOS SISTEMAS DE INFORMACIÓN.</i>	27

3.2.- LA INCERTIDUMBRE DE LA INFORMACIÓN.	29
4.- RESUMEN Y CONCLUSIONES.	30

**CAPITULO 2. Riesgo, contabilidad financiera y decisión:
una revisión bibliográfica**

1.- EL RIESGO EN LA DECISIÓN DE INVERSIÓN.	33
1.1.- INTRODUCCIÓN.	33
1.2.- LA DECISIÓN DE INVERSIÓN.	34
1.3.- LA ESTIMACIÓN DE LA BETA DE MERCADO A PARTIR DE DATOS CONTABLES.	41
1.3.1.- Beaver y otros (1970).	42
1.3.2.- Una revisión de la literatura.	45
1.4.- EL RIESGO PERCIBIDO POR LOS ANALISTAS, VARIABLES CONTABLES Y RIESGO DE MERCADO.	53
1.5.- ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE EL RIESGO DE MERCADO MEDIDO POR LA BETA DEL CAPM.	54
1.6.- EL RIESGO Y LA CONTABILIDAD FINANCIERA EN LA DECISIÓN DE INVERSIÓN: RESUMEN.	56
2.- EL RIESGO EN LA DECISIÓN DE CRÉDITO.	58
2.1.- DEFINICIÓN.	58
2.2.- EL ANÁLISIS DEL RIESGO DE CRÉDITO.	60
2.2.1.- El análisis de crédito tradicional.	60
2.2.2.- Nuevos modelos de gestión del riesgo de crédito.	64
2.2.3.- La gestión del riesgo según el comité de Basilea.	69
2.2.4.- Un estudio sobre la información contable	

utilizada por las entidades de crédito españolas.	71
2.3.- <i>PREDICCIÓN DE CALIFICACIONES CREDITICIAS.</i>	72
2.4.- <i>OTROS ESTUDIOS RELATIVOS A LA PREDICCIÓN DEL FRACASO EMPRESARIAL Y DE CALIFICACIONES CREDITICIAS.</i>	75
3.- EL RIESGO EN LA DECISIÓN DE GESTIÓN.	76
3.1.- <i>DEFINICIÓN.</i>	76
3.2.- <i>RIESGO TOTAL Y VARIABLES CONTABLES.</i>	77
3.3.- <i>LA INCONSISTENCIA ENTRE UN CONCEPTO PROBABILÍSTICO DEL RIESGO Y EL TRATAMIENTO QUE DEL RIESGO REALIZAN LOS DECISORES.</i>	79
3.4.- <i>LA RELACIÓN ENTRE RENTABILIDAD Y RIESGO MEDIDA A PARTIR DE DATOS CONTABLES. LA "PARADOJA DE BOWMAN".</i>	82
3.5.- <i>LA TEORÍA DE CARTERA APLICADA A LA GESTIÓN DE LA EMPRESA INDIVIDUAL.</i>	86
3.6.- <i>RIESGO Y DIRECCIÓN ESTRATÉGICA.</i>	88
3.6.1.- <i>Medidas de riesgo basadas en el riesgo downside.</i>	89
3.6.2.- <i>Medidas de riesgo desde un "ordinal-state approach".</i>	91
3.6.3.- <i>Medidas basadas en la variación de los pronósticos de los analistas bursátiles.</i>	91
3.7.- <i>EL RIESGO EN LA DECISIÓN DE GESTIÓN: RESUMEN.</i>	92

SEGUNDA PARTE

CAPITULO 3. El concepto de pasivo dentro de los principales marcos conceptuales

1.- INTRODUCCIÓN.	95
2.- LA DEFINICIÓN DE PASIVO.	97
2.1.- LA EXISTENCIA DE UNA OBLIGACIÓN.	98
2.2.- LOS HECHOS Y TRANSACCIONES PASADAS.	100
2.3.- EL SACRIFICIO DE BENEFICIOS ECONÓMICOS FUTUROS.	101
3.- LAS CARACTERÍSTICAS DE RECONOCIMIENTO.	102
4.- EL TRATAMIENTO DE LA INCERTIDUMBRE.	102
4.1.- LA INCERTIDUMBRE Y LA NECESIDAD DE INFORMAR.	102
4.2.- DEFINICIONES DE PROBABILIDAD.	105
4.3.- LA PRUDENCIA COMO REFERENTE.	107
4.4.- EL CRITERIO DE ECONOMICIDAD COMO CRITERIO DE CORTE.	108
5.- EL TRATAMIENTO DE LAS PROVISIONES Y LOS PASIVOS CONTINGENTES.	108
5.1.- DEFINICIÓN DE PROVISIÓN Y PASIVO CONTINGENTE.	108
5.2.- OTRAS CARACTERÍSTICAS DE LAS PROVISIONES.	110
5.2.1.- La obligación.	110
5.2.2.- El uso de estimaciones.	111
5.2.3.- Las contingencias.	111
5.3.- EL TRATAMIENTO CONTABLE DE LA PROVISIONES EN ESPAÑA.	112

CAPITULO 4. Nuevas propuestas informativas

1.- INTRODUCCIÓN.	115
2.- PROPUESTAS Y RECOMENDACIONES.	116
2.1.- <i>INFORME DEL EXECUTIVE COMMITTEE'S TASK FORCE ON RISK AND UNCERTAINTIES (AICPA, 1987).</i>	116
2.2.- <i>INFORME DEL SPECIAL COMMITTEE ON FINANCIAL REPORTING (AICPA, 1994).</i>	118
2.3.- <i>LOS INFORMES DEL ICAEW.</i>	120
3.- OTROS INFORMES.	123
4.- INFORMACIÓN SOBRE RIESGO, CONTROL INTERNO Y GOBIERNO CORPORATIVO.	126
5.- LA RACIONABILIDAD DE UN INFORME FINANCIERO SOBRE EL RIESGO EMPRESARIAL.	131
6.- LA UTILIDAD DE LA INFORMACIÓN SOBRE EL RIESGO.	138
7.- RESUMEN Y CONCLUSIONES.	142

TERCERA PARTE

CAPITULO 5. Descripción de la información revelada sobre riesgos en España.

1.- INTRODUCCIÓN.	147
2.- EL ANÁLISIS DE CONTENIDO.	148
2.1.- <i>DESCRIPCIÓN Y DEFINICIÓN DEL ANÁLISIS DE CONTENIDO.</i>	148
2.2.- <i>EL MÉTODO DEL ANÁLISIS DE CONTENIDO.</i>	149

2.3.- <i>DESARROLLO DE LA INVESTIGACIÓN.</i>	150
2.3.1.- Objetivos y población.	150
2.3.2.- Selección de la muestra.	151
2.3.3.- La reducción de los datos.	153
2.3.4.- Selección de los categorías.	156
2.3.5.- Escalas de medida empleadas.	158
2.3.6.- Fiabilidad y validez de la investigación.	162
3. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS.	165
3.1.- <i>DESAJUSTES ENTRE LOS CRITERIOS DE CONTABILIZACIÓN Y CLASIFICACIÓN EMPLEADOS.</i>	165
3.2.- <i>CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LA INFORMACIÓN REVELADA.</i>	166
3.3.- <i>INFORMACIÓN REVELADA POR TIPO DE PROVISIÓN.</i>	167
3.3.1.- Provisiones para pensiones.	168
3.3.2.- Otras provisiones del grupo uno.	169
3.3.3.- Contingencias.	170
3.3.4.- Efecto 2000.	170
4.- CONCLUSIONES.	170
 <i>CAPITULO 6 Determinantes del suministro de información</i> 	
1.- INTRODUCCIÓN.	173
2.- MODELOS TEÓRICOS QUE INTENTAN EXPLICAR EL SUMINISTRO DE INFORMACIÓN.	174
2.1.- <i>MODELOS ANALÍTICOS.</i>	174

2.2.-OTROS BENEFICIOS Y COSTES DEL SUMINISTRO DE INFORMACIÓN.	178
2.3.- LOS PROBLEMAS DE AGENCIA.	178
2.4.- OTRAS FACTORES DETERMINANTES DEL SUMINISTRO DE INFORMACIÓN.	183
2.4.1.- Factores relacionados con los requisitos informativos.	183
2.4.2.- La pertenencia a un sector o industria determinada.	184
2.4.3.- La compañía auditora.	184
2.4.4.- El tamaño de la empresa.	185
3.- VENTAJAS DE LAS PROVISIONES COMO INDICADORES DE SUMINISTRO DE INFORMACIÓN	186
4.- INFORMACIÓN VOLUNTARIA FRENTE A OBLIGATORIA.	187
5.- ANÁLISIS EMPÍRICO.	188
5.1.- VARIABLE DEPENDIENTE: ÍNDICES DE INFORMACIÓN UTILIZADOS.	188
5.2.- VARIABLES INDEPENDIENTES E HIPÓTESIS.	189
5.2.1.- El tamaño de la empresa.	189
5.2.2.- La teoría de los costes del propietario	189
5.2.3.- La teoría de la agencia.	191
5.2.4.- Requisitos Informativos.	191
5.2.5.- Otras variables.	192
5.2.6.- La relevancia de las provisiones.	192
6.- ANÁLISIS DE LOS DATOS.	194
6.1.- ANÁLISIS UNIVARIANTE.	194
6.2.- ANÁLISIS MULTIVARIANTE.	196

7.- CONCLUSIONES. 199

*RESUMEN, CONCLUSIONES Y LÍNEAS FUTURAS DE
INVESTIGACIÓN* 201

ANEXOS y TABLAS 211

BIBLIOGRAFÍA 245

INTRODUCCIÓN

0.1 DELIMITACIÓN DEL TRABAJO

Este trabajo de investigación estudia la capacidad del sistema de información contable para reconocer el riesgo.

La contabilidad financiera, como principal fuente de información para el usuario externo, está regulada por la ley y disposiciones de rango legal y se encuentra fundamentada teóricamente por diferentes marcos conceptuales. A partir de ambos referentes –Norma y Marco Conceptual- y en función de la tecnología, se configuran los distintos canales informativos de que disponen las empresas para comunicarse con su entorno así como sus posibles contenidos, unos de carácter obligatorio y otros de carácter voluntario. Cada empresa desarrollará su particular estrategia informativa dentro de la discrecionalidad que las reglas del juego le ofrecen.

De este modo, cuando se plantea la posibilidad o la necesidad de incluir nuevas categorías informativas, diferentes criterios de reconocimiento y medida, nuevos informes obligatorios o diferente periodicidad para los existentes,... se debe atender, independientemente de la oportunidad del cambio, a las posibilidades del instrumento de medición para tratar con el mismo, a la capacidad de adaptación del sistema de información contable. Nuestro principal objetivo en el presente trabajo es estudiar la capacidad del sistema de información contable para reconocer el riesgo.

Otro aspecto del problema es el de tratar la oportunidad del cambio. La necesidad de un tratamiento del riesgo más acorde con la realidad económica en la que se desenvuelven las empresas ha sido puesta de manifiesto en distintos ámbitos contables como prestigiosas asociaciones profesionales (ICAEW, AICPA o el IOSCO) y organismos reguladores (FASB, SEC o el IASB) desde los que han surgido diferentes propuestas, llegando incluso algunas de ellas a constituirse en norma contable. Determinadas

áreas de riesgo (principalmente las relacionadas con el tratamiento de los nuevos instrumentos financieros) se han constituido en prioridades para los organismos normalizadores, no obstante acerca de áreas menos específicas como las relacionadas con el riesgo de negocio (*bussines risk*) no existe un consenso ni acerca de la oportunidad ni de la herramienta adecuada para su inclusión en el sistema de información contable.

Si queremos tener una visión completa del proceso de suministro de información al exterior no podemos dejar de señalar otro aspecto, y es que los mecanismos que determinan las estrategias informativas de las empresas no son lo suficientemente conocidos como para poder determinar *a priori* la respuesta de las mismas a los requerimientos de información de los usuarios o a los de las disposiciones legales. Esta respuesta condiciona enormemente el papel jugado por la norma en la regulación del mercado de información contable, habida cuenta de que es la empresa la que decide en última instancia la estrategia a seguir.

Estos tres elementos: oportunidad del cambio, capacidad del sistema de información contable para tratar con el mismo y los condicionantes –internos y externos- de las empresas en asumirlo han sido los ejes alrededor de los cuales hemos intentado vertebrar este trabajo.

0.2 DESCRIPCIÓN DEL TRABAJO

Todas las actividades humanas se han desarrollado siempre en un ambiente de incertidumbre, nadie sabe con certeza que le deparará el futuro y las consecuencias que tendrán mañana las decisiones que hoy se tomen siempre tendrán algo de impredecible. La vida es riesgo.

La actividad económica no solo no es una excepción sino que perdería gran parte de su atractivo si desterráramos el riesgo, hay poco que ganar en un mañana perfectamente previsible. La obtención de un beneficio es en gran medida la recompensa a una adecuada gestión del futuro, a la asunción inteligente de riesgos.

Y si esto ha sido cierto desde el principio de la historia, hoy lo es especialmente. Los hombres en general y las empresas en particular se enfrentan en nuestro recién desembarado siglo XXI a un futuro cada vez más incierto. Alimentado por el vertiginoso desarrollo tecnológico el tren de la historia se acelera día a día. Las oportunidades se multiplican y con ellas la

incertidumbre y mil futuros posibles esperan a que cada decisión sea tomada.

La globalización de la economía, el aumento en la complejidad y velocidad de las operaciones, de la competencia, de la información, de los intangibles, de la actividad financiera... son, entre otras y alternativamente, causa y consecuencia de lo que llamamos progreso y configuran el mundo que nos ha tocado vivir. Estamos inmersos en lo que Beck (1986) denominó "la sociedad del riesgo", una sociedad que no solo nos impone mayores riesgos cotidianos sino que "comienza donde termina la tradición, cuando, en todas las esferas de la vida, ya no podemos dar por supuestas las certidumbres tradicionales. Cuanto menos podemos confiar en las seguridades tradicionales, más riesgos debemos negociar".

Se ha considerado que los sistemas de información utilizados por las empresas no pueden ser ajenos a la propia naturaleza del entorno en el que se desenvuelven, la incertidumbre, el riesgo característicos del mismo deben, de alguna manera ser considerados. No son rasgos accesorios sino determinantes de la realidad empresarial. Y es a partir de aquí desde donde nosotros nos planteamos nuestro trabajo.

La contabilidad financiera como sistema de información tiene una larga historia. Surgida, en gran parte, como respuesta a la complejidad creciente de las operaciones mercantiles, cabe preguntarse hoy cual ha sido (y es) su capacidad de adaptación al crecimiento exponencial de esa complejidad, crecimiento de magnitud impensable hace no tanto tiempo, y podríamos respondernos que, quizás, se han superado los límites de adaptación del sistema dentro de los supuestos desde los que fue diseñado ... o de manera menos ambiciosa, por lo menos, sería interesante intentar responder a preguntas como ¿Qué lugar ocupa el riesgo dentro del sistema de información contable? ¿Qué tratamiento recibe la incertidumbre inherente al entorno económico en el que las empresas desarrollan su actividad?. Es una opinión generalizada considerar que "lo que se mide se gestiona" y si queremos contribuir gestionar la incertidumbre tendremos que enfrentar estas cuestiones.

Y darles respuesta ha sido el objetivo inicial de este trabajo. Para ello hemos desarrollado nuestra investigación, en tres bloques, de la siguiente manera:

La primera parte, teórica, consta de dos capítulos.

El primer capítulo está dedicado a estudiar y definir los conceptos de riesgo e incertidumbre en sí mismos, así como alguna de sus diferentes categorizaciones. Esto nos ha parecido especialmente importante desde el momento en que no son términos acerca de los cuales exista un consenso generalizado a la hora de establecer su significado sino más bien todo lo contrario, lo que resulta en múltiples conceptualizaciones. Desde los conceptos genéricos de riesgo e incertidumbre hemos abordado los específicos del área económico-financiera y a partir de las tipificaciones propias de ésta hemos construido una propia basada en criterios de contabilidad financiera. Esta clasificación nos da la llave del siguiente capítulo

El capítulo dos consiste en una revisión bibliográfica de los estudios sobre riesgo e incertidumbre realizados desde la perspectiva de la contabilidad financiera. Para estructurarla hemos utilizado una clasificación basada en dos criterios que nos han conducido a similares categorías: basada por una parte en el paradigma de utilidad, que entendemos es el presente en los marcos conceptuales de referencia, y por otra en el contenido mismo de los trabajos considerados. De este modo hemos agrupado la bibliografía en función del estudio de tres tipos de decisión en los que el riesgo juega un papel determinante: la decisión de inversión; la decisión de crédito y la decisión de gestión. El objetivo de la revisión no es otro que el de situar los conceptos objeto de estudio en nuestra área de conocimiento. A partir de aquí comenzaremos a enfocar el trabajo hacia aspectos más concretos.

El siguiente paso ha sido enfrentarnos al problema específico de comprender el tratamiento del riesgo dentro de la contabilidad financiera y a su estudio hemos dedicado los dos siguientes capítulos que configuran un segundo bloque teórico:

En el capítulo tres tratamos la capacidad que tiene el sistema de información contable para tratar con conceptos de riesgo e incertidumbre, bajo el actual cuerpo teórico -recogido por los marcos conceptuales de referencia- que lo fundamenta, determinando cuales son las herramientas de las que dispone (o no) y cual ha sido su adaptación a lo largo del tiempo.

En el capítulo cuatro hemos recogido y analizado diversas propuestas realizadas desde diferentes foros dirigidas a enfrentar el problema, así como algunas soluciones puestas en práctica bajo la forma de normas o recomendaciones en diferentes ámbitos.

A partir de los dos bloques anteriores, que consideramos centran el problema suficientemente, hemos acometido la tarea del estudio de cómo el tipo de información que nos interesa es tratada en nuestro país. Aquí comenzamos con la parte empírica de esta tesis, que consta de dos capítulos. El primero de ellos es de carácter descriptivo buscado en el segundo una explicación a los resultados obtenidos.

En el capítulo cinco realizamos una descripción de la información sobre riesgo revelada en las memorias e informes de gestión anuales por las empresas españolas que cotizan en bolsa utilizando técnicas de análisis de contenido.

Para poder contrastar empíricamente los determinantes de las estrategias de información desarrolladas efectivamente por las empresas hemos necesitado de un marco teórico de referencia, para ello hemos acudido a la extensa literatura dedicada a esclarecer de manera sistemática estos determinantes a la luz de diversas teorías que hemos contrastado con nuestros datos a lo largo del capítulo siete.

Como no podía ser de otra manera este trabajo finaliza con un apartado dedicado a las conclusiones y posible extensiones de nuestra investigación. Tras este apartado y antes de la bibliografía empleada, incluimos diversos anexos situados aquí para mayor comodidad del lector.

PRIMERA PARTE

CAPITULO 1: Riesgo y contabilidad, definiciones y tipologías.

0.- INTRODUCCIÓN

Cuando hablamos de riesgo nos enfrentamos con un concepto heterogéneo, que no responde a una definición única o universalmente aceptada, variando su contenido en función de diversos factores. Por lo tanto la tarea de su definición se convierte en especialmente necesaria para concretar el objeto de estudio y con ella comenzaremos en el primer apartado.

En el segundo apartado hemos recopilado las tipologías del riesgo más utilizadas dentro de la contabilidad.

Un segundo objetivo de este capítulo será la obtención de una clasificación de riesgo utilizando criterios de naturaleza contable, clasificación que nos sirva de base para determinar, en la revisión bibliográfica incluida en el siguiente capítulo, cuales han sido las aportaciones más relevantes de la literatura que ha tratado el riesgo en el marco de la contabilidad financiera.

En un tercer apartado discutimos algunos conceptos de riesgo de gran interés para la disciplina contable. Estos podrían formar parte, en cuanto que se trata de definiciones de riesgo, del primer apartado pero, por razones de claridad expositiva (se trata de conceptos de naturaleza muy diferente a los incluidos en ese primer apartado), hemos considerado más oportuno incluirlos en este.

Terminamos el capítulo con un breve resumen a modo de conclusiones.

1.- EN BUSCA DE UNA DEFINICIÓN DEL RIESGO

El origen de la palabra riesgo no está suficientemente aclarado. En los diccionarios etimológicos de Corominas (1987) y García de Diego (1985) se considera que su étimo es el verbo latino *resecare* (cortar), si bien no se conoce cómo se pasó de "cortar" al significado actual, ni tampoco aclaran suficientemente su relación con *risco* (antiguamente *riesco*). Corominas supone que de *resecare* salió *riesco* o riesgo que primero significó "lugar cortado y fragoso" y luego "peligro". Corominas opina que el significado actual más extendido de riesgo como "peligro que se corre" pudo venir del lenguaje mariner, ya que en esta actividad uno de los principales riesgos lo constituía la presencia de escollos o *riscos* marítimos. En 1570 se encuentra ya con el significado actual en C. de las Casas (*rischio*) y era "palabra de moda" en los diccionarios del Quijote de Góngora y Ruiz de Alarcón.

El verbo arriesgar parece derivar de riesgo, si bien hasta el siglo XV se usó con el mismo significado el verbo *arriscar* y una serie de derivados como *arriscado* (valiente), *derriscar* (derribar), *enriscar*, *riscoso*, etc.

Conseguir una definición única y general del riesgo no es tarea fácil, e incluso cabría preguntarse, si es razonable hacerlo. El riesgo se ha constituido a lo largo del tiempo en materia de estudio de muy diversas áreas: ingeniería, ciencias políticas, ciencias ambientales, biotecnología, sociología, economía y sicología, entre otras muchas. En función del área específica de conocimiento en cuyo contexto se estudie o del problema concreto al que nos enfrentemos, encontraremos muy diversas definiciones del término, de este modo se han considerado como rasgos definitorios y determinantes del riesgo, alternativamente y entre muchos otros los siguientes: la variación, el signo o la cuantía de los resultados de una acción o decisión; la probabilidad de obtener pérdidas y el importe de las mismas, la probabilidad de alcanzar o no determinados objetivos; la precisión, cantidad, calidad o alguna otra característica de la información disponible para la toma de una decisión,... Así para López y Lujan (2000, Pág. 65).

"Uno de los pocos acuerdos resultantes de este esfuerzo académico de las últimas décadas es que, paradójicamente, no se ha conseguido establecer en la investigación sobre riesgo un concepto o definición unitario de riesgo, y aun menos establecer una teoría coherente que pueda estructurar este campo de trabajo e interconectar los múltiples resultados de investigación en la problemática del riesgo"

No obstante la mayoría de las conceptualizaciones tienen algunas características comunes de las que nosotros destacaríamos dos: una de ellas, quizás la principal, es la que determina que el campo de actuación del riesgo es el futuro, la imposibilidad de conocer con certeza como será el futuro es lo que determina la existencia del riesgo. En este sentido Berstein (1997) considera que, a lo largo de la historia de la humanidad, el hombre solo adquiere consciencia del riesgo - y comienza a desarrollar herramientas para medirlo y manejarlo- cuando supera la visión determinista de un destino decidido por los dioses, cuando asume la variabilidad de su futuro y comienza a cuestionarse la forma en la que sus decisiones lo determinan¹. Y es este otro elemento -la decisión- el segundo rasgo definitorio del riesgo: solo cuando los resultados de mañana dependen en alguna medida de las decisiones tomadas hoy nos enfrentaremos a un riesgo en el sentido en el que lo vamos a considerar (cuando los resultados escapan totalmente de la influencia de nuestras decisiones nos encontraríamos ante un *peligro*).

Teniendo en cuenta lo anterior y como punto de partida, una buena definición podría ser la propuesta por Lev (1974, Pág. 187), que define el riesgo como:

"Una situación donde cada acción del que debe tomar las decisiones conduce a un resultado concreto dentro de un conjunto de resultados posibles, cada uno de ellos con una probabilidad conocida de ocurrir. La incertidumbre se define como la situación donde las probabilidades de los diversos resultados son completamente desconocidas".

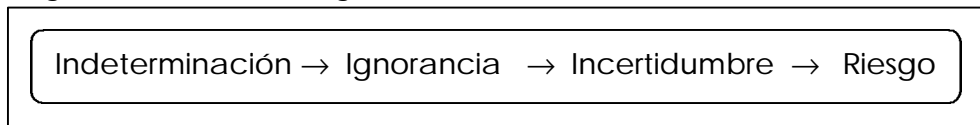
Esta definición nos sirve también para introducir el concepto de incertidumbre y establecer su relación con el de riesgo (relación introducida por Knigth en 1921). Para Lev (1974) la distinción entre incertidumbre y riesgo no suele ser tenida en cuenta en el entorno económico financiero, utilizándose el término riesgo para ambas situaciones, y esto es debido a que, en la práctica, las probabilidades de ocurrencia de los distintos resultados raras veces son conocidas con certeza y siempre será necesario asignar probabilidades de manera más o menos arbitraria. Aunque esta

¹ Para este autor es esta la razón, junto a la falta de un sistema numérico apropiado, por la que los matemáticos más brillantes de la antigüedad, los griegos y los antiguos filósofos talmúdicos judíos, no realizaron una aproximación cuantitativa a la probabilidad. Antes de que la sociedad pueda incorporar el concepto de riesgo a su cultura, debe producirse un cambio, no en la forma de ver el presente, sino en las actitudes ante el futuro, quien no tiene opción no le importa el riesgo, el futuro lo imponen los dioses. La concepción del mundo griega no podía concebir una estructura sólida y armónica en la confusión de los hechos cotidianos, estructura que si percibía en los cuerpos celestes.

afirmación es difícil de cuestionar, podemos considerar que el conocimiento científico del futuro consiste precisamente en el proceso de convertir, de alguna manera, los diversos escenarios existentes en escenarios de riesgo, y ello en el sentido de asignar probabilidades de ocurrencia a los diferentes sucesos futuros resultantes de las distintas decisiones posibles, para poder así evaluar estas decisiones. Se trataría de transformar en “gestionables” situaciones que en principio no lo son.

Siguiendo a López y Luján (2000), el camino “completo” del riesgo en el conocimiento científico sería aquel que nos traslada de situaciones de indeterminación a situaciones de riesgo (fig.1.1). Este camino se caracteriza de la siguiente forma: en una situación de riesgo desconocemos el valor de los resultados posibles pero conocemos su distribución de probabilidad; si la situación es de incertidumbre, desconocemos tanto el valor como la probabilidad; si “desconocemos lo que desconocemos” nos encontramos en situación de ignorancia, en el sentido de no poder determinar cuales son las magnitudes relevantes para tratar con el sistema o actividad de referencia; la indeterminación, como último (o primer) escalón del conocimiento se caracteriza porque la formulación de cualquier hipótesis – sea esta arriesgada, incierta o ignorante- es compatible con otras igualmente arriesgadas, inciertas o ignorantes, por la falta de un cuerpo teórico o un conjunto de datos de referencia. Por lo tanto las situaciones de riesgo son las que mejor nos permiten gestionar las decisiones al disponer de probabilidades de ocurrencia de los distintos escenarios futuros.

Fig. 1.1 El camino del riesgo



La variación de los resultados futuros- entendidos estos en sentido amplio- es otro elemento presente en la mayoría de las definiciones del riesgo. Un decisor al enfrentarse a un problema determinado debe tener en cuenta, entre otros, el factor riesgo, reflejado en la variabilidad de los posibles resultados de la decisión. La contabilidad, como informadora de procesos de toma de decisiones, encontrará aquí su principal conexión con el riesgo.

En principio y a efectos prácticos, adoptaremos como referencia una definición amplia y construida desde el punto de vista de un decisor y que caracteriza el riesgo como una condición o característica del proceso de decisión derivada de la imposibilidad de determinar con certeza el

resultado futuro de las acciones y condiciones presentes. Esto se traduce en un resultado futuro variable, determinando la variación posible de este resultado futuro la magnitud del riesgo.

Esta es una definición, que solo pretende ser un punto de referencia y nunca una definición absoluta.

Si nos preguntamos, en un sentido amplio, cuál ha sido el uso que del término riesgo hace o ha hecho nuestra disciplina podemos considerar los diferentes enfoques generales utilizados en la conceptualización científica del riesgo (López y Lujan, 2000), que son los siguientes:

- Enfoque Técnico/Ingenieril. El riesgo es considerado como una propiedad objetiva de sucesos y actividades. El estudio científico del riesgo consistirá por lo tanto en la búsqueda de medidas universales que permitan su evaluación en cada caso. El riesgo, bajo este enfoque, se concreta como el producto de la probabilidad de ocurrencia de un determinado suceso por la magnitud del mismo. Obviamente la dificultad en la práctica estriba en cuantificar tanto la probabilidad como la magnitud. Este es el enfoque presente en la teoría clásica de la decisión.

- Enfoque Psicológico. Considera que el riesgo no es un concepto objetivo sino subjetivo, de esta forma es más apropiado hablar del "riesgo percibido" por el individuo. Este "riesgo percibido" depende de las probabilidades subjetivas de ocurrencia de los diferentes sucesos que a su vez dependen de diferentes factores individuales (que determinan también los distintos grados de aceptabilidad de los sucesos-resultado). Este enfoque se centra en el estudio de los determinantes del proceso de valoración de los individuos que permitan tanto el cálculo de estas probabilidades subjetivas de ocurrencia de los sucesos como de su magnitud. Estos determinantes son de naturaleza diversa (p.e. la voluntariedad frente a la imposición en la aceptación de la situación de riesgo; la posibilidad o no de control del mismo; la familiaridad con el riesgo en cuestión; su proximidad en el tiempo o en el espacio, etc.) y explican como determinadas evaluaciones del riesgo realizadas bajo el enfoque técnico no son aceptadas en ocasiones por los individuos (p.e. el riesgo de viajar en avión frente al de hacerlo en automóvil o el riesgo asociado a las frecuencias emitidas por las antenas de telefonía móvil). Es este un enfoque complementario del técnico, en el sentido de que también considera posible la medición objetiva del riesgo si se poseen los datos suficientes sobre las preferencias individuales.

- Enfoque sociológico. El enfoque sociológico no considera el riesgo como un concepto objetivo ni subjetivo sino como "una construcción social que depende de factores socioculturales vinculados a estructuras sociales determinadas" (López y Lujan, 2000, Pág. 72). La aceptación del riesgo no es un problema personal solo, es un problema social y político donde la opinión pública juega un papel determinante y esta no se encuentra formada por una suma matemática de percepciones subjetivas individuales del riesgo independientes unas de otras sino que otros factores contextuales, como los medios de comunicación, la confianza en las instituciones responsables o diversos factores socioculturales como la pertenencia a diferentes estratos socioeconómicos, juegan un papel decisivo. Este enfoque es hoy el predominante cuando se abordan problemas que involucran decisiones arriesgadas desde las instituciones públicas (p.e. la seguridad de las tecnologías energéticas, las vías públicas o la regulación del sector agroalimentario o farmacéutico). La obtención de medidas universales y objetivas del riesgo se considera carente de sentido desde esta perspectiva.

Atendiendo a la anterior clasificación podemos afirmar que los conceptos de riesgo que han sido más utilizados por la investigación y la práctica en contabilidad financiera se incluirían claramente dentro del primer enfoque y, en menor medida, en el segundo. Esto, que a lo largo de nuestro trabajo se irá haciendo patente, no es óbice para que el enfoque sociológico, en la medida en la que la contabilidad es una ciencia social y que su práctica repercute sobre amplios colectivos de ciudadanos, sea relevante para entender determinados aspectos de la concreción del concepto de riesgo en el ámbito de la disciplina. Así, sin esta perspectiva, resulta difícil entender fenómenos como la regulación contable acerca de determinadas áreas de riesgo y la forma en la que dicha regulación es seguida (o no) por las empresas. Nos referimos a áreas como el riesgo asociado al uso de nuevos instrumentos financieros, a los riesgos medioambientales o al "efecto 2000", en las que la regulación y su cumplimiento se ha visto influidos por la presión de la opinión pública tanto interna (ejercida por el entorno más o menos profesional) como externa (ejercida por la sociedad en general), alarmada por las consecuencias reales -catástrofes medioambientales o multimillonarias pérdidas por operaciones con instrumentos derivados, quiebra de Enron- o imaginadas -"efecto 2000"- de determinados escenarios.

2.- TIPOLOGÍAS DE RIESGO.

Consecuencia lógica de la amplitud del concepto, así como de lo múltiple de sus aproximaciones, son los muy diversos criterios utilizados para clasificar el riesgo. Estos criterios determinan desde categorizaciones

basadas en unas pocas y amplias categorías hasta otras que utilizan categorías múltiples y muy detalladas. Expondremos algunas de las utilizadas de manera más recurrente para posteriormente proponer la que creemos más útil para nuestro trabajo.

Cada una de las clasificaciones la enmarcamos bajo el criterio que utiliza, algunas de ellas son susceptibles de ser combinadas. Las diferentes tipologías las dividiremos, a su vez, en dos partes, en función de que la clasificación parta de conceptos absolutos de riesgo o de la subclasificación de una determinada parcela o concepto parcial del término.

2.1.- Tipologías de carácter general

2.1.1.- En función del intervalo de resultados futuros posibles considerado.

Cuando definíamos el riesgo considerábamos al decisor frente a un abanico de resultados futuros inciertos, en función del intervalo de resultados futuros posibles considerado, se definen estas categorías:

- Riesgo de que "algo vaya mal" o *downside risk* frente al riesgo entendido como la volatilidad de un resultado o existencia de un intervalo entre el mayor beneficio posible y la mayor pérdida posible. Es esta una distinción primaria en la que la primera categoría se corresponde con la acepción más intuitiva del término que relaciona el riesgo con la probabilidad de daños o pérdidas, es el concepto de riesgo que aparece en los diccionarios de habla castellana e inglesa y que es utilizado coloquialmente.

- La segunda categoría tiene una naturaleza más "técnica" y es frecuentemente utilizada en el ámbito económico financiero, responde a definiciones de riesgo como las siguientes:

"Incertidumbre acerca del volumen de beneficios. El término incluye tanto el potencial para ganar como la exposición a las pérdidas" (ASB, 1994).

"Consideramos como riesgo del negocio a la incertidumbre asociada a los beneficios que este obtendrá del desarrollo de sus objetivos y estrategias. Los riesgos individuales del negocio son las fuentes de esa incertidumbre" ICAEW (1997, p.5.)

Relacionada con las categorías anteriores se encuentra la acepción del riesgo como el grado de consecución de un determinado objetivo, se

trataría de una concepción *downside* siendo el objetivo, en este caso, el que delimita la pérdida de la ganancia y se podría definir el riesgo como la probabilidad de que los resultados de una acción o decisión se sitúen por debajo de un determinado nivel objetivo establecido *a priori* (p.e. para el caso de una empresa obtener una rentabilidad determinada, alcanzar una cierta cifra de ventas, etc.).

También podemos incluir aquí la distinción, procedente del área de los seguros, que clasifica los riesgos en simétricos o puros y asimétricos o especulativos, en función de que el riesgo se pueda concretar en una pérdida exclusivamente -riesgos puros o simétricos- o bien, que exista tanto la posibilidad de pérdida como la de ganancia, -riesgos asimétricos o especulativos-.

2.1.2.- En función de una perspectiva temporal

Distinguiremos entre riesgo *a priori* y *a posteriori*. Estas categorías se relacionan con el momento en el que se considera, y en su caso se mide, el riesgo, si se utilizan datos históricos (riesgo *a posteriori*) o previsionales (*a priori*). Aunque, como ya señalamos, el riesgo es un concepto que adquiere sentido en el futuro, es medido principalmente a partir de datos históricos por razones de carácter práctico.

Esta distinción resultará muy importante en el marco de la contabilidad financiera en tanto que enfrenta al sistema contable, diseñado para tratar principalmente con información histórica, con la necesidad de manejar un tipo de información de naturaleza prospectiva.

2.1.3.- Desde la perspectiva de una cartera de activos.

Riesgo diversificable y no diversificable. Esta distinción, desarrollada en el campo de las finanzas, adquiere sentido cuando estamos valorando el riesgo de un conjunto de activos, originalmente valores negociables en los mercados de capitales aunque extrapolable a cualquier cartera de activos (p.e. crediticios) y entendiendo el riesgo total como la variación de las rentabilidades de dichos activos.

Se considera que el riesgo del conjunto de activos se determina agregando el riesgo individual de los activos particulares que componen el conjunto o cartera. El riesgo individual de cada activo se puede descomponer en una parte denominada riesgo diversificable que depende de características que son específicas de ese activo y que es compensable con el riesgo diversificable de signo contrario de otros activos que se pueden

incorporar a la cartera, y en otra parte o riesgo no diversificable que depende de la relación de las fuerzas que rigen el mercado de ese tipo de activos en su conjunto, riesgo que no es posible compensar. Bajo este supuesto, el riesgo diversificable puede ser anulado mediante la gestión de la cartera de activos, el riesgo no diversificable no. De esta manera, si el riesgo tiene un precio, el mercado solo valorará aquel que no es posible diversificar.

2.1.4.- Atendiendo a su origen o fuente.

Son clasificaciones orientadas a la gestión o medición del riesgo desde el punto de vista de la empresa individual, habitualmente se determinan, en un primer nivel, dos grandes categorías: riesgos internos y externos. Partiendo de estas amplias categorías se definen diferentes sub-categorías estructuradas en distintos niveles (en las tablas 1.2, 1.3 y 1.4 se incluyen tres ejemplos a partir de los cuales hemos construido nuestra clasificación).

Tabla 1.2 Clasificación por fuente

<i>Ríos (1998)</i>		
<i>Categorías</i>		
Normativos	Legislación reguladora de las operaciones	
Organizativos	Infraestructuras operativas y tecnológicas	
Operativos	Derivados de la operaciones de la empresa	
	<i>Riesgos Operativos</i>	
	Crédito	Solvencia de los clientes
	Riesgo-país	Solvencia de los clientes exteriores
	Actividad	Apalancamiento operativo
	Mercado	Variación de precios
		<i>Riesgos. de Mercado</i>
		Tipos de interés
		Tipos de cambio
		Mercaderías
		Cartera de valores

Fuente: elaboración propia a partir de Benítez (1998)

Tabla 1.2 Clasificación por fuente

<i>Vidal (1999)</i>	
<i>Categorías</i>	
Estratégicos	Relacionados con la posición competitiva
	<i>Riesgos Estratégicos</i>
	Posición competitiva de la empresa
	Actividad y organización empresarial
Operativos	Relacionados con el funcionamiento de las áreas operativas
	<i>Riesgos Operativos</i>
	Tecnológicos
	Producción
	Comerciales
	Laborales
Financieros	Relacionados con activos y pasivos financieros
	<i>Riesgos financieros</i>
	Crédito
	Cambio
	Tipo de interés
	Precio
	Liquidez
	Derivados
	Otros
Medioambientales	Relacionados con el medio ambiente
	Riesgos Medioambientales
	Derivados de la actividad
	Generados por terceros
	Naturales

Fuente: elaboración propia a partir de Vidal (1999)

Anexo 1.3 Clasificación por fuente

<i>Arthur Andersen Business Risk Model(1999)</i>	
<i>Categorías</i>	
Información	Relacionados con la información para la toma de decisiones
	Riesgo de la información
	Medición de variables operativas (precios, desempeño,...)
	Medición de variables financieras (Contabilidad, presupuestos,...)
	Medición de variables estratégicas (Ciclos de vida, estructura,...)
Entorno	Relacionados con variables externas y no controlables
	Riesgo del entorno
	Competencia
	Disponibilidades de capital
	Mercados financieros
	Pérdidas catastróficas
	Industria
	Política, etc.
Proceso	Relacionados con variables internas y controlables.
	Riesgos de los procesos
	Relacionados con las operaciones (eficiencia, capacidad, aprovisionamiento, ciclo de vida, medioambiente, características de los productos, satisfacción del cliente,...)
	Relacionados con la tecnología
	Relacionados con la integridad o control interno
	Relacionados con la dirección y su delegación
	Relacionados con los activos financieros
	Riesgos relacionados con los activos financieros
	Precios (tipos de interés, de cambio, cotizaciones, IF,...)
	Liquidez (tesorería, costes de oportunidad, concentración)
	Crédito (insolvencia, garantía, ...)

Fuente: elaboración propia a partir del trabajo desarrollado por Arthur Andersen y el grupo editorial The Economist Intelligence Unit, recogido en el informe del ICAEW "Financial Reporting on Risk" (1999)

a) Riesgos externos:

Los riesgos externos son aquellos sobre los que la compañía no puede actuar directamente al tener su origen en factores no controlables por la empresa. Originados por cambios normativos o políticos, catástrofes naturales, por actuaciones de la competencia y en general cualquier otro provocado por factores que se encuentran fuera del alcance de la gestión de la empresa.

Por su relevancia para las empresas española podríamos destacar el riesgo país definido por la circular 4/1991, de 14 de junio, del Banco de España como "el que concurre en las deudas de un país, globalmente consideradas, por circunstancias distintas del riesgo comercial habitual.", distinguiendo dentro del mismo entre riesgo soberano o "el de los acreedores de los estados o de las entidades garantizadas por ellos, en cuanto pueden ser ineficaces las acciones legales contra el prestatario o último obligado al pago por razones de soberanía" y el de transferencia o aquel "de los acreedores extranjeros de los residentes de un país que experimenta una incapacidad general para hacer frente a sus deudas, por carecer de la divisa o divisas en que estén denominadas" (la circular 9/99 de 17 de Diciembre del Banco de España añade otros riesgos derivados de la actividad financiera internacional).

b) Riesgos internos:

Caracterizados por situarse dentro del ámbito de gestión de la empresa y por lo tanto susceptibles de ser controlados por esta. Entre los riesgos internos podemos destacar los siguientes.

b.1) Riesgos económicos, operativos o de las operaciones. Se derivan de la actividad productiva de la empresa y proceden, entre otras fuentes, de la naturaleza y gestión de: la eficiencia de los procesos productivos, el aprovisionamiento de materias primas, la capacidad productiva, la capacidad de proporcionar satisfacción al cliente, los ciclos de vida de los productos, los recursos humanos, la calidad de los productos, los canales de distribución, la seguridad e higiene en el trabajo...

b.2) Riesgos de carácter financiero, son aquellos que afectan de manera directa a los activos y pasivos de naturaleza financiera. Entre estos podemos distinguir:

b.2.1) Riesgos de precio, conocidos también como riesgos de mercado o "el riesgo de pérdidas ocasionadas por cambios adversos en tipos y precios de mercado como tipos de interés, tipos de cambio de moneda extranjera, precio de materias primas, de títulos negociables y de otros similares " (Linsmeier y Pearson, 1997). Dentro del riesgo de mercado así definido podríamos establecer diferentes sub-categorías en función de los distintos tipos y precios de mercado involucrados, así los más comunes serían:

- Riesgo de tipo de interés.
- Riesgo de tipos de cambio moneda extranjera.
- Riesgo de precio de materias primas.
- Riesgo de precio de títulos negociables.

La NIC 37 (IASB, 1998) define el riesgo de precios como el riesgo de fluctuación (luego incluye también las ganancias potenciales) en los valores de los instrumentos financieros debido al cambio de diversos precios y tipos de mercado.

b.2.2) Riesgos de Liquidez, asociados a la incertidumbre de poder liquidar puntualmente un determinado activo sin hacerlo por debajo de su valor de mercado.

b.2.3) Riesgos de Crédito, relacionados con el posible incumplimiento de las obligaciones de pago de los deudores.

b.3) Riesgos Organizativos, relacionados con las infraestructuras tecnológicas y organizativas de la empresa como los derivados de la configuración de sus sistemas de información. Las deficiencias en los sistemas de información y control interno pueden ser fuentes de pérdidas no esperadas.

Estos son los modelos que acostumbran a ser utilizados para desarrollar propuestas informativas y/o normativas (ICAEW, 1997; Vidal 1999), también se han utilizado en el campo de la auditoría para sistematizar el marco en el que se desenvuelven las auditorías enfocadas en el riesgo de negocio. Lo numeroso de las subcategorías establecidas puede limitar su utilidad en la práctica, ya que, aunque se considere de manera explícita que cada empresa debe enfrentarse a la tarea de definir su propio modelo partiendo de los generales, el riesgo de cada empresa, considerada de manera individual, es altamente específico dificultando enormemente la

tarea de desarrollar normativas y modelos de análisis con vocación más o menos universal (Schrand y Elliott, 1998). Estos riesgos, además, no son independientes entre sí, de tal manera que si son contemplados por separado no dan una idea del riesgo total. No obstante las clasificaciones por naturaleza pueden ser muy útiles en el procesos de identificación sistemática de los factores riesgo dentro de cada organización.

2.1.5.- Desde el análisis de estados financieros.

Desde el análisis de estados financieros, utilizando datos contables y como descomposición del riesgo total, se establecen dos categorías, riesgo económico y riesgo financiero. El análisis financiero ²considera dos tipos de riesgo que determinan el riesgo total de la empresa (entendido este como la variabilidad de sus resultados) a partir de la variabilidad de sus ventas. De esta manera:

Riesgo económico³: Determinado por la estructura productiva de la empresa, que define el porcentaje de costes operativos que son fijos. A la variación más que proporcional del resultado de explotación provocado por la variación de las ventas se le denomina efecto apalancamiento operativo (AO), que se considera medida del riesgo económico.

Riesgo financiero⁴: Viene determinado por la estructura financiera de la empresa, que define el porcentaje de los costes fijos que corresponden a la retribución de las fuentes financieras externas. A la variación más que proporcional de la rentabilidad financiera provocada por la variación de la rentabilidad económica se le denomina efecto apalancamiento financiero (AF).

La relación entre ambos efectos de apalancamiento y el riesgo total es el siguiente:

El % de variación en resultado = AF x AO x % de variación en las ventas

² Ver por ejemplo Jiménez y otros (1999, Pág. 208 y sig.) o Weston y Copeland (1995, Pág. 644 y sig.)

³ El concepto de riesgo económico o de negocio o *business risk* se limita en ocasiones al asociado exclusivamente a la variación en las cantidades producidas y vendidas. También se emplea en sentido más amplio como aquel determinado por la variación o volatilidad de los flujos de caja futuros de la empresa.

⁴ Observamos como también el término riesgo financiero se emplea referido a distintos conceptos, así es entendido como el riesgo que procede de los activos y pasivos de naturaleza financiera y, de manera más restrictiva como el riesgo de que la empresa no pueda hacer frente a sus obligaciones financieras.

Luego el auténtico "motor" del riesgo así entendido no son los apalancamientos sino las ventas, los apalancamientos funcionan como multiplicadores del impacto que sobre el resultado producen las variaciones en el volumen de ventas. El efecto multiplicador total es el combinado de ambos apalancamientos. Al aumentar los apalancamientos, manteniéndose el resto de factores constante, aumenta el riesgo.

2.1.6.-Considerando el riesgo total de la empresa junto a la gestión que del mismo se hace:

Considerando el riesgo total de la empresa junto a la gestión que del mismo se hace podemos distinguir entre riesgo bruto y riesgo neto (ICAEW, 1999). Si contemplamos el riesgo de una compañía independientemente de las acciones tomadas para gestionarlo estaremos contemplando el riesgo bruto de la misma. Si por el contrario determinamos el remanente de riesgo tras su gestión⁵ tendremos el riesgo neto de la compañía.

Esta distinción resulta importante a la hora de determinar cual debe ser el reflejo del riesgo dentro de la información proporcionada por la contabilidad financiera, si esta se debe limitar al riesgo neto o si se debe informar acerca del riesgo bruto, de su gestión y del riesgo neto resultado de la misma. En este sentido es contemplada la distinción por el ICAEW (1997).

2.2. - Una tipología con criterios contables.

Si la contabilidad tiene entre sus principales objetivos el proporcionar información relevante para la toma de decisiones⁶, el riesgo, inherente al futuro en el que se concretan los resultados de las decisiones tomadas a partir de la información disponible, debe ser objeto de estudio por parte de la contabilidad, el sistema de información contable debe tratar de alguna manera con la naturaleza del mundo en el que se desenvuelven las compañías, con sus características razonablemente objetivas.

⁵ Considerada la gestión del riesgo, en términos generales, como una función directiva que, partiendo de la identificación y evaluación -probabilidad de ocurrencia y magnitud- de los riesgos mas importantes para la empresa, determina que parte es transferido (p.e. mediante seguros), evitado (p.e. abandonando la actividad que lo provoca), reducido (p.e. utilizando instrumentos derivados) y/o aceptado.

⁶ En Gabás y Bellostas (2000) tenemos un análisis muy completo de los objetivos de la información financiera bajo la perspectiva de los diferentes marcos conceptuales. Consideramos que utilizar el paradigma de la utilidad como marco de referencia no requiere mayor discusión al tratarse del paradigma dominante.

El riesgo, en su sentido más amplio, se constituye así en uno de los factores determinantes de los diferentes procesos de decisión que involucran el uso de información contable, de tal manera que su evaluación resulta imprescindible para asesorar correctamente dichos procesos.

Desde la perspectiva del estudio de la contabilidad deberemos considerar el papel que esta tiene como herramienta o instrumento de apoyo a la decisión, como informadora del problema de decisión abordado en lo que al riesgo se refiere. Se tratará de determinar hasta donde llega la capacidad de la contabilidad para manejar la incertidumbre y en que medida este concepto le es ajeno.

Se han definido diferentes grupos de usuarios a los que debe estar dirigida la información contable, cada uno de ellos con unos concretos requerimientos informativos relacionados con sus particulares necesidades. De esta manera, los diferentes enfoques utilizados para la conceptualización del riesgo dentro del área se podrían considerar también en función de cada problema de decisión concreto abordado, problema que, *a priori*, será razonablemente homogéneo para cada grupo específico de usuarios. Podríamos bajo esta perspectiva tipificar el riesgo a partir de los diferentes usuarios/objetivo.

Para establecer los grupos de usuarios a considerar hemos atendido a dos criterios alternativos que nos han llevado a similares categorías.

Un criterio –de orden teórico- que consideramos razonable sería el de emplear los grupos de usuarios definidos por los diferentes marcos conceptuales de la contabilidad financiera y en particular por el marco conceptual de AECA. Siguiendo el trabajo de Gabás y Bellostas (2000) y Giner (2000) observamos como no existe un consenso entre los diferentes marcos conceptuales a este respecto. Habida cuenta la dificultad presente en la determinación de un área de coincidencia entre las necesidades de los diversos usuarios legítimamente interesados en la información financiera, la postura del ASB y FASB, adoptada por AECA, ha sido la de considerar un solo usuario externo, el inversor bursátil, como representante de las necesidades informativas del resto de potenciales usuarios. No obstante, coincidimos con las apreciaciones de Gabás y Bellostas (2000) en que, por lo menos para el caso español (Pág. 106):

"A efectos de realizar una selección adecuada y vistos el basto número de demandantes potenciales de información financiera... elegiremos agentes representativos entendiendo como tales aquellos que efectúan un uso reiterado de los estados contables en sus procesos de

decisión: el analista financiero e inversor institucional, las entidades de crédito y la gerencia, o en su defecto los órganos de gobierno de las entidades sin ánimo de lucro".

Otro criterio –este de orden práctico- sería el de considerar cuales han sido los grupos de usuarios contemplados por la literatura de manera diferenciada, explícita o implícitamente, cuando el objeto de estudio es el riesgo en sus distintas acepciones. Atendiendo a este segundo criterio aparecen claramente por el volumen y repercusión de los trabajos realizados, dos categorías de riesgo - riesgo de crédito y riesgo de mercado - que responden principalmente a la perspectiva de dos grupos de usuarios: prestamistas e inversores. De manera menos evidente encontramos un tercer grupo de usuarios, que podríamos identificar con los gerentes o decisores internos, y que estarían presentes en todos aquellos trabajos que consideran el riesgo total (la volatilidad de sus resultados) de cada empresa (como empresa individual no como una inversión parte de una cartera de inversiones) medido, básicamente, a partir de datos presentes en sus estados financieros.

De este modo, podemos determinar tres categorías de riesgo.

.- El riesgo relacionado con la decisión de inversión. Decisión de inversión contemplada desde una perspectiva externa a la empresa, la del inversor que construye su cartera considerando las diferentes opciones que le ofrecen los mercados. Este es el concepto de riesgo desarrollado por la teoría financiera.

.-El riesgo y la decisión de crédito, desde la perspectiva externa del suministrador de fondos que evalúa la oportunidad y el coste de esta decisión.

.- El riesgo y la decisión de gestión, entendida esta última como el conjunto de decisiones tomado por los directivos para la gestión de la empresa. En esta categoría se está considerando a cada empresa de manera individual, la información contable se analizará desde la perspectiva de una empresa, no de una cartera (luego en un contexto en el que no hay diversificación posible del riesgo total) y con un enfoque global, no solo desde el punto de vista del prestamista (la parte positiva de la variación del resultado es importante). Con referencia a esta última categoría consideramos relevantes las siguientes consideraciones:

"Las nuevas aportaciones sugieren la conveniencia de ampliar, en el ámbito de la gestión, la conceptualización del riesgo más allá de la sola perspectiva del accionista/ inversor. En esta línea determinadas áreas funcionales como la financiera, deberían ocuparse del riesgo total más que de la parte del mismo que no pueden eliminar los inversores en el mercado mediante diversificación" Gómez Sala (1993, Pág.185).

"La mayoría de las variables contables se relacionan de manera más natural con el riesgo total que con el riesgo sistemático... los directivos de las empresas, los emisores de normas contables y los reguladores de los mercados de capitales parecen centrarse en el riesgo total (y, concretamente, en el riesgo downside, especialmente el de pérdidas severas)" Ryan (1997, Pág. 86).

Este criterio de clasificación encuentra su sentido al estar basado en el problema informativo en si mismo, en la necesidad de obtener una información determinada que la contabilidad debiera cubrir, anteponiéndose la perspectiva del decisor a la naturaleza o la fuente del riesgo, ya que consideramos que el tratamiento de la información depende más de lo primero que de lo segundo.

Es importante señalar que esta clasificación no descompone un concepto de riesgo único en diversos componentes, sino que más bien es deudora de la naturaleza múltiple del concepto. De esta manera, por ejemplo, el riesgo desde la decisión de crédito responde más a una naturaleza de riesgo *downside*, mientras que desde la perspectiva de la decisión de gestión, es la variabilidad total del resultado la que preferentemente configura el riesgo. Todo ello sin que cada categoría sea identificable de manera unívoca, como veremos, con una única definición de riesgo.

Si consideramos el estudio que del riesgo se ha realizado dentro del área de la contabilidad podremos observar como, en última instancia, la mayor parte de la investigación está incluida en una de estas tres categorías, por ello serán las que utilizaremos para organizar la revisión de la literatura incluida en este trabajo. Por otra parte, esta clasificación es perfectamente compatible con las categorizaciones desarrolladas a lo largo de este apartado, que serían aplicables a alguna o a todas las categorías propuestas.

Es importante señalar que, al estar enfrentándonos a problemas relacionados con la toma de decisiones, los factores que afectan a la decisión en términos generales (y no solo a la circunscrita al ámbito financiero) estarán siempre presentes, existiendo literatura específicamente

orientada a determinar la influencia de la incertidumbre en los procesos de decisión en general y también, más concretamente, en los que involucran el uso de información de naturaleza contable o financiera. Así para Lev (1974, Pág. 311)

"La completa valoración de un sistema de información requiere la especificación del modelo de decisión en el que se emplea la información. La capacidad de predicción no es criterio suficiente para seleccionar los sistemas de información. Por consiguiente, la evaluación de una nueva forma de información contable requiere la especificación de los modelos de decisión que se van a realizar".

Este enfoque, que podemos identificar con el enfoque psicológico del riesgo expuesto anteriormente, lo trataremos de manera específica dentro de cada una de las tres categorías señaladas.⁷

3.- RIESGO E INFORMACIÓN

Existe un tipo de incertidumbre que juega un papel importante en el análisis que pretendemos realizar y que exige ser considerada por separado al ser su naturaleza muy diferente a la de los tipos de incertidumbre tratados con anterioridad. Nos referimos a la incertidumbre que viene determinada por las características materiales de la información disponible para asistir a los procesos de decisión. Dentro de esta incertidumbre podemos distinguir dos grandes categorías, la originada por el sistema que genera la información y la atribuible a la información en si misma.

3.1.- La incertidumbre de los sistemas de información

La contabilidad, como cualquier sistema de información, genera, por si misma, un tipo de incertidumbre diferente a la inherente a la realidad que intenta representar o de la que pretende informar y que está ligada al hecho de que todo sistema de información es solo una aproximación a la realidad representada, un modelo que funciona de una manera determinada, que trata la información de acuerdo con unas reglas o procedimientos, transformándola y dándole un formato característico, presentándola de una manera y no de otra.

Un modelo es solo una aproximación a un problema real como la contabilidad es solo una aproximación a la imagen fiel de la empresa (que

⁷ Una revisión general de la literatura relativa al estudio de los procesos de decisión dentro de la contabilidad la tenemos en Bonner (1999) y Maines (1995).

a su vez es una entelequia), una aproximación que depende de los supuestos teóricos sobre los que se construye. Los criterios contables a aplicar no son más que especificaciones de conceptos más o menos objetivos sobre formas de reconocimiento y medida.

A este respecto y en el contexto del estudio de la incertidumbre de los sistemas de información de apoyo a la decisión, Granger y Morgan (1992, Pág. 66) afirman que:

"Analistas expertos señalan que la incertidumbre acerca de la estructura de cualquier modelo es habitualmente más importante y, probablemente, más susceptible de afectar al resultado del análisis que el valor de las cantidades empleadas"

En este sentido pueden constituirse en fuentes de incertidumbre de los sistemas de información las siguientes ⁸ (Granger y Morgan, 1992):

.- Errores aleatorios de medida. Debidos a la inexistencia de sistemas de medida 100% fiables, de modo que cada observación diferirá aunque sea en cantidades despreciables de la anterior.

.- Errores sistemáticos y de juicio subjetivo: Los primeros se definen como la diferencia entre valores reales y el de la media de las medidas realizadas y los segundos están originados por el uso de estimaciones que dependen del juicio del decisor. Estos últimos se encuentran presentes de manera importante dentro de los sistemas de información contables, que se enfrenta con frecuencia a la necesidad de expresar en términos monetarios conceptos económicos complejos.

.- Imprecisión lingüística: ¿Que significa probable y cual es su diferencia exacta con muy probable?. Toda la información cualitativa es terreno abonado a la imprecisión lingüística.

.- Variabilidad: La variabilidad de las cantidades en el tiempo y el espacio, la realidad es siempre más dinámica que el sistema de información que intenta capturarla (los tipos de cambio, los precios de mercado, etc. cambian constantemente).

⁸ Estas fuentes de incertidumbre se refieren principalmente a sistemas de información que tratan con datos "físicos" como los ligados a sistemas tecnológicos (maquinaria, procesos de producción). A pesar de ello consideramos que son ilustrativos al referirlos a otros tipos de sistemas de información como el contable.

- Aleatoriedad y impredecibilidad: Es un tipo de incertidumbre imposible de evitar, responde a la naturaleza misma, aleatoria e impredecible, de algunos de los fenómenos que se miden.

- Falta de acuerdo: La falta de consenso, como la existente en ocasiones respecto a la norma contable, supone en si misma una fuente de incertidumbre .

- Aproximaciones: El uso de valores aproximados genera incertidumbre (como las estimaciones tan frecuentes, e inevitables, utilizadas por la contabilidad).

En este sentido debemos señalar (con López y Luján, 2000) que, el proceso de construir modelos, no es nunca un proceso absolutamente objetivo, la construcción del modelo pretende reducir la incertidumbre existente en la realidad representada a términos manejables (en el sentido en el que describíamos en un apartado anterior la transformación de situaciones de incertidumbre a situaciones de riesgo o de probabilidades conocidas) y para ello es necesario adoptar determinadas decisiones o compromisos metodológicos que hagan manejable la realidad (eligiendo unas determinadas normas de valoración o criterios de contabilización por ejemplo). Estos compromisos permiten la introducción en el modelo de valores o intereses particulares. Bajo esta perspectiva siempre se puede cuestionar la objetividad de las diferentes opciones metodológicas elegidas para definir, por ejemplo, la norma contable.

3.2.- La incertidumbre de la información

Existe un tipo de incertidumbre involucrada en los procesos cognitivos de decisión que se ha denominado "ambigüedad" o "subcertidumbre" y que se define como "una cualidad que depende de la cantidad, tipo, fiabilidad y unanimidad de la información y que es determinante del grado de confianza que cada usuario deposita en la misma" (Ellsberg, 1961) y que, por lo tanto, se encuentra en función de la información contable, de toda la restante información de que dispone el decisor así como de determinadas características relativas al mismo. La ambigüedad se concreta en la incertidumbre acerca de la probabilidad real de ocurrencia de un determinado suceso (incertidumbre acerca de los parámetros reales de la distribución de probabilidad de los distintos escenarios futuros) y su consecuencia en la decisión consiste en distorsionar el uso efectivo que el decisor hace de la misma. Esta distorsión depende de

diversos factores como si la decisión implica ganancias o pérdidas, si las probabilidades de ocurrencia de los diferentes escenarios se presuponen altas o bajas, de la presencia de incentivos, etc. Por ejemplo Nelson y Kinney (1997) demuestran experimentalmente como los auditores y los usuarios de los estados financieros responden de manera diferente a situaciones donde las probabilidades son/ no son ambiguas (y las diferencias se manifiestan, incluso, entre ambos grupos) al evaluar la materialidad de contingencias contables y al asignarles las categorías de "remotas", "probables" o "posibles". En términos generales que se crea un "pesimismo defensivo" cognitivo ante situaciones que involucran pérdidas y donde las probabilidades de ocurrencia son bajas, actuándose como si la probabilidad de pérdida fuera mayor (p.e. las contingencias negativas con baja probabilidad de ocurrencia se sobre valoran).

En el contexto del mercado de capitales se ha determinado un componente de incertidumbre de naturaleza muy similar denominado "riesgo de estimación" que determina que los títulos de empresas para los que existe en el mercado un nivel bajo de información (por tener un escaso seguimiento por parte de los analistas) vean como las estimaciones de sus betas son sistemáticamente demasiado bajas o lo que es lo mismo, se consideran más arriesgadas, con mayor riesgo sistemático que otras compañías similares pero que reciben un mayor seguimiento por el mercado (Clarkson y otros, 1996, Botosan, 1997).

4.- RESUMEN

.- El concepto de riesgo que hemos considerado más relevante para nuestro trabajo es un concepto múltiple que se concreta en función del problema de decisión abordado.

.- Entendemos que son tres los problemas de decisión bajo los cuales la investigación del riesgo en la contabilidad podría articularse al efecto de desarrollar una revisión de la literatura.

.- Junto a estas tres categorías consideramos que el riesgo relativo al sistema que genera la información y a la calidad de esta en si misma juega un papel importante .

.- De lo anterior podemos preguntarnos por la capacidad de la contabilidad para captar o informar del riesgo presente en la realidad económica de la que se pretende informar tomando como punto de referencia cada uno de esos tres problemas de decisión (y afrontando

problemas relativos al reconocimiento y medida de los diferentes conceptos, al equilibrio necesario entre la fiabilidad y relevancia de la información, a los límites del sistema de recogida de información, etc.).

.- Todo ello sin olvidar que la información en si misma es portadora de incertidumbre, aspecto que debe estar presente en el sentido, tanto de delimitar la incertidumbre generada por el propio sistema (estimaciones, asunciones básicas del sistema, temporalización de la información...) como considerar de que manera contribuye la información aportada por el mismo a completar el conjunto de información ya en poder del decisor.

Capítulo 2: Riesgo, contabilidad financiera y decisión: una revisión bibliográfica

1.- EL RIESGO EN LA DECISIÓN DE INVERSIÓN

1.1.- Introducción

El desarrollo de este primer apartado será el siguiente. Comenzaremos definiendo lo que entendemos por decisión de inversión y como esta se concreta -en el marco de los mercados de capitales- en el problema de selección de cartera. El siguiente paso será definir el riesgo en este contexto y ver su descomposición en función de la relación existente entre los diferentes valores individuales y el mercado en su conjunto. Posteriormente trataremos los modelos de medición del riesgo de mercado y como se han construido modelos de valoración de activos en función del mismo. A partir de aquí estudiaremos los trabajos encaminados a la medición del riesgo de mercado utilizando datos contables destacando las implicaciones de los mismos para la configuración de los estados financieros.

Las críticas recibidas por el CAPM como modelo de valoración en función del riesgo de mercado, así como el papel del riesgo en los modelos de valoración serán tratados a continuación.

Tras una aproximación a la práctica de los analistas de inversiones en los mercados de capitales, examinando las técnicas de valoración utilizadas, terminaremos con las conclusiones.

1.2.- La decisión de Inversión

Consideramos la decisión desde una perspectiva externa a la empresa, la de un usuario externo de la información contable como es el inversor, que diseña su estrategia de inversión considerando las diferentes opciones que le ofrece el mercado y siendo el riesgo una de las características de los activos a evaluar. La decisión de inversión se desarrolla en el marco del mercado, considerando cada título o activo como una opción entre múltiples posibles. Esta consideración de la empresa en el contexto de un mercado determinará las peculiaridades del tratamiento del riesgo en la decisión de inversión.

El inversor, a su vez, solo dispone, por lo menos *a priori*, para informar su decisión, de los datos públicamente disponibles acerca de las empresas participantes en el mercado: datos de naturaleza contable y extracontable proporcionados por las empresas (de difusión obligatoria o voluntaria), proporcionados por las instituciones que regulan los mercados, de naturaleza macroeconómica, etc.

Es esta una de las áreas donde el concepto de riesgo alcanza un significado más preciso, se encuentra respaldado por fundamentos teóricos más sólidos y dispone de medidas cuantitativas más definidas.

Los modelos de gestión del riesgo de mercado se podrían agrupar en dos grandes grupos (Ruiz y otros, 2000): los orientados a determinar la cartera óptima del inversor y los que buscan determinar el precio y la rentabilidad de los activos con riesgo. Ambos grupos se encuentran, no obstante, muy relacionados. Los modelos que trataremos -el modelo de mercado de Sharpe y el CAPM- son aquellos que tienen una relación más directa con el tema de nuestro interés: la información que puede obtener un decisor sobre el riesgo a partir de datos contables. A partir del riesgo tal y como es definido por estos modelos se ha desarrollado una corriente significativa de investigación que busca la relación entre estas medidas y determinadas variables contables.

Ambos modelos son bien conocidos y solo incluiremos aquellos aspectos más relevantes para nuestro trabajo¹.

Un concepto clave dentro de la teoría financiera es que el riesgo y la rentabilidad son las dos caras del proceso de decisión. El modelo de selección de carteras propuesto por Markowitz (1959) considera que el decisor solo necesita dos parámetros para determinar cual es su cartera óptima (la que le proporciona mayor utilidad): el rendimiento y el riesgo de los activos financieros, cuyo conocimiento resulta suficiente para tomar decisiones². Así el problema de obtener la cartera óptima se concreta en un problema de decisión con dos parámetros, media-varianza.

La solución propuesta a este problema reduce el total de carteras posibles del mercado a un conjunto de carteras caracterizadas por presentar combinaciones insuperables de riesgo y rentabilidad o carteras de mínima varianza para cada nivel de rentabilidad, se trata de la "frontera eficiente". El inversor elegirá la cartera de la frontera eficiente tangente a su mayor curva de indiferencia (establecida esta por su función de utilidad).

Tobin (1958) introdujo en el modelo la posibilidad de incluir en las carteras activos sin riesgo de rentabilidad fija, obteniendo una versión lineal de la "frontera eficiente" denominada "*línea del mercado de capitales*" y tangente a la misma. El punto de tangencia se constituye en la cartera óptima del mercado, las demás carteras pertenecientes a la frontera eficiente pueden ser superadas utilizando combinaciones del activo sin riesgo (invirtiendo en el mismo o endeudándose). La pendiente de esta recta constituye el precio del riesgo en equilibrio.

¹ No obstante, por ejemplo, en Weston y Copeland (1995) o en Ruiz y otros (2000) se pueden encontrar los desarrollos completos en que este trabajo se ha basado para el desarrollo del epígrafe.

² Bajo los supuestos siguientes: La función de utilidad del decisor, que se considera racional, se supone estrictamente creciente (la utilidad marginal del consumo es positiva o principio de no saciedad) y estrictamente cóncava (la utilidad del valor esperado de un activo con riesgo es inferior a la utilidad de ese mismo nivel de riqueza obtenido con certeza o principio de aversión al riesgo).; La distribución de probabilidades de la rentabilidad de los activos se supone una distribución de dos parámetros (por ejemplo una distribución normal). El rendimiento se mide como la esperanza matemática - media - de la distribución aleatoria de los rendimientos de los activos financieros y el riesgo como su varianza o desviación típica.; Acerca de la evolución futura de estos parámetros existen expectativas homogéneas por parte de los inversores que poseen información completa en un mercado donde no existen costes de transacción

Un problema diferente es evaluar el precio del riesgo en equilibrio de cada activo individual, activo que no tiene porqué estar situado sobre la línea del mercado de capitales (donde si sabemos el precio del riesgo).

A la hora de evaluar el riesgo de un activo individual y como la decisión de inversión se define a nivel de cartera, habrá que considerar cual es el riesgo que cada título añade a la cartera antes que el riesgo total de ese título individualmente considerado. Nos interesarán el riesgo y rentabilidad finales de la cartera. El riesgo que cada título incorpora a una cartera es función de la proporción en la que el título está presente en la cartera, de su propia varianza o riesgo total individual y de su covarianza con cada uno de los títulos que la componen³. De esta manera, una cartera puede tener una varianza -riesgo- menor que la suma ponderada de las varianzas de los títulos que la forman. Además, el componente de la varianza de una cartera debido a las varianzas de los activos individuales que la componen tiende a cero al aumentar el número de activos, resultando una función de las covarianzas. Parece que la varianza es una buena medida del riesgo de una cartera y de un título individualmente considerado pero no lo es tanto cuando consideramos a un título como opción de inversión.

Sharpe (1963) desarrolló el denominado "modelo de mercado" o "modelo diagonal de Sharpe", bajo el supuesto de que, si existe un mercado fuerte, las correlaciones de cada valor con un índice representativo de este mercado pueden sustituir a las correlaciones entre cada par de valores individuales y solo será necesario establecer la relación entre el resultado de cada valor y el resultado de esa cartera del mercado, en lugar de entre cada par de valores. Esta relación entre cada valor individual y el mercado adopta la siguiente forma:

$$\tilde{R}_{it} = \hat{a}_i + \hat{b}_i \tilde{R}_{mt} + \tilde{e}_{it}$$

Donde, la rentabilidad del título i en el periodo t (\tilde{R}_{it}) depende de un término independiente de la variación del índice (\hat{a}_i), de una relación

³ Lo que, por otra parte, supone calcular un gran número de parámetros así, Lev (1974, Pág. 232) para n valores calcula que hacen falta $(n^2 + 3n)/2$ estimaciones, para 1300 valores aproximadamente 850.000 estimaciones. La rentabilidad solo depende de la de cada título y del porcentaje que supone sobre el valor total de la cartera.

(\hat{b}_i) que posee con la rentabilidad del índice del mercado en el mismo periodo (\tilde{R}_m) y de un término de error independiente ($\tilde{\epsilon}_{it}$)⁴.

Directamente de la relación descrita resulta una división del riesgo total de un activo (su varianza) entre una parte que depende del mercado y otra que no:

$$s_i^2 = b_i^2 s_m^2 + s_{ei}^2$$

Así una parte del riesgo total de un título -denominada diversificable, no sistemático o específico- viene determinada por las características propias de la empresa y su sector de actividad no relacionadas con los movimientos del mercado en general, de manera que es posible encontrar otros títulos con los que compensarla (la varianza de una cartera diversificada no depende de este componente del riesgo individual, que tiende a cero al aumentar el número de títulos que integran la cartera, igual que ocurría en el modelo de Markowitz con las varianzas de los activos individuales). El resto del riesgo -sistemático, no diversificable- no puede ser diversificado al depender de la relación entre la empresa y el mercado en su conjunto, este riesgo, medido por la β del modelo de mercado, si es valorado (compensado con rentabilidad adicional) por el mercado y constituye la contribución de cada título al riesgo total (varianza) de la cartera.

Partiendo de los trabajos de Markowitz y Tobin anteriores, Sharpe (1963), Black (1972) y Linter (1965), entre otros, desarrollaron un modelo teórico de valoración que expresaba la rentabilidad de cada título en función de la relación existente entre su riesgo sistemático y el de una cartera bien diversificada, la cartera del mercado⁵. Se trata de formular la manera en la que el mercado establece los precios de los activos de capital en función de su riesgo.

⁴ El término de error está sujeto, para la validez de la estimación mínimo cuadrática a supuestos de esperanza nula, homocedasticidad, no auto correlación y normalidad.

⁵ Cartera teórica, formada por todos los valores del mercado cada uno en la proporción correspondiente a su valor de mercado en cada momento. Se supone eficiente.

El muy conocido modelo de valoración de activos CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) considera que, bajo determinadas condiciones⁶, la rentabilidad esperada de un título se puede expresar como:

$$E(R_i) = R_f + b_i [E(R_m) - R_f]$$

Donde $b_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{S_m^2}$ covarianza estandarizada entre la rentabilidad de la firma y la rentabilidad de la cartera de mercado

Luego $E(R_i) = f(b_i)$, las diferencias de rentabilidad entre títulos se pueden explicar exclusivamente con sus betas.

R_f = rentabilidad con que el mercado remunera a los activos sin riesgo

$E(R_m)$ = esperanza matemática de la rentabilidad de la cartera del mercado.

$$E(R_m) - R_f = \text{prima por riesgo o precio del riesgo}$$

Los parámetros del modelo acostumbran a ser estimados por el modelo de mercado de Sharpe (1963).

Vemos como la teoría financiera define precisamente el riesgo, lo mide y desarrolla un modelo de valoración de activos basado en esta medida.

⁶ Existen expectativas homogéneas entre los inversores con respecto a la media, varianza y covarianza de los rendimientos de las acciones (todos los inversores las conocen y coinciden en sus estimaciones); Los inversores tienen aversión al riesgo y son insaciables; El horizonte temporal de las inversiones común es de un solo ejercicio; Todos los participantes en el mercado pueden prestar y pedir prestado a un tipo sin riesgo cantidades ilimitadas; Los activos son perfectamente divisibles; Los impuestos no influyen en la decisión de inversión; No hay costes de transacción ni limitación alguna (regulaciones o restricciones a la compraventa) en un mercado que funciona sin fricciones.

Se han estudiado diversas variaciones del CAPM, como versiones *downside* (Harlow y Rao, 1989) donde se caracteriza el riesgo atendiendo a las variaciones de la rentabilidad de la empresa por debajo de un objetivo preestablecido y relacionado con la rentabilidad media del mercado, o modelos que pretenden relajar los restrictivos supuestos básicos del CAPM, como los relativos a la distribución probabilística de las rentabilidades, ampliando así su campo teórico de aplicación (Bawa y Lindenberg, 1977 o Shalit y Yitzhaki, 1984), utilizando diferentes medidas de riesgo, modificaciones en los supuestos de partida (Ruiz y otros, 2000, pág. 173), modelos multiperiodo (CAPM condicional) ... pero ninguna de estas variaciones ha logrado superar la difusión y nivel de utilización del CAPM original.

También se han desarrollado modelos de valoración multifactoriales, de los cuales, podemos destacar los basados en la APT (*Arbitrage Pricing Theory*, o teoría de fijación de precios por arbitraje) (Ross, 1976), modelo que también incluye de manera explícita el riesgo. Si el CAPM utiliza un solo factor explicativo del rendimiento de los valores, la beta, el APT considera que el rendimiento es determinado por un modelo multifactorial como el siguiente:

$$\tilde{R}_i = \hat{a}_i + \hat{b}_{i1}\tilde{F}_1 + \hat{b}_{i2}\tilde{F}_2 + \dots + \hat{b}_{ij}\tilde{F}_j + \tilde{\epsilon}_i$$

Donde los b_{ij} representarían la sensibilidad de la rentabilidad del activo i a los distintos factores F_j (no correlacionados) que conforman el modelo. Los factores incluidos, denominados factores fundamentales, pueden ser factores macroeconómicos, índices bursátiles, indicadores de tipos de interés ... el riesgo sistemático en este caso es la sensibilidad de los rendimientos de un activo a los diferentes factores que lo determinan. Los factores fundamentales no son diversificables y se debe pagar una prima de riesgo por soportarlos. El APT parte de un planteamiento empírico que no restringe las características de la función de utilidad del decisor ni de la distribución de los rendimientos de los activos, tampoco requiere que la cartera del mercado sea eficiente, aunque si supone expectativas homogéneas de los decisores sobre los rendimientos futuros.

Los precios se fijan según el siguiente modelo (APM o Modelo de valoración por arbitraje):

$$E(R_i) = R_f + (d_1 - R_f)b_{i1} + (d_2 - R_f)b_{i2} + \dots + (d_j - R_f)b_{ij}$$

Donde:

δ_j = rendimiento esperado de una cartera de imitación que tiene una sensibilidad unitaria frente a *j*-ésimo factor y una sensibilidad cero frente a todos los demás (como la beta de la cartera de mercado respecto a sí misma en el CAPM).

b_{ij} = sensibilidad de la rentabilidad del *i*-ésimo activo respecto del *j*-ésimo factor.

El APT utiliza una prima de riesgo por factor, primas que se añaden al tipo libre de riesgo en la proporción determinada por sus "betas". Bajo determinados supuestos simplificadores el CAPM es un caso especial del APT que utiliza un solo factor. El APT proporciona diversas dimensiones o coordenadas al riesgo.

No obstante la discusión acerca de la validez empírica del CAPM, así como de su utilidad para la toma de decisiones financieras, su relevancia en medios académicos y profesionales es grande y se ha utilizado y se sigue utilizando como uno de los modelos de valoración de referencia. Contempla de manera explícita el riesgo y su precio, está fundamentado teóricamente y es relativamente fácil de calcular partiendo de datos públicamente disponibles.

Existen otros muchos modelos de valoración de activos pero ninguno de ellos ha definido con tanta claridad el concepto teórico y el método de cálculo del riesgo. *El riesgo es el eje central* del CAPM y esto no es así con la mayoría de los modelos de valoración de activos. Tradicionalmente la incorporación del riesgo a los modelos de valoración se ha realizado ajustando los tipos de descuento con los que se actualizan diferentes magnitudes que miden o intentan medir las expectativas de rentas futuras de los activos (dividendos, resultados, flujos de tesorería, rendimientos anormales...). La magnitud de la prima por riesgo del mercado que introduce el riesgo en los tipos de descuento, como se recoge en Kottari, (2001), así como su evolución y relación con el riesgo cambiante de la economía, son aspectos acerca de los cuales no existe un acuerdo entre los estudios teóricos y los empíricos y como consecuencia, determinar el coste de capital, que es función para cada firma de la prima por riesgo del mercado y su riesgo relativo (beta por ejemplo), supone un problema sin una solución clara.

Alternativamente a utilizar tipos de descuento que consideren el riesgo es posible introducir su influencia en las expectativas de rentas futuras y descontarlas al tipo libre de riesgo, se trataría de recoger el riesgo "en el

numerador". En cualquier caso nuestro interés en los modelos de valoración se limita al papel del riesgo en los mismos y la utilidad de los datos contables para su medición.

1.3.- La estimación de la beta de mercado a partir de datos contables

La estimación de la beta se obtiene habitualmente a partir del modelo de mercado de Sharpe (1963). No obstante, la estimación de beta con datos históricos de mercado presenta diversos problemas, como es el hecho de que las empresas y los mercados cambian en el tiempo y las betas históricas pueden no ser buenos predictores de las betas reales futuras que no tiene porqué ser estables (Rosseberg y Guy, 1976). Otros problemas relacionados con la estimación de las betas a partir del modelo de mercado son (Foster, 1986):

- Determinar el intervalo temporal para la toma de los datos, intra día, diario, semanal, mensual...

- La elección del periodo total sobre el que realizar la estimación. A mayor amplitud tenemos más datos pero también una mayor posibilidad de cambios estructurales y de un sesgo por supervivencia (las compañías menos rentables desaparecen del mercado).

- El uso de los mínimos cuadrados ordinarios, método habitualmente utilizado para la estimación, puede no ser correcto.

Además debemos determinar el tipo libre de riesgo a utilizar y un estimador de la cartera del mercado. En ocasiones la estimación puede, incluso, no ser posible ya que las series de datos de mercado necesarias para el cálculo no siempre están disponibles o no tienen la longitud requerida (por ejemplo para empresas que no cotizan o para aquellas cuyos títulos tienen poca liquidez).

Por todo ello, se consideró como una alternativa interesante a la utilización de datos de mercado la estimación de las betas del modelo a partir de datos contables. Los datos contables poseen, además, las siguientes ventajas sobre los obtenidos del mercado Ryan (1997):

- Los modelos de valoración como el CAPM no caracterizan los factores económicos originales que determinan el riesgo (los "concentran"

en las betas, único factor valorado), luego se podrían utilizar las variables contables como estimadores de los mismos.

- Los supuestos teóricos de los modelos consideraron un mercado eficiente respecto a la información contable publicada, luego esta información podía ser usada para estimar el riesgo y construir carteras diversificadas con el adecuado nivel de riesgo. Se asume que la información obtenida a partir de resultados contables pasados no esta sistemáticamente sesgada.

A partir de estas ideas se desarrolló, a partir de los años setenta, una corriente investigadora que buscaba fundamentos teóricos, y el apoyo de contrastes empíricos, para determinar la relación existente entre determinadas variables contables -las denominadas medidas contables del riesgo de mercado- y las betas de mercado, así como investigar la capacidad predictiva de estas variable acerca de las betas futuras (comparada con la capacidad predictiva de las betas de mercado históricas). Hay que señalar que esta corriente investigadora disminuyó de manera importante a partir de la década de los 90 (White y otros, 1994).

Para exponer cual ha sido el camino seguido y los resultados alcanzados por la investigación presentaremos varios trabajo comenzando por el trabajo pionero de Beaver y otros (1970) por lo que supuso de arranque y punto de referencia para la investigación posterior, para continuar con tres completas revisiones de la investigación realizada.

1.3.1.- Beaver y otros (1970).

El trabajo de Beaver y otros (1970) estuvo motivado más por la intuición que por una base teórica que justificara las variables contables elegidas. Como señalan precisamente en su trabajo Beaver y otros (1970, Pág. 659)

"Aunque ninguna de las medidas contables tradicionales del riesgo se encuentra explícitamente definida en términos de covarianza de las rentabilidades, estas medidas intentan destacar diversos aspectos relacionados con la *incertidumbre* asociada a la corriente de ingresos (o rentabilidades) de la empresa. En particular las medidas contables de riesgo pueden ser vistas como subrogados de la variabilidad *total* de las rentabilidades de las acciones ordinarias de una empresa. De esta manera, las medidas contables reflejan tanto el componente de riesgo sistemático como el individual. Si ambos componentes se encuentran positivamente

correlacionados (en el extremo, perfectamente correlacionados), entonces será razonable considerar a las medidas contables como subrogados igualmente del riesgo sistemático." (las cursivas son de los autores).

Las medidas contables de riesgo utilizadas en Beaver y otros (1970) y su relación esperada con el riesgo de mercado, medido por la beta del modelo de mercado, fueron las siguientes:

- El ratio *dividendo pagado* (dividendo pagado / dividendos disponibles para los accionistas comunes), para el que esperaban una asociación negativa con el riesgo, ya que, si se considera indeseable para la empresa el disminuir el porcentaje de dividendos repartidos en el futuro, este ratio se puede considerar como un subrogado de las expectativas de los directivos sobre la variabilidad futura del resultado.

- El *crecimiento del activo total*, que se espera asociado positivamente con el riesgo.

- El *apalancamiento financiero*, relación positiva.

- La *Liquidez*. No se esperaba que existiera una relación fuerte entre riesgo y liquidez, aunque, de existir, debiera ser negativa. Los autores pensaban que las diferencias en riesgo entre empresas se debían a las diferencias en el riesgo de sus activos no líquidos.

- El *Tamaño de los activos*, relación esperada negativa ya que la evidencia empírica apoya la creencia de una mayor estabilidad de las empresas grandes.

- La *Variabilidad en resultados*, la relación esperada es positiva, se entiende que las variables anteriores expresan factores de esta.

- La *Covariabilidad de los resultados* contables de la empresa con los resultados contables de la cartera del mercado o *betas contables* (obtenidas a partir de la regresión de la series temporales de ratios PER de las empresas con un promedio aritmético del mismo). La relación esperada es obviamente positiva.

El estudio se hizo tanto a nivel individual como formando carteras y para dos sub-periodos (1947-1956 y 1957-1965).

Los principales resultados obtenidos fueron los siguientes:

- En los estudios de asociación univariante entre las variables contables y la beta de mercado, los signos fueron los esperados y las correlaciones más acentuadas se dieron con: la variabilidad de los resultados, pago de dividendos y la beta contable. Los resultados a nivel de cartera mejoraron los individuales.

- Estudiaron también la capacidad predictiva de las medidas contables de un periodo acerca del riesgo de mercado de un periodo siguiente mediante un modelo multivariante⁷, evaluando así su utilidad como herramienta informadora del proceso de decisión, resultando un modelo - que incluía variabilidad de los resultados, el pago de dividendos y el crecimiento- que mejoraba el poder predictivo de la β de mercado, sobre todo para los valores extremos.

Estos resultados se pueden interpretar como una confirmación empírica de que determinados datos contables son útiles para los decisores cuando intentan evaluar el riesgo de las empresas. Esta interpretación está condicionada por dos preguntas que, para los autores, quedaban en el aire:

- ¿Utilizan los inversores las medidas contables en sus procesos de decisión o, más bien responden a los factores que determinan conjuntamente dichas medidas y las del riesgo de mercado? .

- ¿Realmente son reflejos -ambos tipos de medidas- del auténtico riesgo subyacente?.

En cualquier caso los resultados obtenidos apoyaron la importancia de la información contable como herramienta útil para asesorar las decisiones de inversión en los mercados de capitales al tiempo que impulsaron un número muy importante de trabajos en los que se introdujeron diversas mejoras metodológicas, entre estas destacamos las siguientes (Ryan, 1997):

- La incorporación de distintas medidas contables del riesgo, como medidas del apalancamiento, de la variabilidad en las ventas, los dividendos o los intereses, así como diferentes betas contables. Respecto a las betas contables debemos señalar que se han utilizado muy diferentes magnitudes contables para su cálculo (ver Giner y otros, 1999) como son los resultados, el ratio PER, diversas medidas de la rentabilidad (del activo, del

⁷ Para cada compañía determinaron las betas de mercado del primer periodo y estas fueron regresadas en las variables contables, el modelo resultante se utilizó para predecir las betas de mercado del siguiente periodo, los resultados se compararon con la predicción realizada a partir de la beta histórica (la del primer periodo).

neto), o basadas en medidas de flujos de fondos y de tesorería. Como señalaban Beaver y otros (1970) se debe tener en cuenta que la obtención de betas contables tiene el inconveniente del escaso número de observaciones anuales que se manejan.

.- La introducción en los modelos, como variables explicativas, de diversas decisiones de la dirección, como son la distribución de dividendos preferentes o la diversificación corporativa.

.- La incorporación de variables de mercado como el ratio PER, valor contable/ valor de mercado (*book to market*), el volumen de contratación, etc.

.- La segmentación de los trabajos por industria.

A continuación realizaremos una revisión de estos trabajos.

1.3.2.- Una revisión de la literatura:

Para conformar esta revisión de la literatura hemos utilizado, principalmente, tres trabajos, trabajos que, a su vez, constituyen completas revisiones. Son los siguientes:

.- White y otros (1994). El interés de este libro consiste en lo completo de la revisión crítica realizada.

.- Ryan (1997). El interés principal de la revisión radica en el intento realizado por el autor de aplicar los resultados de la investigación a la revelación de información sobre riesgo en informes contables. Con el objetivo de responder a preguntas como ¿Qué información contable es útil para informar a los inversores sobre el riesgo sistemático? se plantean posibles vías de reforma de los informes contables actuales y se juzga la oportunidad de las nuevas propuestas.

.- Azofra y otros (1997). La inclusión de este trabajo se justifica por lo completo de la revisión efectuada, así como por el contraste empírico realizado con datos de nuestro mercado, contraste en el que se consideran, junto al riesgo sistemático y a diferencia de la mayor parte de la literatura empírica, el riesgo total y el no sistemático.

Otros trabajos empíricos con datos de nuestro mercado son los de Arcas (1994) centrado en el sector bancario, Giner y otros (1999) utilizando

diferentes medidas de flujos de fondos contables para calcular las betas contables e investigando su relación con las betas de mercado y Rodríguez y Marazuela (2001) con datos del Nuevo Mercado de valores tecnológicos de la Bolsa de Madrid.

Los diferentes estudios realizados se pueden clasificar entre teóricos y empíricos, destacando los siguientes (seguimos la clasificación de White y otros, 1997):

1.3.2.1.- Estudios teóricos: Búsqueda de relaciones teóricas entre el riesgo sistemático y diversas variables contables:

Las principales relaciones establecidas han sido las siguientes:

a.1.- Relación entre la beta de mercado (β), el riesgo operativo (medido por β_o , beta no apalancada o beta de mercado de las acciones de una teórica sociedad sin deuda que recogería exclusivamente el riesgo sistemático de sus activos) y la beta contable (β_c) calculada utilizando resultados contables. Hamada (1972) y Bowman, R. (1979)

La diferencia entre la beta de una empresa sin deuda y la de la misma empresa endeudada depende del apalancamiento financiero (medido por el ratio *debt to equity*). De tal forma que, si la deuda no tiene riesgo (se remunera al tipo libre de riesgo)⁸ la relación entre ambas betas resulta:

$$b = b_o(1 + d / e)$$

Mientras que, si la deuda tiene riesgo (se remunera a un tipo superior al tipo libre de riesgo):

$$b = b_o[1 + ((1 - t) \times d / e)]$$

Donde t es el tipo impositivo

⁸ Aplicaciones empíricas del modelo las podemos ver para estudiar el impacto de los arrendamientos financieros en el riesgo de mercado en Bowman (1980), en la consideración de determinados planes de pensiones como pasivos en Dahliwal (1986) y en el estudio del efecto de los instrumentos fuera de balance en los bancos en McAnally (1996).

Esta fórmula puede ser utilizada en la práctica para obtener las betas de compañías que no cotizan en bolsa a partir de las de otras de su sector que si lo hacen ajustadas por el apalancamiento financiero de la empresa en cuestión.

Asimismo, la beta contable de un activo se relaciona directamente con su beta de mercado de la siguiente forma:

$$b = b_c / \text{Valor relativo del activo en el mercado}$$

Donde el valor relativo de mercado se mide como el valor de mercado del activo dividido por el valor de mercado de la cartera del mercado. Relaciones más complejas en un horizonte multiperiodo podemos verlas Giner y otros (1999).

a.2.- Relación entre la beta de mercado, el apalancamiento operativo y el apalancamiento financiero:

Mandelker y Rhee (1984), establecen la siguiente relación (se presenta en su reformulación por White y otros, 1997):

$$b = \text{Grado de apalancamiento fro.} \times \text{Grado de Apalancamiento operativo} \times b_v / PER$$

Siendo b_v el componente sistemático de la variabilidad de las ventas (covariación del cambio porcentual de las ventas con el rendimiento del mercado) que recoge el riesgo de negocio intrínseco de las acciones ordinarias. El grado de apalancamiento financiero se define como el cambio porcentual en los beneficios después de intereses e impuestos que resulta de un cambio porcentual en los beneficios antes de intereses e impuestos y el grado de apalancamiento operativo se define como el cambio porcentual en los beneficios antes de intereses e impuestos que resulta de un cambio porcentual en las unidades producidas y vendidas.

Las anteriores relaciones teóricas entienden el riesgo de las acciones como una función del riesgo de los activos combinado con aquel inherente

a la financiación, todo ello utilizando medidas contables. Los apalancamientos actúan como multiplicadores del riesgo.

a.3.- Relación entre la beta de mercado y otras medidas de riesgo

El trabajo de Bowman, R. (1979) demuestra que el tamaño, el crecimiento y el reparto de dividendos, no están teóricamente relacionadas con el riesgo sistemático, y que la variabilidad de los resultados solo lo estará en la medida en que refleje el componente sistemático de las ventas.

1.3.2.2.- Estudios empíricos.

Basados parcialmente en los estudios teóricos pero también en la intuición de los investigadores respecto a las variables a utilizar, han estado dirigidos a explicar la relación histórica entre las betas de mercado y las medidas contables de riesgo, para determinar la variación de beta que puede ser explicada *ex-post* por dichas medidas contables y también a predecir las betas futuras partiendo de variables contables.

b.1.- Estudios explicativos:

Ball y Brown (1968) como resultado "residual" de su conocido trabajo determinan un alto grado de asociación entre las betas contables y las betas de mercado.

Lev (1974) investiga la relación entre el apalancamiento operativo (medido por el porcentaje de costes variables), el riesgo total (como varianza del resultado) y la beta de mercado en tres industrias. Solo en una de ellas encuentra una relación significativa.

Bildersee (1975) introduce variables que recogen distintas decisiones de la dirección (como distribuir dividendos o no hacerlo entre sus acciones ordinarias o cambiar su política de distribución de dividendos para las acciones preferentes) encontrando que estas añaden poder explicativo a los modelos aunque generalmente están asociadas a aspectos similares de las betas de mercado que las variables contables. También introduce variables diferenciadoras del sector industrial.

Mandelker y Rhee (1984) examinan la relación entre beta y los apalancamientos operativo y financiero, a nivel de cartera los

apalancamientos explican entre un 38% y un 48% de la variación de beta mientras que a nivel individual solo un 11%. También encuentran correlaciones negativas entre ambos apalancamientos que interpretan como "intercambios" realizados por la dirección entre ambos tipos de riesgo.

b.2.- Estudios explicativos y predictivos

Beaver y otros (1970), con los resultados ya relacionados en el apartado anterior.

Hochman (1983) compara la habilidad predictiva de las betas históricas con la de un modelo construido con tres variables: Riesgo operativo (medido por la beta contable, donde los resultados se calculan como *resultados operativos* netos divididos por valor contable de la empresa); riesgo financiero (medido por la relación, deuda a valor contable dividida por el valor de mercado del capital) y crecimiento (como dividendos / valor de mercado). Aunque los resultados son mejores utilizando el modelo ajustado, las diferencias son muy pequeñas.

Rosenberg y McKibben (1973) utilizan variables contables y no contables, hasta un total de 32⁹, para realizar una aproximación "fundamental" al problema de encontrar el modelo predictor que ofrezca la beta que mejor presupueste las rentabilidades futuras. Encontraron un modelo multivariante que proporcionaba una beta que mejoraba los pronósticos ofrecidos por las betas obtenidas a partir de otros modelos, aunque en ocasiones esa mejora en poder predictivo era muy pequeña. La variable contable con mayor poder explicativo fue la variabilidad de las ventas. Rosenberg continuó esta línea de investigación con otros trabajos, en solitario y con otros investigadores, cuyos resultados concluyen con la obtención de un modelo propietario (y, lógicamente, no revelado) cuyas betas comercializa¹⁰.

⁹ De las cuales 20 eran de naturaleza contable (9 incluidas en el modelo final) y 12 basadas en el mercado (4 incluidas en el modelo final).

¹⁰ BARRA (Barr Rosenberg & Associates), <http://www.barra.com>.

1.3.2.3.- Conclusiones recogidas por los trabajos de referencia:

De la literatura aquí recogida destacaremos primero aquellas conclusiones que resultan coincidentes para los autores de los tres trabajos de referencia para pasar a relacionar aquellas otras que resultan peculiares de cada uno. Entre las primeras podemos destacar las siguientes:

.- Los resultados obtenidos revelan la existencia de una relación significativa entre el riesgo sistemático de mercado y los grados de apalancamiento operativo y financiero de las empresas, cuyo efecto combinado explica teóricamente gran parte del mismo.

.- Otras variables contables relevantes, empíricamente determinadas, son: la variabilidad de los resultados, el reparto de dividendos, el tamaño, la liquidez y el crecimiento de la empresa. La base teórica de estas relaciones no está claramente determinada aunque existen algunos trabajos orientados a su esclarecimiento.

.- El marco teórico establecido es más rico y complejo que el empírico. En muchas ocasiones los estudios empíricos omiten algunas variables explicativas establecidas por los mismos modelos teóricos que utilizan para justificar las variables que sí que incluyen. Algunas variables, teóricamente consideradas como no explicativas (por ejemplo la variabilidad de las ventas o dividendos en Bowman, R., 1979), resultan serlo en determinados contrastes empíricos (por ejemplo variabilidad de las ventas y dividendos en Beaver y otros, 1970).

Por su parte, White y otros (1997) presentan, además, las siguientes conclusiones, orientadas a proporcionar nuevas vías metodológicas a la investigación en el área:

.- Los resultados se han obtenido utilizando datos contables prácticamente sin ajustar, no hay ajustes por la utilización de diferentes procedimientos contables, que consideren la existencia de activos y pasivos fuera de balance o por la presencia de resultados extraordinarios. Consideran que el poder explicativo y predictivo de estas variables podría aumentar de realizarse los debidos ajustes.

.- Considerando que los apalancamientos no determinan el riesgo por sí solos, se hecha en falta, en los estudios relativos al efecto de estos

apalancamientos, un tratamiento más profundo del papel jugado por la variabilidad de las ventas o de su componente sistemático como variable explicativa.

Ryan (1997), consecuentemente a su propósito de aplicar los resultados de la investigación a la revelación de información sobre riesgo en informes contables, destaca las siguientes conclusiones

.- La variable contable que mejor explica el riesgo sistemático es la variabilidad de los resultados.

.- Tanto las variables contables como otro tipo de información son útiles para asesorarse acerca del riesgo, dicho de otro modo: no parece que sea posible utilizar exclusivamente información contable (limitada por su carácter *a posteriori* y la obligada sujeción a los estándares normativos).

La aplicación de los frutos de esta corriente investigadora a la revelación de información sobre el riesgo en estados contables sería la siguiente Ryan (1997):

.- Como la variable contable más fuertemente relacionada con el riesgo sistemático es la variabilidad de los resultados, sería muy importante proporcionar una información más precisa acerca de la cantidad y las fuentes de la variabilidad de los beneficios. Para ello, el autor propone la utilización de la contabilidad a valor razonable (*fair value*), la consideración de los activos y pasivos fuera de balance, así como la inclusión en los estados financieros de una mayor desagregación de las principales partidas y estimaciones realizadas. Estas conclusiones se encuentran fundamentadas por los ya citados trabajos de Bowman (1980), Dahliwal (1986) y McAnally (1996) que establecen como la capitalización de los arrendamientos financieros, de los planes de pensiones y la información sobre los valores nominales de los instrumentos financieros fuera de balance ayudan a explicar beta.

.- Se ha demostrado que el riesgo sistemático de los valores esta asociado positivamente con determinadas fuentes de riesgo operativo, el apalancamiento financiero y el apalancamiento operativo. Por ello deben ser claramente establecidas las fuentes determinantes del riesgo operativo y del apalancamiento operativo (lo que, a efectos de información contable, supondría proporcionar mejor información segmentada o desgloses que

permitan al usuario determinar los apalancamientos reales a partir de datos de los EEFF, donde hoy es muy difícil determinar, por ejemplo, que parte de los costes son fijos y que parte variables).

Azofra y otros (1997), consideran que la literatura existente se encuentra sesgada hacia el riesgo sistemático, por ello en la parte empírica de su trabajo se amplía el análisis tanto al riesgo no sistemático como al total. Este trabajo empírico posee un gran valor como aplicación del cuerpo teórico en un contraste con datos de nuestro mercado. Por todo ello lo comentaremos brevemente.

Los datos de mercado se obtuvieron de los siete semestres comprendidos entre el mes de enero de 1991 y el mes de junio 1994, de las cotizaciones diarias en la bolsa de Madrid de setenta y tres empresas industriales. El riesgo sistemático y no sistemático son medidos utilizando el modelo de mercado de Sharpe (1963) y para el riesgo total se utiliza la varianza de las rentabilidades de los títulos.

Las variables de naturaleza contable utilizadas y los factores que las agrupan fueron las recogidas en la tabla 2.1

Tabla 2.1. Variables contables, medidas y factores de agrupación

<i>Factor</i>	<i>Determinante</i>	<i>Medida</i>
<i>Riesgo Financiero</i>	Endeudamiento	Log (Deuda / Fondos propios) Deuda a largo plazo / Activos
	Apalancamiento Financiero	Log (BAIT/BAT)
<i>Riesgo Operativo</i>	Apalancamiento Operativo	Log (Rto. Neto de explotación + gastos fijos / Rto. Neto de explotación)
	Grado de flexibilidad de los activos	Log (Activo circulante / Pasivo circulante) Activo circulante / Pasivo total
<i>Otros Factores</i>	Tamaño	Log (Activo total)
	Crecimiento	(Activos t - Activos t-1) / Activos t-1
	Rentabilidad	BAT / Fondos propios Ventas / Activos BAIT / Ventas

Fuente: adaptado de Azofra y otros (1997)

Los resultados son concordantes con gran parte de la literatura empírica en lo que respecta a los determinantes del riesgo sistemático - flexibilidad operativa, tamaño del activo y apalancamientos- factores que

se complementan con otros externos a la contabilidad como son el sector de pertenencia y el momento del ciclo en el que se encuentra la empresa. Otros resultados obtenidos son los siguientes:

.- El momento del ciclo es la variable que mejor explica el perfil de los diferentes riesgos (en fase expansiva aumenta el riesgo sistemático, en fase recesiva el total y el no sistemático).

.- El tamaño y la flexibilidad operativa tienen una influencia significativa en todos los tipos de riesgo de mercado.

.- La rentabilidad económica aparece como factor determinante del riesgo no sistemático, mientras que la combinación de apalancamientos determina el riesgo total.

Como conclusión se podría afirmar que, determinadas características del activo como tamaño, crecimiento, rentabilidad... y del pasivo como el apalancamiento financiero, el endeudamiento a corto y largo plazo... medidas contablemente, determinan el riesgo sistemático y, a su vez, estas variables contables son un reflejo de variaciones en las políticas de inversión y financiación de las empresas. Así Azofra y otros (1997, Pág. 756) afirman "De todo ello, cabe colegir en última instancia, que los datos contables reflejan los sucesos subyacentes que determinan el riesgo sistemático de los títulos y también que el contenido informativo de dichos sucesos se transmite al mercado de capitales".

1.4.- El riesgo percibido por los analistas, variables contables y riesgo de mercado.

Existen algunos estudios que introducen en el análisis de la relación entre medidas de mercado y contables de riesgo el concepto de "riesgo percibido" por los analistas o inversores. La medida del riesgo percibido utilizada pretende ser una medida de riesgo *ex ante* y se obtiene mediante encuestas dirigidas a los analistas / inversores. Podemos destacar dos trabajos en una línea de investigación de volumen y repercusión mucho más modesta que la anterior.

Farrelly y otros (1985) comparan una medida de riesgo percibido, (obtenida mediante cuestionarios donde se pide a los analistas que evalúen puntuando de 1 a 9 el riesgo de 25 compañías conocidas, de las que aportan el nombre como único dato) con medidas contables (las mismas utilizadas por Beaver y otros, 1970) y con medidas de riesgo de mercado (la beta del CAPM). La evaluación de los analistas se realiza desde una

perspectiva de cartera, considerando que el título que evalúan se incorporaría a una cartera bien diversificada.

Los autores encuentran relación entre alguna de las medidas contables (concretamente, tamaño, apalancamiento y variabilidad de los resultados) y las medidas de la percepción del riesgo de los analistas, que a su vez presentaban relación con las betas de mercado.

Selva (1995) en lo que es, prácticamente, una réplica del estudio anterior, encuentra que tres medidas contables del riesgo (tamaño, reparto de dividendos, y crecimiento esperado de los resultados) junto a una variable contextual (sector de actividad) explican mejor la percepción del riesgo de los analistas que las betas de mercado. El estudio se realizó en el mercado de valores de Hong-Kong sobre 25 empresas, utilizando las mismas variables contables, y similar forma de determinar el riesgo percibido y el de mercado que el estudio anteriormente referido.

Otros estudios en esta línea se pueden encontrar en Belkaoui (1989, pp. 65-70); la percepción del riesgo desde el punto de vista del inversor individual no sofisticado se aborda en Lipe (1998); la influencia de la ambigüedad en la información como componente de la percepción del riesgo es tratada en Olsen y Troughton (2000), el estudio de distintos atributos del riesgo y su relación con la percepción del riesgo de los inversores cuando evalúan activos financieros es el objeto del trabajo de Koonce y otros (2000) y la percepción del riesgo del inversor a partir de determinadas medidas de riesgo de mercado requeridas por la SEC se estudia en Hodder y otros (2001)

1.5.- Algunas consideraciones sobre el riesgo de mercado medido por la beta del CAPM

La investigación referida utiliza como medida del riesgo de mercado la beta del CAPM. Si este modelo no fuera válido o si las desviaciones que en la realidad se producen con respecto a los restrictivos supuestos bajo los que el modelo se especificó o las simplificaciones introducidas, necesarias para su cálculo, lo hicieran inaplicable, la beta resultante no estaría midiendo el riesgo sistemático (de hecho no se sabría muy bien lo que estaría midiendo). Consecuentemente, no tendría sentido buscar relaciones entre beta y variables contables, ni interpretar estas relaciones como relativas a la medición del riesgo valorado por el mercado.

La validez del modelo se ha evaluado en múltiples ocasiones utilizando contrastes empíricos (Gómez-Bezares, 1992, Marhuenda, 1998,

Copeland y Weston 1988, Gómez y Marhuenda, 1998 entre otros). Las contrastaciones, en muchos casos, han resultado en un rechazo del modelo.

Fama y French (1992), en un trabajo que se puede considerar de referencia en cuanto a la crítica de la beta, determinaron como dos factores: el ratio valor contable / valor de mercado y el tamaño, explicaban mejor las variaciones transversales de las rentabilidades medias de los valores que la beta del CAPM. La explicación de los autores a estos resultados fue que el riesgo es un factor multidimensional que la beta no puede capturar (haría falta un modelo multifactorial como el que ellos propusieron en un trabajo posterior), de hecho no encontraron que la beta estuviera correlacionada positivamente con los rentabilidades medias de los títulos para el periodo estudiado. Otros trabajos han encontrado poder explicativo alternativo al riesgo sistemático del CAPM en diferentes variables como el PER, los dividendos o diversas variables relacionadas con flujos de fondos.

En cualquier caso la pregunta acerca de la salud de beta sigue en el aire, (Hsia y otros, 2000) y no han faltado los estudios que han defendido la beta del CAPM apelando a diversos problemas metodológicos en las contrastaciones realizadas o proponiendo modelos modificados. Así, por ejemplo, se ha argumentado (Gómez-Bezares, 1992) que el problema se encuentra en la estimación de la verdadera beta, con la que también estarían correlacionadas variables como el tamaño y el ratio valor en libros / valor de mercado u otras variables fundamentales. Las betas realmente estimadas se encontrarían lejos de las verdaderas. Así para Ashton y Tippett, (1998, Pág. 1345) "... utilizar una versión de la cartera del mercado ligeramente mal especificada..." para el cálculo sería suficiente para obtener betas que nada tienen que ver con las verdaderas, dando lugar a la aparición de otros factores significativos como el tamaño o el *ratio* valor contable / valor de mercado que explicarían las rentabilidades esperadas.

Aspectos como un mercado ineficiente (Kottari, 2001), la existencia de fricciones en el mercado (Hsia y otros, 2000), el uso inadecuado de datos de rentabilidades interanuales (Khotari y otros, 1995), entre otros, también podrían explicar los problemas encontrados en las contrastaciones empíricas del CAPM.

Habida cuenta todo lo anteriormente expuesto podríamos preguntarnos: ¿Se usa la beta en la práctica habitual de los mercados para valorar títulos?. Lo cual le daría un sentido de orden práctico a este tipo de trabajos. La estrategia de inversión utilizada se puede ver como un reflejo del concepto que el inversor tiene del comportamiento del mercado. La

utilización de las diversas técnicas de valoración debería reflejar la confianza del usuario en la validez práctica de las mismas.

Larrán y Rees (2000) realizan un estudio relativo a la utilización de diversas técnicas de valoración en el mercado español entre los miembros del Instituto Español de Analistas Financieros, donde se incluyeron cuatro categorías de analistas: *buy-side*, *sell-side*, gestores de fondos y directores de departamento y en el que se determina la frecuencia de uso de las distintas técnicas de análisis para valorar acciones en España la podemos ver en la (tabla 2.2) y una comparación con otros países (tabla 2.3)

Tabla 2.2 Frecuencia de uso de distintas técnicas de análisis para valorar acciones en España

	<i>Casi Siempre</i> (96%-100%)		<i>Normalmente</i> (36%-65%)		<i>Algunas veces</i> (36%-65%)		<i>Raras veces</i> (6%-35%)		<i>Casi nunca</i> (0%-5%)		<i>Total</i>
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	
<i>Análisis Fundamental</i>	41	70.7	14	24.1	1	1.7	1	1.7	---	---	57
<i>Análisis Técnico</i>	1	1.7	6	10.3	19	32.8	15	25.9	16	27.6	57
<i>Análisis Beta</i>	6	10.3	10	17.2	17	29.3	10	17.2	14	24.1	57

Fuente: Larrán y Rees (2000)

Tabla. 2.3 Frecuencia (media) de utilización de técnicas de valoración en distintos países

	<i>Análisis Fundamental</i>	<i>Análisis Técnico</i>	<i>Análisis Beta</i>
<i>España</i>	91.0%	33.1%	43.7%
<i>Reino Unido</i>	92.2%	41.7%	21.1%
<i>Estados Unidos</i>	93.3%	41.2%	33.6%
<i>Suecia</i>	95.9%	11.5%	33.6%
<i>Países Bajos</i>	89.8%	18.9%	16.5%

Fuente: Larrán y Rees (2000)

Aunque el análisis fundamental es el preponderante observamos como, aunque en menor medida, el análisis basado en la beta es una herramienta utilizada en la práctica de los mercados de capitales en proporciones bastante significativas.

1.6.- El riesgo y la contabilidad financiera en la decisión de inversión: Resumen

.- El riesgo considerado desde la decisión de inversión o riesgo de mercado tiene un significado muy preciso bajo la teoría de cartera y los

modelos que se basan en la misma, relacionado con la variabilidad futura de los resultados esperados de un título o cartera.

.- El modelo de valoración CAPM considera el riesgo de manera explícita, teóricamente sólida y proporciona para el mismo una medida precisa.

.- No obstante lo anterior, el modelo tiene una validez limitada, como demuestran sus contrataciones empíricas. Esto no impide que continúe siendo un modelo de referencia y que la beta (obtenida por diferentes vías metodológicas) sea utilizada por los inversores en la práctica (aunque no por todos y no como el único método).

.- Otros métodos de valoración de activos, que introducen el riesgo ajustando los tipos de descuento utilizados o de naturaleza multifactorial tampoco han logrado imponerse como alternativa claramente más aplicable. Capturar el riesgo continua siendo uno de los problemas clave en el desarrollo de modelos de valoración.

.- Las medidas contables del riesgo de mercado se encuentran relacionadas con el riesgo sistemático que mide la beta de mercado y algunos modelos construidos a partir de estas medidas contables han demostrado un poder predictivo importante sobre las betas de mercado futuras. A pesar de los avances realizados por la investigación contable a este respecto, principalmente en los años setenta y ochenta, esta corriente investigadora se encuentra prácticamente estancada en la actualidad. El motivo de este estancamiento podría ser:

.- La desconexión existente entre los estudios teóricos y los empíricos hacen a estos últimos difícilmente comparables entre sí (algo que resulta especialmente grave cuando los resultados son divergentes) y a algunos de sus resultados difícilmente justificables. El avance de la investigación se resiente de esta inconsistencia.

.- La utilización de la beta del CAPM como medida de referencia del riesgo sistemático de mercado no parece tan razonable después de las múltiples polémicas generadas por el modelo en la década de los noventa. Al dejar de ser una medida inequívoca de referencia, la búsqueda de relaciones explicativas y predictivas entre variables contables y beta, pierde parte de su atractivo.

Como conclusión finales, presentes en Ryan (1997) y White y otros (1994), por lo que respecta al uso de información contable para asesorar a los inversores destacaríamos la siguiente:

Los datos contables tal y como hoy se presentan no parecen idóneos para construir medidas de riesgo indicativas de la forma en la que el mercado considera y valora el riesgo. Hace falta una contabilidad que sea un reflejo más fiel del mercado, los datos directamente tomados de los estados financieros no parecen medidas lo suficientemente sensibles. Se requiere información que permita ajustar los datos contables en función de las diferentes políticas contables utilizadas, de los activos y pasivos no incluidos en los balances, de los resultados extraordinarios... Es necesario desagregar en lo posible los datos presentes en los estados financieros para ofrecer a los usuarios una información a partir de la cual se puedan identificar las fuentes del riesgo. La contabilidad a valor razonable parece aconsejable desde el momento en que es más sensible a la volatilidad real del mercado. En este sentido cabe mencionar los estándares normativos desarrollados por el IASB (y el FASB) relativos a instrumentos financieros, que introducen para los mismos la contabilidad a valor razonable bajo determinadas circunstancias. Las aplicaciones de estos estándares podrían abrir nuevas vías de investigación en la relación entre información contable y riesgo de mercado.

Por otra parte, no parece que se pueda informar adecuadamente la decisión de inversión exclusivamente utilizando datos contables.

No obstante, estas conclusiones consideran al inversor bursátil como el único usuario objetivo de la información contable y a los valores del mercado como la representación válida de cómo los inversores utilizan la información disponible. Si asignamos otras funciones a la contabilidad financiera diferentes de la valoración de activos en los mercados de valores, la posible falta de sintonía entre variables contables y de mercado no resulta ser tan negativa ni determinante de cambios necesarios en la norma contable (Holthausen y Watts, 2001).

2.- EL RIESGO EN LA DECISIÓN DE CRÉDITO

2.1.- Definición.

Al considerar el riesgo relacionado con la decisión de crédito nos situamos desde la perspectiva del prestamista que evalúa la oportunidad y el coste de la decisión de suministrar fondos a una empresa y fijar el precio

de los mismos (interés, garantías, etc.). Contemplamos la decisión desde el punto de vista de usuarios externos de la información contable.

Para centrar el problema, intentaremos concretar el concepto de riesgo de crédito que estamos considerando. Las definiciones más habituales son las que lo identifican con "la probabilidad de pérdida futura derivada del incumplimiento, en tiempo y forma, de las obligaciones crediticias de un acreedor." De la Cruz (1998, Pág. 64) o bien aquel que "hace referencia a la incertidumbre asociada al rendimiento de la inversión debida a la posibilidad de que la empresa no pueda hacer frente a sus obligaciones financieras (principalmente, al pago de los intereses y la amortización de las deudas)." Mascareñas (1999, Pág. 85)

Otras definiciones utilizan perspectivas más amplias, como la siguiente: "...el riesgo crediticio está asociado con la posibilidad de impago. Considerado en términos generales, el riesgo de crédito, en este sentido podría incluir la quiebra, el impago por una empresa de una obligación a tipo de interés fijo, o un descenso en su calificación crediticia (puede que una empresa cumpla con sus obligaciones, pero que cambie la calificación de sus bonos pasando de AA a A, por ejemplo). Todas estas situaciones de riesgo de crédito son de interés para los gestores de riesgos." Singleton (1998, Pág. 147). Otra definición del mismo autor, consecuente con la anterior y de tipo cuantitativo, sería la que mide el riesgo de crédito como aquel "diferencial entre la rentabilidad de un título con riesgo de insolvencia –osea un bono de empresa o una deuda en mercados emergentes– y la de un valor del Tesoro o un título garantizado sin riesgo en la misma divisa. Estos diferenciales de crédito cambian con el tiempo y los cambios imprevistos de los diferenciales constituyen el riesgo de crédito" Singleton (1998, Pág. 147). Estas dos definiciones están considerando el riesgo de crédito de forma dinámica y en función de su impacto en el valor del instrumento de crédito considerado.

Partiendo de las definiciones anteriores nosotros caracterizaremos al riesgo de crédito de la siguiente manera:

.- Se evalúa desde el punto de vista del prestamista, externo a la empresa¹¹.

¹¹ Esto no quiere decir que los gerentes u otros usuarios potenciales (auditores, empleados, etc.) no estén interesadas en conocer la manera en la que las entidades financieras informan sus procesos de decisión relacionados con la concesión de crédito o en evaluar su propio riesgo de crédito como herramienta de gestión, sino que la naturaleza del riesgo de crédito es ser evaluado desde una posición externa al prestatario.

.- Considera exclusivamente una parte de la variación en la solvencia del prestatario, aquella que afecta al valor del instrumento de deuda. Una vez que la solvencia es óptima y la probabilidad de incumplimiento es irrelevante, cualquier variación positiva no influye en la evaluación del riesgo de crédito.

.- El grado máximo del riesgo de crédito es el que se concreta en el impago del total de la deuda.

Podemos decir, en consecuencia, que el riesgo de crédito es un concepto de riesgo *downside*.

La oportunidad de una definición como la anterior estriba en la posibilidad de incluir bajo la misma una amplia problemática, que ha sido abordada desde el área de la contabilidad, y que tiene los suficientes puntos en común como para ser tratada de manera conjunta.

2.2.- El análisis del riesgo de crédito.

Una vez definido el riesgo de crédito, trataremos la problemática de su evaluación o análisis. La forma en la que se entienda el análisis del crédito determinará la utilización de unas u otras técnicas de información. El papel de la contabilidad como informadora de la decisión de crédito dependerá a su vez de la metodología utilizada. En el caso que nos ocupa, el decisor estará interesado en obtener la información necesaria para evaluar la decisión de invertir en una empresa determinada en calidad de prestamista. La decisión se concretará tanto en la oportunidad de la inversión (invertir o no hacerlo) como en la determinación de su coste (requerir una determinada rentabilidad en función del riesgo asumido, una prima por riesgo y establecer determinadas condiciones al prestatario o *covenants*).

El análisis del riesgo de crédito, como respuesta a los cambios experimentados por el entorno económico, ha evolucionado de manera muy acusada en los últimos años, de manera que podemos distinguir entre lo que se podría denominar como una aproximación tradicional y otra moderna.

2.2.1.- El análisis de crédito tradicional

El mecanismo tradicional de análisis del crédito va desde el establecimiento de garantías reales que soportarían un eventual

incumplimiento, al ajuste de los valores contables de los estados financieros con el objeto de estudiar su estructura de capital, analizar sus flujos de tesorería y otros subrogados indicativos de solvencia (Jiménez y otros, 2000, pp. 250 y sig.).

Para White y otros (1994, Pág. 1037) "Un importante objetivo de los ratios y técnicas analíticas de análisis del crédito es determinar el riesgo inherente en las operaciones de la empresa. Aunque el análisis de la liquidez, solvencia y rentabilidad contempla implícitamente que los flujos de caja de la empresa puedan caer por debajo de unos niveles determinados, los ratios comúnmente utilizados no miden directamente esta incertidumbre. Existe un extenso esfuerzo investigador orientado al estudio de la utilidad de medidas basadas en datos contables para la evaluación y predicción del riesgo.". En la clasificación que proponen White y otros (1994) señalan tres amplias categorías de riesgo:

.- Riesgo de insolvencia o quiebra o riesgo de que la empresa no sea capaz de continuar operando al deteriorarse su situación financiera por debajo de determinado nivel mínimo.

.- Riesgo de la deuda medido por las calificaciones crediticias de los bonos de empresa. Riesgo entendido como distancia al incumplimiento.

.- Riesgo de las acciones.

El riesgo de crédito según lo venimos definiendo incluiría las dos primeras categorías.

Tradicionalmente las compañías no financieras han tenido un bajo riesgo de crédito ya que sus deudores se han caracterizado por ser clientes conocidos e interesados en mantener la confianza de sus proveedores, al tiempo que los créditos concedidos presentaban cortos plazos de reembolso. La globalización de la economía ha cambiado el estado de la cuestión, aumentando el número de nuevos clientes "desconocidos", así como la necesidad de ofrecer condiciones de crédito atractivas y competitivas. Todo ello sitúa el tratamiento del riesgo de crédito de las compañías no financieras en una nueva dimensión (por lo menos para las empresas inmersas en esta globalización).

No obstante, la concesión de crédito como actividad principal de la empresa se circunscribe a las entidades financieras. Para estas compañías, el análisis tradicional de la decisión de crédito, como parte fundamental de la gestión del riesgo de crédito, ha consistido en un sistemas que descansan, principalmente, en el juicio subjetivo de profesionales entrenados. De esta

manera, la perspectiva tradicional se puede caracterizar por (De la Cruz, 1997):

.- Un predominio de la visión individual. Cada operación crediticia se examina por separado y su validez es determinada independientemente de las demás operaciones.

.- El análisis se encuentra orientado a la presentación de un resultado dicotómico: la concesión o no concesión del crédito.

.- El proceso de análisis adolece de una acusada falta de sistemática, con abundancia de criterios subjetivos basados en la experiencia del analista.

Pero este sistema tradicional presenta diversos inconvenientes (Caouette y otros, 1998):

.- Resulta caro de mantener, habida cuenta que su sistemática está basada en un estudio individualizado de cada caso, estudio realizado por expertos cuyo tiempo tiene un alto coste.

.- Lógicamente, depende de la fiabilidad de los expertos que intervienen en el análisis y que lo ponen en práctica.

.- Por todo lo anterior, el proceso resulta lento y genera mucha burocracia (originada por la necesidad de una documentación exhaustiva que soporte la decisión tomada).

.- El seguimiento y control de los créditos concedidos también es lento, con el consiguiente peligro de no detectar a tiempo pérdidas de calidad, entendida esta como un aumento del riesgo de crédito en los créditos concedidos.

.- Puede generar concentraciones de riesgo de crédito no deseadas. Aunque los diferentes créditos, analizados por separado, puedan ser "buenos", considerados conjuntamente pueden resultar en una concentración indeseada de riesgo por sector industrial, geográfico, etc. que este sistema tradicional no tiene en cuenta. Otro factor que favorece la concentración es que los analistas expertos suelen serlo por sectores y los bancos o delegaciones son, muchas veces, locales. El sistema tradicional no se adapta bien a una perspectiva de cartera basada en la diversificación de los activos crediticios.

Los inconvenientes de la aproximación tradicional resultan potenciados por la presencia y creciente desarrollo de diversos factores característicos del entorno económico actual. Estos factores, que enmarcan el desarrollo de los nuevos modelos de gestión del riesgo de crédito, son principalmente los siguientes (Caouette y otros, 1998):

- La creciente desregulación de los mercados de crédito, caracterizada por la constante aparición de nuevos productos crediticios y de nuevos competidores en los mercados financieros.

- La ampliación geográfica o mundialización de los mercados y también de las necesidades de financiación de los mismos.

- Un aumento de los riesgos fuera de balance.

- La transición del crédito al balance al crédito a la tesorería.

- Un estrechamiento de los márgenes de las operaciones provocado por el aumento de la competencia.

- El desarrollo creciente de la titulización de activos¹².

- Los rápidos avances en finanzas y en la tecnología financiera, que amplían las técnicas de gestión disponibles.

El sistema tradicional puede ser todavía válido para las empresas no financieras para las cuales la concesión crédito no es su producto, pero no para las entidades financieras. Por otra parte, ya no se trata exclusivamente de informar la decisión de concesión-no concesión del crédito, sino de apoyar a todos los procesos involucrados en la gestión del riesgo de crédito, procesos como los siguientes (Caouette y otros, 1998):

- Fijación de precios, determinando las primas de riesgo a aplicar.

- Seguimiento y control constante de la cartera de créditos vivos y construcción de mecanismos ágiles de alerta ante aumentos en el riesgo.

- Obtención de calificaciones de referencia para activos de crédito no calificados por las agencias.

¹² Transformación, de activos financieros que no son líquidos, como créditos hipotecarios, al consumo o de otro tipo, o bien cualquier otro activo que genere flujos de tesorería, en títulos negociables.

.- Determinación de las estrategias de formación de carteras de crédito en función de los objetivos de la entidad.

Todo ello ha dado paso a nuevos modelos de gestión del riesgo de crédito.

2.2.2.- Nuevos modelos de gestión del riesgo de crédito

Intentando superar los inconvenientes consustanciales a los modelos tradicionales, los modelos de gestión del riesgo de crédito más actuales se fundamentan en la aplicación de técnicas de diverso tipo, entre las que podemos destacar las siguientes:

.- Técnicas econométricas: análisis discriminante múltiple, modelos de probabilidad condicional, análisis cluster, ... etc.

.- Técnicas de inteligencia artificial como son las redes neuronales o el razonamiento basado en casos (CBR) y otras que intentan emular los procesos de decisión de los expertos.

.- Modelos basados en datos del mercado.

.- Otros sistemas.

Los modelos utilizan datos contables, valores de mercado, macroeconómicos, datos proporcionados por las agencias de calificación crediticia, ... o una mezcla de ellos. A continuación relacionamos algunos de ellos, haciendo especial hincapié en aquellos que utilizan datos procedentes de la contabilidad financiera.

2.2.2.1.- Modelos econométricos que utilizan datos contables y de mercado.

El principal objetivo perseguido mediante la construcción de este tipo de modelos ha sido la predicción del fracaso empresarial, entendido generalmente como la clasificación de las empresas en fracasadas y no fracasadas. Para ello, partiendo de una definición de fracaso empresarial que determina la variable dependiente (generalmente el fracaso se identifica con la suspensión de pagos o la quiebra legal, por ser circunstancias fácil y objetivamente determinables, aunque también se han utilizado otros criterios¹³), se seleccionan determinadas variables contables -

¹³ Ver Henríquez, 2000, cap 1

generalmente ratios financieros- como variables explicativas, incluyéndose ocasionalmente otro tipo de variables (magnitudes macroeconómicas, datos de carácter cualitativo ...). Aplicando la técnica econométrica elegida a una muestra compuesta por empresas fracasada y no fracasadas se obtiene un modelo predictivo.

En el desarrollo de cualquiera de estos modelos se tratará de establecer que variables explicativas son las más significativas, que ponderaciones asignar a cada una de las variables seleccionadas, como establecer los valores de manera objetiva, elegir la técnica econométrica idónea, etc.¹⁴.

Alternativamente se han buscado modelos que reduzcan al mínimo posible el error de predicción (principalmente el error que resulta más gravoso para el prestamista, consistente en clasificar como solvente a la empresa que no lo es).

Los trabajos pioneros de este tipo de modelos son Beaver (1966) que propone un modelo univariante, Altman (1968) que utiliza análisis multivariante¹⁵ y Olshon (1980) con un modelo de probabilidad condicional, que asigna probabilidades de insolvencia en vez de un punto de corte.

Las principales objeciones, comunes a todos ellos, son las siguientes:

.- La falta de una teoría económica subyacente que explique el fracaso empresarial provoca que resulte inevitable definir de manera arbitraria tanto la variable dependiente como las explicativas, resultando modelos contruidos "a medida" por los investigadores. El fracaso empresarial es, además, más que un suceso discreto en el tiempo, un proceso que puede concretarse o no en una quiebra o suspensión de pagos, como señalan Loftus y Miller (2001, Pág. 274) "el fracaso empresarial puede resultar en una toma de control por parte de otra compañía o los directivos, una fusión, o en otros tipos de reestructuración empresarial. Algunas compañías pueden solicitar una quiebra voluntaria. Incluso las compañías que no han fracasado pueden encontrarse en una etapa previa al fracaso.". Todo ello hace difícil establecer una clasificación que distinga

¹⁴ Una extensa relación y completo análisis crítico de estos modelos la tenemos en Laffarga y Mora (1998) y una evaluación crítica de la investigación empírica desarrollada en el área en Jiménez (1996)

¹⁵ Altman y otros (1977) desarrollan con posterioridad el que quizás sea el modelo de predicción de la quiebra más famoso y utilizado en la actualidad y denominado Z-score

entre empresas fracasadas y no fracasadas a la hora de elaborar los modelos.

.- Los modelos se basan principalmente en información contable, una información de carácter histórico (cuando la relación entre el modelo determinado y el fracaso no tiene porqué ser estable en el tiempo), de naturaleza no continua (sujeta a la periodicidad con la que se emite la información) y no completa (como es el caso de los activos y pasivos fuera de balance). Cada modelo ha sido desarrollado a partir de muestras de empresas -generalmente de grandes empresas que cotizan en mercados bursátiles- de un país determinado y de un sector o sectores concretos, todo ello puede poner en cuestión lo extrapolable de los mismos.

A estos problemas comunes se unen las limitaciones metodológicas específicas de la construcción de cada uno de los diferentes modelos.

No obstante y como señala Mora (1995) estas limitaciones, si el objetivo que se persigue es la predicción del fracaso empresarial a partir de datos contables, se pueden considerar menores si tenemos en cuenta la evidencia empírica existente acerca del éxito predictor de los modelos. No obstante *no se puede decir lo mismo cuando el objetivo perseguido es la información al sistema de toma de decisiones.*

2.2.2.2.- Técnicas de inteligencia artificial que utilizan datos contables y de mercado.

De entre las diversas técnicas de inteligencia artificial aplicadas a elaborar modelos útiles para la gestión del riesgo de crédito, la más utilizada ha sido la construcción de redes neuronales. Las redes neuronales emplean la misma lógica que los modelos anteriormente descritos, utilizando un conjunto de variables predictivas –entre las que se pueden incluir variables de naturaleza contable- a partir de las cuales se determina si la empresa se clasifica como solvente o insolvente. La diferencia estriba en que las redes neuronales exploran las conexiones "ocultas" entre las variables explicativas, estableciéndose las relaciones últimas entre las mismas de manera ajena al investigador.

El modelo es educado o entrenado con casos pasados y aprende por si solo aplicando una lógica computacional que va estableciendo los pesos de cada variable en el resultado, los pesos o ponderaciones asignados a cada variable son ajustados por el sistema durante el proceso de aprendizaje hasta obtener un modelo que ofrece respuestas óptimas (que clasifica correctamente para los casos pasados a partir de los cuales

ha sido alimentado). El algoritmo computacional es el que determina de manera iterativa los pesos de cada variable conformando un sistema de "caja negra".

Los inconvenientes principales que presentan las redes neuronales son, en cierto modo, similares a los señalados a los modelos econométricos:

.- Al ser contruidos partiendo de información histórica pueden quedarse obsoletos en la medida en la que los factores determinantes del riesgo de crédito cambien. Dependen de la validez en el tiempo del conjunto de datos a partir del cual fueron desarrollados.

.-La lógica aplicada por el sistema no resulta fácil de interpretar al estar basada su construcción en la minería de datos antes que en una base teórica que determine los algoritmos y variables a emplear.

Para el caso de las redes neuronales y otras técnicas de inteligencia artificial similares podemos afirmar que su valor se centra casi exclusivamente en el poder predictivo alcanzado, dado que, por su propia arquitectura, carecen por completo de poder explicativo o informador del proceso de decisión.

Otra aproximación desde el campo de la inteligencia artificial la constituyen los denominados sistemas expertos, estos intentan replicar, mediante un programa informático, el proceso real de decisión seguido por los expertos en la concesión de créditos. Son programas contruidos a partir de una fase de recolección de datos, mediante series de preguntas, que pretenden determinar las diversas reglas de decisión empleadas por los expertos, denominadas reglas de producción. De esta manera este conocimiento se aplica de manera rápida y sistemática a la decisión con un ahorro del costoso tiempo de los expertos.

El problema principal de los sistemas expertos radica en que, en entornos cambiantes, estos sistemas pueden fallar al no mantenerse los supuestos bajo los cuales fueron contruidos y en los que se basan, debiendo ser reformados con la periodicidad oportuna, se puede decir que se encuentran sometidos a un proceso de obsolescencia paralelo al de los expertos en base a cuyo conocimiento fueron contruidos.

2. 2. 2. 3.- Modelos basados exclusivamente en el mercado.

Estos modelos no emplean datos contables por lo que su interés para nuestro trabajo es mucho menor. Son los más sofisticados y su empleo se

limita en la actualidad a algunas grandes entidades financieras. Entre estos podemos destacar (Couette y otros, 1998):

Modelos de mortalidad. Basados en el cálculo de probabilidades de incumplimiento obtenidas a partir de datos históricos (p.e. datos de incumplimiento en bonos agrupados por su calificación crediticia). El principal problema que plantea su aplicación es la necesidad de grandes bases de datos históricas que permitan determinar la calificación.

Modelos basados en las primas de riesgo existentes en los mercados. Consisten en calcular una probabilidad de incumplimiento que se considera implícita en la diferencia existente entre las estructuras temporales de los tipos de interés de los activos con y sin riesgo. Estos modelos consideran que esta diferencia depende de la valoración que el mercado hace del riesgo de insolvencia en diferentes momentos del futuro.

Modelos de estructura de capital, basados en la teoría de valoración de opciones (OPT): Asimilan la posición de los accionistas como propietarios de los activos de la empresa endeudada con la prima pagada por una opción de compra sobre los activos de la empresa con un precio de ejercicio y una fecha de vencimiento iguales al valor y vencimiento de la deuda. El riesgo de incumplimiento aumenta el valor de la opción que posee el accionista y disminuye el del crédito. Si valoramos la opción, utilizando un modelo de valoración de opciones como el OPT, podemos valorar este riesgo de incumplimiento.

Modelos de gestión que aplican conceptos de cartera a la gestión del riesgo de crédito. El concepto de diversificación aplicado a la gestión del riesgo de crédito consiste en la consideración conjunta del total de los activos crediticios de una entidad, analizando cada uno de ellos en función de su contribución al riesgo global y la rentabilidad de esta cartera de activos crediticios. Es un planteamiento similar al de la diversificación del riesgo de mercado en las carteras de valores, basado en los mismos principios teóricos aunque lógicamente teniendo en cuenta las características peculiares de los activos crediticios. Este enfoque plantea fundamentalmente los siguientes problemas:

- La adaptación de los supuestos bajo los que se desarrolla la teoría de cartera, orientada a mercados de acciones, a un tipo distinto de activos, los activos crediticios.

- Se hace necesario obtener los datos necesarios para aplicar los principios de diversificación a pesar de tratarse de un mercado mucho menos homogéneo, líquido y eficiente.

Por otro lado muchas empresas operan en mercados distintos de aquellos en los que se localizan sus centrales y en diversas industrias, a pesar de ello a sus títulos de deuda solo se les asigna el código de la industria en la que desarrollan su actividad principal, con lo que resulta complicado evitar determinado tipo de concentraciones geográficas y sectoriales.

2.2.3 La gestión del riesgo de crédito según el Comité de Basilea

El comité de Basilea de supervisión bancaria fue constituido en 1974 por los gobernadores de los bancos centrales de los países del grupo de los diez, actualmente trece países se encuentran representados en este comité (España desde febrero del 2001) cuyo principal objetivo ha sido mejorar la calidad de la supervisión bancaria a nivel mundial compartiendo información entre entidades supervisoras y bancos, estudiando nuevas técnicas de control del riesgo de los sistemas bancarios y emitiendo recomendaciones sobre principios de gestión y supervisión entre las que destacan sus estándares sobre el establecimiento de capitales mínimos que garanticen la solvencia de las entidades financieras en función del riesgo asumido. Aunque sus conclusiones y recomendaciones no tienen fuerza legal su seguimiento es muy elevado. En 1988 se publica el Acuerdo del Comité de Basilea (*Basle Capital Accord*), centrado en el control del riesgo de crédito que establece la forma de cálculo adecuada para determinar cuales deben ser los capitales mínimos de garantía. Este acuerdo ha sido adoptado por más de cien países. Reformado posteriormente en varios de sus aspectos (p.e. introduciendo el riesgo de mercado y permitiendo el uso de modelos VAR¹⁶ internos para calcular los requerimientos de capital) se ve complementado periódicamente con diferentes informes¹⁷.

En junio de 1999 el comité emitió un borrador con el que pretende sustituir al de 1987. En enero del 2001 se publica otro borrador más completo que se encuentra actualmente en periodo de discusión. Se espera emitir un documento definitivo en el año 2004 que establecerá tres años de periodo de adaptación.

Este nuevo borrador determina tres pilares en los que basa su operativa:

¹⁶ ver anexo 1

¹⁷ Disponibles en <http://www.bis.org/bcbs/index.htm>

- Requerimientos mínimos de capital (como actualización de los acuerdos de 1988). La principal novedad es la posibilidad de que el propio banco desarrolle un sistema de calificación interna (denominado IRB) mediante el cual determine el riesgo total de su cartera crediticia a partir del cual se determinarán las exigencias de capitales mínimos. Este método es alternativo al aplicado con carácter estándar a partir de parámetros fijados por el Comité. Este sistema lo podrán aplicar las empresas que cumplan determinados requisitos sobre sistemas de gestión de riesgos y de información y consiste básicamente en que cada nivel de calificación interna tiene asociada una probabilidad de incumplimiento así como una estimación de la magnitud de la pérdida si ocurriese el incumplimiento (que depende del % que se espera recuperar y de la exposición del banco con el acreedor en el momento del incumplimiento). Los diferentes niveles establecidos en el IRB determinan que parámetros de los anteriores calcula el banco y que parámetros son estándar.

Otra novedad en este capítulo es que se hace un hincapié especial en el control del riesgo operativo de manera que el capital mínimo también dependerá de los grados de riesgo operativo, determinados con una filosofía similar al IRB, desde la utilización de parámetros estándar a la utilización de factores internamente determinados si se cumplen requisitos de gestión, control e información.

- Normas sobre supervisión por los organismos nacionales (como los bancos centrales).

- El denominado "uso efectivo de la disciplina de mercado" es otra de las novedades de la recomendación. Se pretende que el mercado se constituya en soporte de la regulación de capital y la solidez de los bancos y sistemas financieros potenciando el uso de la información que se les debe suministrar, los inversores deben ser informados adecuadamente del perfil de riesgo del banco (y de cómo este se calcula como p.e. los sistemas de cálculo IRB utilizados) y actuarán en consecuencia, según el borrador "*una mayor transparencia traerá beneficios para los bancos, inversionistas y depositantes*". Las políticas de divulgación deben ser incorporadas a la gestión, incluidas entre las principales áreas a supervisar y relacionadas con las exigencias contables de manera que ambos sistemas se complementen (el comité está trabajando con el IASB en sus estándares sobre entidades financieras).

En un estudio de Price Waterhouse Coopers (2001) sobre entidades financieras españolas relativo a las condiciones actuales de las entidades financieras españolas en relación a los requisitos establecidos por el futuro acuerdo se concluía que:

.- Un 60% de las entidades limitaban sus técnicas de gestión del riesgo a técnicas preventivas (análisis manual por parte de analistas de crédito y sistemas de calificación internos), el 40% restante aplicaba –por lo menos en parte- técnicas de gestión activa del riesgo. Ninguna entidad alcanzaba el nivel establecido como “óptimo”.

.- El nivel general en la cuantificación y gestión del riesgo operativo se consideró como bajo.

.- Ninguna entidad se encontraba en situación óptima para adoptar las nuevas recomendaciones y la mitad se encontraban en mala situación.

.- La postura de las entidades respecto al tercer pilar del borrador del Comité de Basilea relativo al suministro de información era de total acuerdo, un 80% opinaba que debería constituirse en norma de obligado cumplimiento.

2.2.4 Un estudio sobre la información contable utilizada por entidades financieras españolas.

Con el objetivo de determinar la utilidad de la información contable en la práctica de la evaluación de riesgos por parte de las empresas financieras españolas, Ansón y otros (1997) estudian diversos bancos y cajas de ahorro, utilizando encuestas dirigidas a los responsables de la concesión de préstamos obteniendo las siguientes conclusiones:

.- La información solicitada es principalmente de carácter histórico y se centra en los estados financieros tradicionales, balance y cuenta de pérdidas y ganancias, recibiendo una atención mucho menor otros estados financieros complementarios como la memoria.

.- Las variables utilizadas para medir la gestión y la situación financiera son, respectivamente, la capacidad de autofinanciación y el endeudamiento, siendo estas variables más relevantes que los activos o el patrimonio neto. Se entiende que se valora antes la capacidad de

devolución vía generación de fondos que mediante la ejecución de garantías.

- Si las variables de gestión son desfavorables se tiende a limitar la cantidad prestada mientras que si es la situación financiera la variable desfavorable se requieren garantías adicionales. De esto se puede entender que las entidades financieras discriminan diferentes aspectos de la decisión en función del carácter del indicador determinado.

- Se concede más importancia a variables indicativas de solvencia y rentabilidad que a la liquidez a corto plazo.

- La información contable se ajusta (utilizando valores de mercado para los inmuebles, realizando ajustes en aquellos componentes del resultado sujetos a discrecionalidad en su imputación temporal o incluyendo los pasivos fuera de balance).

- El establecimiento de limitaciones a la política financiera no es una práctica común en nuestro país, tampoco se encontraron diferencias significativas entre el tipo de información exigida y la valoración de la misma en función del tamaño de la empresa.

- Se puede concluir que la información contable juega un importante papel en la decisión de concesión de crédito

2.3.- Predicción de calificaciones crediticias.

Otro de los tópicos relacionados con el riesgo de crédito que han sido objeto de interés por parte de la contabilidad es el relativo al estudio de las calificaciones crediticias (*ratings*) realizados por empresas especializadas en análisis de la solvencia. Las calificaciones consisten en la asignación de niveles de solvencia, dentro de una escala determinada, a las emisiones de activos crediticios de las diversas entidades (grandes empresas y organismos públicos principalmente). Lo más habitual es que las calificaciones se asignen a petición de la empresa emisora aunque algunas emisiones son calificadas por iniciativa de las agencias de calificación, para ello la empresa emisora paga una tarifa a la empresa calificadora. Si la compañía emisora no está conforme con la calificación asignada a su emisión de deuda y desea mejorarla, puede intentar cambiar las condiciones de la misma aportando una mayor información a la agencia. Las calificaciones no evalúan rentabilidades sino la probabilidad de que se pagen los intereses y

el principal de la deuda dentro de los plazos establecidos. Las escalas se establecen en términos cualitativos y son de carácter discreto¹⁸.

El proceso de calificación seguido por la agencia no es de dominio público, las empresas calificadoras (muy pocas y con elevada credibilidad en los mercados de crédito) afirman incluir información de carácter cuantitativo y cualitativo, realizando análisis personalizados y no limitándose a aplicar de manera mecánica algoritmos matemáticos¹⁹. Las calificaciones son muy importantes para las empresas emisoras de deuda, que se ven afectadas por ellas en varios niveles (White y otros, 1994, Pág. 1057):

- Determinan el coste de la emisión ya que peores calificaciones suponen mayores tipos de interés (mayores primas por riesgo).

- Las condiciones de la emisión (*covenants*) se ven influidas por las calificaciones, estas condiciones determinan restricciones para los accionistas (como son la exigencia de mantener niveles mínimos de fondos propios, niveles máximos de deuda u otras garantías) de manera que las calificaciones influyen en el reparto del riesgo entre accionistas y obligacionistas y suponen un coste para el accionista.

- Muchos inversores, sobre todo institucionales, se encuentran sometidos a restricciones estatutarias que les impiden invertir, o hacerlo por encima de determinados porcentajes, en títulos de deuda con calificaciones bajas (los fondos de pensiones por ejemplo).

Las calificaciones han demostrado ser un buen predictor acerca de la solvencia de las emisiones, S&P estimó que durante un periodo de 15 años solo un 2% de los títulos evaluados como solventes no lo fueron. No obstante, la rentabilidad histórica de los títulos con calificaciones bajas ha sido (lógicamente) superior a la obtenida por los mejor calificados.

La investigación ha desarrollado modelos de predicción de las calificaciones a partir de diferentes variables de naturaleza contable. Podríamos preguntarnos por el interés de estos trabajos, ya que si disponemos de las calificaciones emitidas por las agencias ¿Para que

¹⁸ Por ejemplo, Standard & Poor's utiliza, para emisiones a largo plazo, una escala de 10, la mejor calificación es AAA capacidad de devolución "extremadamente fuerte", seguida por AA "muy fuerte", A "fuerte", BBB "adecuada", continuando hasta finalizar con la categoría D para emisiones en situación de morosidad.

¹⁹ A este respecto y, en general, como completa descripción de la problemática de la calificación crediticia, se puede ver el trabajo de Verona (2000)

intentar predecirlos?. Este esfuerzo investigador adquiere sentido por las siguientes razones (White y otros, 1994):

- Existen emisiones no calificadas que puede ser necesario valorar, como es el caso de las procedentes de pequeñas compañías²⁰.

- Las calificaciones se revisan periódicamente pero no de manera continua y la solvencia del emisor puede haber variado en el tiempo.

- Resulta interesante saber de que depende el riesgo percibido a la hora de determinar las calificaciones para mejorar la realidad económico financiera subyacente en esas variables.

- Se ha detectado rigidez e inconsistencia en la evaluación de la parte baja de las escalas de calificaciones.

Otra justificación a la investigación sobre calificaciones de bonos es la señalada por Jiménez (1996, Pág. 471) "para la investigación sobre toma de decisiones las calificaciones son útiles en la medida que suponen una de las escasas oportunidades de estudiar los procesos por los que los analistas evalúan la credibilidad de un título de forma explícita".

Como en la investigación acerca de la predicción de la quiebra, no existe un marco teórico subyacente en la determinación de los *ratios* o factores explicativos. Parece que los *ratios* tradicionales de solvencia o apalancamiento tienen un menor poder predictivo que el tamaño o el carácter de deuda subordinada (que se constituye en el factor principal para discriminar entre determinados rangos de calificaciones). Entre los motivos apuntados para explicar lo anterior, White y otros (1994) señalan los siguientes:

- La existencia de factores cualitativos no incluidos en los modelos de predicción y la existencia de relaciones no lineales (bajo este supuesto las agencias son "más listas" al ser capaces de desarrollar modelos más eficientes).

²⁰ A partir de las calificaciones crediticias se puede determinar tanto la probabilidad de impago como la tasa de recuperación en caso de impago, ambos parámetros son necesarios para la aplicación de diversas técnicas de gestión del riesgo de crédito. Para el cálculo del coste de mercado de la deuda también necesitamos las calificaciones crediticias que nos permitirán determinar la prima de riesgo de insolvencia aplicada por el mercado en cada momento a la deuda de la empresa.

- Las agencias no son buenas calificadoras y los modelos utilizados para la predicción suministran calificaciones más coherentes.

- Los *ratios* tradicionalmente empleados no están, después de todo, relacionados con el riesgo de crédito.

- Los datos de los Estados Financieros necesitan ajustes antes de ser incluidos en los modelos de predicción.

Ante esta variedad de explicaciones White y otros (1994) proponen que los modelos desarrollados a partir de datos contables no deben orientarse a predecir las calificaciones sino a predecir las probabilidades de impago y los tipos aplicados por los mercados y compararlos con los determinados por las calificaciones (y ver cual es más eficiente). También proponen un ajuste de los datos contables empleados.

No debemos olvidar, que la investigación realizada adolece de serios problemas metodológicos como los reflejados en el trabajo de Jiménez (1996).

2.4.- Otros estudios relativos a la predicción del fracaso empresarial y de calificaciones crediticias

Podemos diferenciar dos grandes grupos

- Estudios realizados desde una perspectiva conductual.

Esta línea de investigación intenta determinar la importancia de la información para la predicción del fracaso empresarial y las calificaciones crediticias a través del conocimiento de los procesos de decisión efectivamente seguidos por los decisores utilizando, generalmente, una metodología de tipo experimental. Una revisión de esta línea la encontramos en Maines (1995) y Loftus y Miller (2001)

- Estudios de caso.

La metodología del estudio de caso también ha sido aplicada al estudio del fracaso empresarial, una revisión de trabajos basados en estudio de caso es la de Loftus y Miller (2001).

3.- EL RIESGO EN LA DECISIÓN DE GESTIÓN

3.1.- Definición.

Entendemos la decisión de gestión como cualquiera adoptada por los gerentes de una empresa en el desarrollo de sus funciones directivas. Cada empresa se considera de manera singular y la información contable se analiza desde la perspectiva de una empresa individual, aunque inscrita en un entorno competitivo, y no de una cartera de inversiones (luego el riesgo total de la empresa no tiene para el decisor ningún componente diversificable) y bajo un enfoque informativo amplio en el cual evaluar la solvencia de la entidad durante un plazo determinado no es el único interés en la gestión (como si lo era desde el punto de vista de un prestamista). El decisor es en este caso un usuario interno de la información contable de carácter financiero.

Los EEFF están orientados, por la normativa que los regula²¹, hacia una consideración individualizada de cada empresa. Aunque el principio de prudencia valorativa y su influencia en las distintas normas de valoración, determinan una consideración asimétrica de activos y pasivos, de pérdidas y ganancias, tanto la volatilidad de los resultados como otras variables contables que se puedan entender indicativas del riesgo intentan reflejar la realidad de una determinada unidad económica en funcionamiento y el riesgo a considerar bajo esta perspectiva responde más a la naturaleza de riesgo total que la de riesgo sistemático, riesgo de crédito o cualquier otra consideración parcial del mismo.

Así para Gómez Salas (1993, Pág. 185) "Las nuevas aportaciones sugieren la conveniencia de ampliar, en el ámbito de la gestión, la conceptualización del riesgo más allá de la sola perspectiva del accionista/inversor. En esta línea determinadas áreas funcionales como la financiera, deberían ocuparse del riesgo total más que de la parte del mismo que no pueden eliminar los inversores en el mercado mediante diversificación".

Y también, Gómez Salas (1993, Pág. 186) "En este contexto el riesgo debe ir mas allá de la visión propia de los accionistas para reflejar tanto los distintos factores de incertidumbre a que se enfrenta la dirección, como el

²¹ Y por la necesidad conceptual de delimitar al sujeto emisor de información o entidad informativa Gabás y Belostas, (2000, Pág. 99)

hecho de que ésta responde de su gestión no solo ante los accionistas sino ante otros participes de la empresa: directivos, empleados, obligacionistas, proveedores, clientes y Estado. A esto se añade que la dirección ejerce un control más directo sobre la realidad contable y en consecuencia sobre el riesgo total, que sobre la rentabilidad de mercado y el riesgo sistemático."

Ryan (1997, Pág. 86) considera que "La mayoría de las variables contables se relacionan de manera más natural con el riesgo total que con el riesgo sistemático. Por ejemplo, incluso la variable contable asociada de manera más significativa con el riesgo sistemático, la variabilidad de los resultados, no refleja la habilidad de los accionistas para diversificar esta variabilidad. Los directivos de las empresas, los emisores de normas contables y los reguladores de los mercados de capitales parecen centrarse en el riesgo total y, concretamente, en el riesgo *downside*, especialmente el de pérdidas severas".

Independientemente de cual sea el problema de decisión abordado y la perspectiva del decisor, los EEFF tienen una vocación multipropósito y multiusuario. En esencia, los EEFF lo son de cada empresa individualmente considerada, con independencia de que sus accionistas posean otras alternativas de inversión, y se ocupan de los resultados de cada empresa, con independencia de que sus acreedores se encuentren solo interesados en la evaluación de determinados niveles de solvencia. Otros usuarios pueden centrar su interés en aspectos concretos de la empresa durante plazos de tiempo específicos, que analizarán en función de cualquier otra información que consideren relevante y que estará en consonancia con sus intereses particulares. Por todo ello la información ofrecida no puede estar *a priori* en función de unos usuarios o de otros.

3.2.- Riesgo total y variables contables.

De entre las variables contables que tradicionalmente se han considerado relacionadas con el riesgo total, quizás sean las relativas a la variación de los resultados contables las más significativas así como las que responden de manera más intuitiva a su medición.

Utilizar este tipo de medidas supone asumir un concepto probabilístico del riesgo, concepto propio de la teoría clásica de la

decisión²². Se considera que los beneficios y pérdidas futuros asociados a una decisión, representados por su valor esperado, se distribuyen respondiendo a una determinada función de probabilidad y que la dispersión de la misma, medida por su varianza, desviación estándar o de cualquier otra forma, representa el riesgo asociado a la decisión. En términos contables estaríamos hablando de la varianza de la distribución de los resultados, medidos estos como resultados totales, o utilizando diferentes medidas de rentabilidad como la rentabilidad de los activos, la rentabilidad del capital propio, etc. Son medidas *ex-post* de riesgo porque están calculadas a partir de datos históricos de resultados o rentabilidades.

Estas medidas los son del riesgo total, al recoger toda la variación de los resultados sin diferenciar el signo de la misma, se computan igual las desviaciones positivas y las negativas. Se está considerando que se debe valorar toda la variación de igual manera.

Las características prácticas de esta clase de medidas, como son un fácil cálculo y la circunstancia de que los datos contables necesarios para obtenerlas se encuentran generalmente disponibles, son factores que han favorecido su utilización por parte de investigadores y directivos.

Por todo ello, hemos considerado varios aspectos relacionados con esta categoría de riesgo en función del usuario por la atención que han recibido por la investigación así como por considerar que resultan esclarecedores de la naturaleza del mismo, son los siguientes:

.- El comportamiento de los directivos ante el riesgo. La percepción del riesgo por los directivos puede restar validez a las medidas de riesgo total a partir de datos contables.

.- La relación rentabilidad/riesgo medida con datos contables. El signo positivo de la relación entre rentabilidad y riesgo, ha sido cuestionado cuando se emplean datos contables para su determinación.

.- La utilización alternativa de los conceptos de diversificación y de la teoría de cartera en la gestión de la empresa individual. Como se pueden aplicar principios procedentes de la teoría financiera a la selección de proyectos de inversión.

²² Al igual que la teoría de cartera.

.- La dirección estratégica y la medición del riesgo con datos contables. Desde un área próxima al decisor interno como es la dirección estratégica se ha estudiado la utilización de diversas medidas contables del riesgo.

3.3.- La inconsistencia entre un concepto probabilístico del riesgo y el tratamiento que del riesgo realizan los decisores:

Como se ha expuesto, la medida del riesgo utilizando la varianza de los resultados contables o medidas similares supone considerar que el decisor aplica un análisis probabilístico al proceso de toma de decisiones. Esto quiere decir que, al enfrentarse a una decisión, el decisor comenzará evaluando primero los resultados de cada alternativa en función de los distintos estados posibles de la naturaleza al tiempo que la utilidad que cada uno de esos resultados le reportaría, calculará posteriormente la probabilidad de ocurrencia de cada uno de estos resultados determinado la variabilidad total de cada alternativa -su riesgo- utilizando la varianza u otra medida de dispersión de la distribución obtenida. Solo entonces decidirá y lo hará de una manera racional en función de su mayor o menor aversión al riesgo.

Diversos estudios empíricos relacionados con la toma de decisiones, desarrollados tanto en un contexto no empresarial como entre directivos, han demostrado que esta aproximación al proceso de toma de decisiones de carácter probabilístico y basada en una racionalidad matemática estricta no explica las decisiones tomadas (p.e. Schoemaker, 1982; Jiménez, 1996; Hogarth, 1993). Se han detectado determinados sesgos o desviaciones respecto a la utilización de una racionalidad estricta en la toma de decisiones. Estos sesgos condicionan las decisiones y las hacen distintas, en cuanto a su lógica subyacente, en función de factores diversos como serían los distintos tipos de decisión a los que se enfrenta el decisor, los diferentes sujetos implicados y de otros. Para Simon (1982) los decisores poseemos una "racionalidad limitada", la limitación humana de las capacidades intelectuales impide evaluar las diferentes alternativas en los términos matemáticos de maximización de la utilidad esperada, por otra parte, esta se debe considerar el entorno social del decisor y la forma en la que este lo interioriza.

En particular, cuando la decisión se toma en un entorno significativamente arriesgado (los resultados futuros de las decisiones son muy diversos), la inclusión del riesgo en el análisis no responde a lo descrito por las teorías clásicas de la utilidad esperada (Kaheman y Teversky, 1979). El concepto de riesgo utilizado por los encargados de tomar las decisiones estratégicas en la empresas, así como su influencia en el proceso de toma de decisiones, parece ser distinto al esperado bajo un enfoque de tipo científico/ técnico. March y Shapira (1987) y MacCrimmon y Wehrung (1986), utilizando metodología de encuestas y cuestionarios, estudiaron la percepción del riesgo y su repercusión en los procesos de toma de decisiones entre directivos de Canadá, Estados Unidos e Israel, el ICAEW (2001) realizó un estudio con similar metodología y objetivo entre directivos británicos (*Attitudes of UK managers to Risk and Uncertainty*). Los siguientes resultados están extraídos de los mismos:

- La parte positiva de la variación de los resultados no es considerada como un aspecto importante del riesgo, el riesgo se asocia a la variación negativa, a las pérdidas y no a los beneficios.

- El riesgo no es percibido como un concepto principalmente probabilístico aunque la incertidumbre se contemple como un factor importante, encontrándose más cercano a un concepto de cantidad de pérdida o cantidad esperada de pérdida que de probabilidad de la misma (o probabilidad por valor esperado). Por otra parte, sería más correcto hablar de la existencia de una aversión a las pérdidas que de una aversión al riesgo. Se observa un desplazamiento del concepto de riesgo a los costes del suceso enfrentados al precio de evitarlos antes que a la probabilidad de que ocurran.

- La posibilidad de cuantificar el riesgo de una manera absoluta, de reducirlo a una cifra no se ve como algo posible ni deseable (por escasamente informativo) por parte de la mayoría de ejecutivos.

- A la hora de asumir decisiones arriesgadas los decisores utilizan determinados niveles como referencia a partir de los cuales evalúan las diferentes alternativas posibles, estos valores de referencia vienen determinados por la relación existente entre los niveles de desempeño alcanzados en el momento en el que se toman las decisiones y aquellos niveles fijados como objetivo. También se utiliza como referencia el punto donde el riesgo, en el sentido antes descrito de magnitud de la pérdida,

afectaría a la supervivencia de la compañía. Los niveles de referencia se constituyen en fundamentales, ya que los decisores se centran en tan solo algunos aspectos del problema a la hora de decidir y estos niveles son uno de los aspectos que tienen mayor importancia.

.- Los resultados que son muy poco probables no son tenidos en cuenta aunque tengan consecuencias de importancia considerable. Se aceptan más riesgos, en términos de varianza, cuando la distribución probabilística contiene en sus colas más probabilidad.

La toma de decisiones, en lo que al riesgo se refiere, no se realiza pues siguiendo métodos racionales derivados de la teoría clásica de la decisión²³. No obstante se debe tener en cuenta que el mundo en el que se toman las decisiones reales no es un mundo controlable y que la manera en la que los decisores toman las decisiones es, en gran medida, una respuesta a este hecho.

Respecto a las actitudes ante el riesgo se considera que se encuentran más ligadas a los incentivos y normas de las organizaciones que a una propensión personal (aunque esta es reconocida). También se detectan variaciones en función del nivel jerárquico ocupado dentro de la organización.

Los ejecutivos entrevistados explicaban su deseo de tomar riesgos calculados en función de tres factores:

.- La toma de riesgos calculados es necesaria para triunfar dentro de la organización. Dentro de un límite se reconocía la relación positiva entre riesgo y beneficio.

.- Se consideraba algo más ligado a su trabajo que a sus deseos personales, como parte del rol de directivo.

²³ Junta a estas características del tratamiento del riesgo por los decisores podemos añadir Nelson y Kinney (1997), las siguientes limitaciones: dificultad en asignar probabilidades condicionales (frecuentemente, la suma de las mismas supera la unidad); dificultad en desagregar el riesgo agregado en componentes como sistemático y no sistemático; dificultad en evaluar objetivamente la información probabilística, al verse condicionados por su experiencia previa y su función de utilidad.

.- La toma de riesgo resulta estimulante.

El equilibrio buscado se sitúa entre la adecuada toma de riesgos como parte del rol de directivo -ya que al final es la toma de riesgos la que conduce a obtener resultados positivos- y el evitar tomar riesgos excesivos o apostar -al final, perder-. El riesgo aceptable debe ser manejable y controlable, el riesgo que no es controlable, la incertidumbre absoluta o apuesta, no se debe aceptar nunca. El riesgo es aceptado tras gestionarlo para reducirlo al mínimo.

No se encontraron relaciones entre circunstancias particulares de la decisión y una variación en la toma de riesgos, excepto la circunstancia de que cuando las cosas van bien no es necesario tomar tantos riesgos como en el caso contrario.

Existen puntos de referencia: comparaciones con objetivos que en función de su mayor o menor cercanía inducen a posturas más arriesgadas, asimismo la seguridad en el puesto influía en la toma de riesgos, aumentando esta cuanto más insegura era la posición. Por otro lado la comparación entre la posición actual y la supervivencia de la organización también es tenida en cuenta, los riesgos que ponen en peligro la organización deben ser evitados.

El estudio del ICAEW (2001) encontró como, en situaciones de crisis, donde la supervivencia de la empresa se ve puesta en duda (por dificultades financieras) los directivos se encuentran dispuestos a asumir mayores riesgos.

3.4.- La relación entre rentabilidad y riesgo medida a partir de datos contables. La "paradoja de Bowman".

Como señalábamos anteriormente, las teorías convencionales de la decisión consideran que los decisores actúan evaluando alternativas en función de la combinación de riesgo y rentabilidad asociadas a los resultados de las mismas. El decisor se considera adverso al riesgo, a igual riesgo se prefiere más rentabilidad y a igual rentabilidad menor riesgo, el decisor solo acepta mayor riesgo a cambio de mayor rentabilidad, esto establece una relación positiva entre rentabilidad y riesgo o un precio para la toma de riesgo.

Esta relación se ha visto empíricamente contrastada en los mercados financieros, que aplican primas de riesgo para determinar la rentabilidad esperada de los activos. Sorprendentemente, en el contraste empírico de esta misma relación utilizando medidas contables de rentabilidad y riesgo, Bowman, E. (1980) detectó relaciones de tipo negativo en determinadas industrias (en un 65.8 % de las 85 industrias analizadas utilizando una muestra de 1.572 empresas del mercado estadounidense). La denominada desde entonces "Paradoja de Bowman" ha dado lugar a un gran número de estudios que han buscado explicaciones de diverso tipo para la misma.

Entre las explicaciones aportadas por la literatura y recogidas en Núñez y Cano (1999), y Gómez Sala (1993) podemos destacar dos grandes grupos:

- Aquellas que, aceptando la existencia empírica de la relación negativa entre rentabilidad y riesgo en determinadas circunstancias, buscan una explicación teórica para la misma.

- Explicaciones que justifican la paradoja en base a la presencia de determinados problemas metodológicos en los estudios que la determinan.

a) *Asunción de la existencia de una relación negativa entre rentabilidad y riesgo y la justificación teórica de la misma.*

Podemos agruparlas en tres:

- Explicaciones basadas en la existencia de decisores propensos al riesgo o buscadores de riesgo en determinadas circunstancias. Estas teorías consideran que los decisores no son siempre adversos al riesgo.

Entre ellas destacan, la Teoría prospectiva (*Prospect Theory*), desarrollada por Kahneman y Teversky (1979) y la Teoría del comportamiento en la empresa o conductista (*Behavioral Theory of the Firm*), de Cyert y March (1963). Según estas teorías, los decisores definen su actitud ante el riesgo en función de determinados objetivos o niveles de referencia de resultado establecidos *a priori*, como podrían ser las rentabilidades medias obtenidas por las empresas del sector o la consecución de rentabilidades positivas. Si los resultados esperados se encuentran por encima de los resultados objetivo los decisores actúan como riesgo adversos en consonancia con las teorías tradicionales, verificándose la relación positiva

esperada entre rentabilidad y riesgo, pero si los resultados esperados se encuentran por debajo de los objetivos actúan como buscadores de riesgo. Los directivos aceptan riesgos en función del nivel de resultados esperados y su relación con los niveles de resultados objetivo antes que de una manera constante.

- Explicaciones basadas en la estrategia de la empresa. Consideran que una dirección adecuada de la empresa mediante acertadas estrategias de diversificación, puede conseguir que la empresa acceda a inversiones que sean, simultáneamente, de bajo riesgo y alta rentabilidad. Un fenómeno similar se puede producir para aquellas compañías que ocupan posiciones dominantes en el mercado.

- Explicaciones basadas en las características del periodo temporal estudiado. Entienden que la inestabilidad ambiental y los periodos de recesión pueden conducir a relaciones negativas entre rentabilidad riesgo en las empresas.

b) Presencia de problemas metodológicos en los estudios que detectan la relación negativa.

Las explicaciones alternativas a la paradoja de Bowman no consideran que esta exista efectivamente, o bien entienden que no es posible determinar científicamente su existencia como consecuencia de que los trabajos empíricos que la detectan carecen de la solidez metodológica necesaria. Este planteamiento se ha soportado con los siguientes argumentos:

- La utilización de prácticas contables de manipulación del resultado (*earnings management*) distorsionan la auténtica relación entre rentabilidad y riesgo.

- La paradoja recoge una relación que es cierta a corto plazo, pero la relación subyacente en el largo plazo es de signo contrario.

- La varianza no mide el concepto de riesgo que utilizan los decisores, luego no es válida para establecer el signo de la relación.

- Presencia de problemas en la relación media-varianza. El desarrollo de Rueffli (1990) demuestra como la varianza y la media de los resultados

pueden ser utilizados como proxis de riesgo y rentabilidad respectivamente pero no pueden utilizarse ambas variables conjuntamente dentro de un mismo modelo como variables dependiente e independiente. Al tratarse de diferentes momentos de la distribución de una misma variable, los resultados contables, no es posible afirmar si la relación que se establece entre ambas es debida a la forma efectiva de esta función media-varianza, o si bien es debida a cambios en la distribución subyacente de los resultados en diferentes subperiodos (que esta determinando las variaciones tanto de la media como de la varianza). No puede asegurarse que la distribución de la rentabilidad de la empresa es normal (lo que supondría independencia) ni que sea estable en el tiempo.

Otra consecuencia de la inconsistencia en la relación media-varianza es que no se pueden generalizar los resultados obtenidos por los trabajos empíricos a periodos de tiempo más largos o más cortos que el estudiado. Las relaciones positivas (o negativas) en un determinado periodo pueden estar causadas por relaciones de cualquier tipo en los subperiodos que lo componen.

Otros problemas añadidos de la varianza de los resultados contables como medida de riesgo serían el hecho de no distinguir entre el signo, positivo o negativo, de las variaciones y el no tener en cuenta la tendencia, ascendente o descendente, seguida por los datos a partir de los cuales es calculada. Ambas circunstancias, cuando estamos hablando de resultados empresariales, no resultan triviales.

La paradoja de Bowman ha sido contrastada en nuestro país por Gómez Salas (1993) encontrando, en algunos sectores, la asociación negativa descrita en la misma, principalmente para sectores en declive. Las medidas contables de rentabilidad y riesgo utilizadas fueron la rentabilidad financiera media y su desviación típica, el periodo estudiado fue 1980-1989, y la muestra estaba compuesta por 267 empresas. Se empleó una metodología basada en el uso de tablas de contingencia.

Otro contraste empírico realizado en España es el de Núñez y Cano (2000), los cuales utilizaron un modelo cuadrático para explicar la relación rentabilidad/riesgo, modelo basado en la distancia entre la rentabilidad esperada y una rentabilidad objetivo. Sus resultados apuntan a que la relación rentabilidad/riesgo es negativa cuando la rentabilidad esperada se encuentra por debajo del objetivo y de signo positivo en el caso contrario. El

trabajo se desarrolla con datos del periodo 1991-1998, con una muestra de 79 compañías. La rentabilidad es medida con un modelo autoregresivo de rentabilidades contables.

3.5.- La teoría de cartera aplicada a la gestión de la empresa individual.

Un criterio de decisión ampliamente aceptado a la hora de evaluar la conveniencia de asignar recursos a un determinado proyecto de inversión, consiste en comparar el rendimiento esperado del mismo con el coste de capital de la empresa²⁴. No obstante, si consideramos que cada proyecto de inversión posee unos atributos de riesgo diferenciados, parece lógico pensar que debería tener también un coste de capital diferente y que sería este último el coste de referencia. El desarrollo del CAPM proporcionó en su momento una herramienta de cálculo del riesgo de cada proyecto individual que impulsó este tipo de análisis.

Para Ball y Brown (1969), un activo se puede definir como una corriente de beneficios futuros inciertos. Podemos considerar que una empresa no es otra cosa que un conjunto, legalmente constituido, de proyectos de inversión compuestos a su vez por conjuntos de activos. Una empresa, para maximizar su valor, deberá acometer todos aquellos proyectos de inversión cuyos rendimientos esperados actualizados superen el coste de capital o rendimiento esperado por los inversores para ese proyecto de inversión. En un mercado eficiente, esta estrategia de maximización del valor supone maximizar la utilidad de los inversores al traducirse los diferenciales entre el coste de capital y los rendimientos esperados de la inversión en incrementos del valor de mercado de la empresa (habida cuenta de que los precios en los mercados eficientes en equilibrio se establecen en función de las expectativas de beneficio, si el mercado no actúa así, no está claro que la estrategia de tomar el coste de capital como referencia para la gestión sea adecuada). En este sentido, el coste de capital determinado por el rendimiento esperado que proporciona el CAPM puede servir de referencia. En este caso, y a menos que existan severos costes asociados a la quiebra, la diversificación no debe ser tarea de la dirección de la empresa, que debería aceptar todos los proyectos de inversión cuyos rendimientos esperados superen el coste de capital, independientemente de los niveles de riesgo alcanzados y de su impacto en

²⁴ Comparando, por ejemplo, la tasa interna de rendimiento del proyecto con el coste de capital.

el riesgo total de la empresa. "esto no quiere decir que las empresas deban ignorar el riesgo sino que deben aceptar el precio de mercado del riesgo" (Ball y Brown, 1969, Pág. 314).

Bajo esta perspectiva, las medidas del riesgo total pierden gran parte de su sentido como herramienta de gestión. La tarea de la diversificación queda en manos del accionista que elegirá su cartera a partir de su función de utilidad. Por otra parte la diversificación resultará más fácil y barata para el inversor que para los gestores de la empresa. Los inversores operan en mercados mucho más amplios y líquidos que los constituidos por los proyectos de inversión empresariales. Los gerentes solo puede diversificar de manera imperfecta seleccionando entre un número mucho menor de activos -proyectos de inversión- menos líquidos y menos divisibles.

Frente a esta "estrategia de cartera" algunos autores como Aaker y Jacobson (1987) encuentran incentivos para que los directivos se ocupen del riesgo no sistemático, como serían:

.- El hecho de que la insolvencia y la quiebra si que tiene un coste significativo dentro de las empresas aunque no lo tenga, o no tan alto, dentro de las carteras de valores.

.- Los directivos son responsables ante los propietarios del riesgo total, que influye en los sistemas de incentivos y en su seguridad laboral.

.- En la práctica existen niveles óptimos de inversión, un aspecto que no es contemplado por una estrategia de inversión basada en la teoría de cartera.

.- Encontrar las betas de proyectos de inversión puede resultar complicado en la práctica.

Hay que señalar que numerosas prácticas relacionadas con la gestión del riesgo empleadas de manera generalizada por las empresas, como son el uso de estrategias e instrumentos de cobertura, no se encuentran en consonancia con los conceptos de riesgo sistemático y no sistemático apuntados, sino que se dirigen, más bien, a la reducción del riesgo total de la empresa (Ryan, 1997).

La percepción del riesgo basada en la covarianza de los resultados de la compañía con los de la cartera del mercado tampoco se corresponde con la percepción efectiva que los decisores dentro de las empresas tienen del mismo.

3.6.- Riesgo y dirección estratégica

El área de la dirección estratégica²⁵ estudia la toma de decisiones desde la perspectiva de los directivos como usuarios de la información. El riesgo ha sido una variable utilizada con frecuencia en las investigaciones realizadas dentro del área de la dirección estratégica durante los últimos veinte años, principalmente entre finales de los ochenta y principios de los noventa, tal y como se refleja en el trabajo de Rueffli y otros (1999).

A lo largo del tiempo se han construido dentro del marco de la dirección estratégica diferentes medidas de riesgo que respondían a diferentes maneras de concebir el mismo. El uso que de ellas se ha hecho ha sido principalmente el de estudiar de que manera se relacionaba la variable riesgo con otras variables de interés más específico dentro del área. No obstante, también se ha estudiado la validez y contenido de diversas medidas de riesgo en si mismas.

Utilizando como referencia el citado trabajo de Rueffli y otros (1999)²⁶ que consiste en una revisión de las medidas de riesgo utilizadas en la literatura de dirección estratégica durante el periodo que se extiende de 1980 a 1995, encontramos como las medidas principalmente utilizadas han sido de dos tipos: medidas contables del riesgo y medidas basadas en el CAPM. Ambos conceptos de riesgo han sido analizados a lo largo de nuestro trabajo, por ello nos parece más interesante incluir tres estudios

²⁵ La dirección estratégica (*strategic management*) se puede definir como la actividad a través de la cual la dirección de una organización gestiona su adaptación al entorno. El origen de la dirección estratégica como parte importante de la dirección general de la empresa se puede situar a principios de los años cincuenta como consecuencia de los profundos cambios sufridos por el entorno empresarial en la segunda mitad del siglo XX (globalización de los mercados, aceleración del progreso tecnológico, cambios en el consumo, saturación de la demanda, etc.).

²⁶ Para ello los autores seleccionan las ocho revistas que consideran más importantes dentro del área. Cerca de cien artículos incluyen medidas de riesgo dentro del periodo especificado, siendo el comprendido entre 1987 y 1992 en el que se concentra el mayor número de estudios.

pertenecientes a esta área en los que se proponen nuevas medidas basadas en datos contables al tiempo que se estudia la relación de estas con las medidas de riesgo más habituales.

3.6.1.- Medidas de riesgo basadas en el riesgo *downside*: Miller y Reuer (1996)

Como sabemos, el riesgo *downside* o riesgo de que “algo vaya mal” se puede definir como la probabilidad de que los resultados de una acción o decisión se sitúen por debajo de un determinado nivel objetivo establecido a priori. Siguiendo a Miller y Reuer (1996) podemos encontrar justificaciones teóricas a la utilización de medidas de riesgo de este tipo desde diversas perspectivas, varias de ellas ya presentes en este capítulo: desde las teorías conductuales de la decisión que determinan como los decisores utilizan niveles de referencia a la hora de evaluar el riesgo (Kaheman y Teversky, 1979); desde los estudios centrados en la toma de decisiones empresariales bajo incertidumbre que identifican la percepción del riesgo como la magnitud y probabilidad de la posible pérdida (March y Shapira, 1987; Mac Crimson y Wehrnhg, 1986)

Las medidas desarrolladas partiendo de este concepto de riesgo se basan en la utilización de los momentos parciales (*lower partial moments*) de las distribuciones de probabilidad de las rentabilidades (medidas desarrolladas originalmente en Fishburn, 1977). Estos momentos parciales se caracterizan por recoger exclusivamente la cola negativa de la distribución de probabilidad. A partir de estos momentos se construyen diversas medidas que incluyen un parámetro que determina el nivel objetivo de resultados y otro que determina la importancia relativa para la empresa o decisor de las desviaciones respecto a ese nivel objetivo (básicamente su actitud frente al riesgo). De este modo se obtendrían distintos valores de riesgo *downside* para compañías con distribuciones de resultados idénticas pero con diferentes niveles objetivo de rentabilidad y/ o diferentes preferencias ante la toma de riesgo. Así se construyen diferente medidas *downside* de riesgo:

.- Utilizando datos contables históricos acerca de las rentabilidades y obteniendo así una medida de riesgo *ex post* de carácter contable.

.- Utilizando datos de mercado y desarrollando una versión *downside* del CAPM cuya beta reflejará la relación entre los rendimientos de la cartera

de mercado por debajo del objetivo y los de la empresa por debajo de ese mismo objetivo.

- A partir de las variaciones de los pronósticos de los analistas acerca del ratio "beneficio por acción" de la empresa. En este caso nos encontramos ante una medida *ex-ante* que recogería la proporción de analistas que predican beneficios por debajo del objetivo.

La utilización de cualquier medida de este tipo se enfrenta al problema de determinar cual será el objetivo de referencia utilizado así como la estabilidad del mismo a lo largo del tiempo. Los valores objetivo empleados en Miller y Reuer (1996) son los siguientes: para las medidas basadas en datos contables de tipo histórico se utiliza la rentabilidad media del sector; para las medidas basadas en el CAPM se utiliza alternativamente el promedio del mercado o el tipo de los activos sin riesgo; para las medidas basadas en pronósticos de analistas se utilizan las medias del sector.

En el desarrollo empírico del trabajo se realiza un análisis factorial que incluye las diversas medidas de riesgo *downside* junto a alguna de las medidas de riesgo más comúnmente utilizadas²⁷. Los resultados indican que la única medida *downside* que recoge un factor distinto a las medidas tradicionales es la construida a partir de los pronósticos de los analistas.

Como objeciones a este tipo de medidas *downside* podemos señalar las siguientes:

- Las medidas construidas sobre datos históricos de rentabilidades contables adolecen de las mismas debilidades analíticas que las medidas basadas en la varianza o desviación típica.

- Las medidas construidas a partir del CAPM son herederas de las objeciones propias de dicho modelo de valoración.

- Las medidas basadas en pronósticos pueden estar distorsionadas por los sesgos detectados en los pronósticos de los analistas (Schipper, 1991; Larrán y Rees 2000).

²⁷ Concretamente el riesgo sistemático y el riesgo no sistemático del modelo de mercado; las que utilizan la desviación estándar de los resultados contables como la desviación estándar de ROA y del ROE; una medida del riesgo de probabilidad de quiebra, la Z de Altman

.- Todas las medidas dependerán de los niveles -subjetivos- fijados como referencia y su supuesta estabilidad en el periodo considerado.

3.6.2.- Medidas de riesgo desde un "ordinal-state approach". Collins y Rueffli (1992, 1996).

Desarrolladas por Collins y Rueffli (1992, 1996), responden a un concepto de riesgo que intenta estar más identificado con el área del dirección estratégica. El proceso de construcción de las medidas consiste básicamente en ordenar, en función su rentabilidad, a las diferentes compañías que se encuadran en un grupo de referencia o marco estratégico previamente determinado, creando diversas clasificaciones en diferentes periodos consecutivos del tiempo. Se construye posteriormente una medida de riesgo que tiene en cuenta los distintos cambios de posición de cada compañía a lo largo del tiempo. Se obtienen así medidas de tipo general o de riesgo estratégico del conjunto de compañías y de carácter individual para cada una de ellas, siempre teniendo en cuenta los datos de todas las empresas incluidas. La medida resultante se interpreta en el sentido de la mayor o menor posibilidad de predecir un descenso futuro en la clasificación a partir de las posiciones del momento actual. Las clasificaciones se construirán a partir de datos contables de resultados, resultando de esta manera una medida de carácter *ex-post*.

Como objeciones los propios autores señalan que la medida pierde la información acerca de todos los cambios en rentabilidad que no suponen cambios en la clasificación. La novedad del planteamiento constituye en si misma un problema de falta de contrastaciones (utilizando periodos de distinta longitud, utilizando distintos niveles de agregación de empresas para formar las clasificaciones, etc.) y también de comparaciones con las medidas ya existentes, mejor determinación del concepto de marco estratégico de referencia.

3.6.3.- Medidas basadas en la variación de los pronósticos de los analistas bursátiles.

A partir de los pronósticos realizados por los analistas bursátiles sobre el beneficio por acción futuro de una empresa se han desarrollado diversas medidas de riesgo considerando que la mayor o menor dispersión de dichos

pronósticos constituían un buen estimador de la incertidumbre asociada a la corriente de ingresos futura de estas compañías.

Como característica de especial interés de este tipo de medidas sería su carácter de medida *ex-ante* del riesgo, ya que están determinadas a partir de las estimaciones de rendimiento futuras. Conroy y Harris (1987) en su estudio encontraban evidencia de que una mayor dispersión en los pronósticos realizados *ex-ante* resultaba en una mayor dispersión *ex-post* de los errores observados.

No obstante otros autores consideran que la variación en los pronósticos es un indicador de la existencia de asimetrías informativas (Lang y Lundholm, 1993, 1996) o responde a otros motivos diversos (Khotari, 2001, Pág. 159)

3.7.- El riesgo en la decisión de gestión: Resumen

.- Las variables contables se relacionan de manera más natural con el riesgo total que con el riesgo sistemático o de crédito.

.- Los gerentes, como decisores, parecen considerar que el riesgo a gestionar es el riesgo total.

.- La percepción del riesgo total es asimétrica y su tratamiento se centra en su parte negativa. La división relevante del riesgo total parece estar más basada en separar la variación positiva de la negativa (o por encima/ debajo de un objetivo determinado) antes que en distinguir entre el riesgo sistemático y el no sistemático.

.- No está claro que la medida del riesgo a partir de medidas de dispersión de la distribución de resultados contables sea la adecuada para los gestores de la empresa.

.- No existe consenso acerca de la relación riesgo y rentabilidad medidos como media y varianza de la distribución de resultados contables.

.- En cualquier caso resulta evidente que bajo la perspectiva de cada usuario de los EEFF el concepto de riesgo y su medición difieren en gran medida.

SEGUNDA PARTE

CAPITULO 3: El concepto de pasivo dentro de los principales Marcos Conceptuales

1.- INTRODUCCIÓN

Como señala Larriba (2000), las provisiones suponen estimaciones acerca de situaciones de incertidumbre y riesgo en las que la empresa se encuentra inmersa, constituyéndose en el mecanismo con el que el sistema de información contable responde a la necesidad de incorporar a los EEFF un tipo de información para el que no estaban diseñados en su origen. Las provisiones son pues la vía de entrada natural del riesgo en los estados financieros.

El objetivo de este apartado será el de intentar determinar cuales son las características definitorias de las provisiones para riesgos y gastos y las contingencias y para ello comenzaremos tratando de aquellas que debe poseer un elemento determinado para ser considerado como pasivo y, en segundo término, para que ese pasivo deba ser incluido dentro de los EEFF. Solo de esta manera estaremos en condiciones de entender adecuadamente el lugar ocupado por las provisiones dentro del sistema de información de la contabilidad financiera.

Como nuestro interés, se centra fundamentalmente en estudiar el papel que puede desempeñar la información relativa al riesgo sobre la base de la norma actual, o de aquella norma posible dentro de los pronunciamientos conceptuales existentes, el cuerpo teórico de referencia no puede ser otro que el proporcionado por los diferentes marcos conceptuales (MC) de la contabilidad financiera, como los soportes teóricos de la regulación contable que son.

Los MC contemplados son los detallados en la tabla 3.1:

Tabla 3.1. Marcos Conceptuales incluidos

<i>Organismo Emisor</i>	<i>Ámbito de aplicación</i>	<i>Título del documento</i>
IASB	Internacional	Marco para la elaboración y presentación de EEEF (1989)
FASB	Estados Unidos	SFAC-1. Objectives of Financial Reporting by Bussines Enterprises (1978)
		SFAC-2. Qualitative Characteristics of Accounting Information (1980)
		SFAC-5. <i>Recognition and Measurement in Financial Statements of Business enterprises</i> (1984)
		SFAC-6. <i>Elements of Financial Statements</i> (1985)
ASB	Gran Bretaña	<i>Statement of principles Exposure Draft</i> (1995)
AARF y AASB	Australia	SAC-4. <i>Definition and Recognition of the Elements of Financial Statements.</i> (1995)
AECA	España	Marco conceptual de la información financiera (1999)

Fuente: elaboración propia

Debemos precisar que no todos los MC tienen un desarrollo similar en cuanto a extensión y nivel de detalle. Mientras que, como parte de su MC, el FASB y, en menor medida, el AARF y AASB, han emitido documentos específicos dedicados a desarrollar sus distintos componentes (objetivos de la información financiera, características cualitativas de la información, definición de los elementos de los EEEF, etc.). Los MC elaborados por el IASB, AECA y el ASB se desarrollan de manera más general en un solo documento. Por tanto el nivel de detalle y concreción de los conceptos será distinto, así como el consiguiente margen de interpretación posible para muchos de ellos.

El desarrollo del siguiente capítulo será el siguiente:

Todos los MC revisados afrontan el problema de la inclusión de un determinado elemento dentro de los EEEF separándolo en dos fases: en primer lugar el elemento en cuestión debe de encajar dentro de alguna de las definiciones de "elemento de los EEEF" establecidas (en otras palabras el elemento debe responder a la definición de activo, de pasivo, de ingreso...), al mismo tiempo y en segundo lugar, debe cumplir con determinados requisitos que permitan su reconocimiento y medida. Ambas circunstancias

son necesarias y se deben dar conjuntamente, si esto es así, la inclusión del elemento será obligatoria.

De esta manera podemos separar el problema de la inclusión dentro de los EEFF de un elemento como un pasivo en dos partes, las cuales trataremos de manera separada:

El tratamiento de los pasivos en sí mismo o como responder a la pregunta ¿qué es un pasivo? Que trataremos en el apartado dos.

El tratamiento de los requisitos de reconocimiento, una vez el elemento ha sido considerado como pasivo. El apartado tres discutirá este punto.

Al desarrollar los dos puntos anteriores se hará, como veremos, alusión explícita a conceptos de probabilidad, incluyéndolos en algunas de las definiciones. La forma en la que la probabilidad es definida y contemplada por los distintos MC resulta de especial interés para nuestro trabajo porque la definición del riesgo está basada en conceptos probabilísticos, que determinan su tratamiento. Acerca de esta cuestión desarrollaremos el apartado cuarto.

Si existen unos elementos que se caracterizan por su carácter limítrofe, en el sentido de encontrarse en la frontera de lo que es un pasivo y/o de lo que es un pasivo reconocible dentro de los EEFF, estos son los pasivos contingentes y aquellos susceptibles de ser registrados como provisiones por riesgos y gastos. Todo ello les confiere un interés especial para nuestro estudio y por ello incluimos en el apartado cinco una discusión acerca de los mismos.

Para terminar, en el punto seis, se estudia brevemente el tratamiento de la problemática contable de las provisiones en España.

2.- LA DEFINICIÓN DE PASIVO.

Por lo que respecta a la definición de pasivo, los diferentes MC coinciden básicamente en sus requisitos principales aunque divergen en algunos aspectos. Las definiciones incluyen las siguientes características (ver tabla 3.2):

Tabla 3.2. Características de los pasivos en los diferentes MC

<i>Características requeridas</i>	<i>AECA</i>	<i>IASB</i>	<i>FASB</i>	<i>AARF/AASB</i>	<i>ASB</i>
Obligación derivada de transacciones o hechos pasados	Si	Si	Si	Si	Si
Es probable que la entidad se desprenda de recursos/ rendimientos/ beneficios económicos futuros	Si	Si (no incluye el término probable)	Si	Si (no incluye el término probable)	Si (no incluye el término probable)
Obligación presente	No	Si	Si	Si	No

Como podemos observar, las coincidencias se refieren a:

.-La existencia de una obligación.

.-Derivada de transacciones o sucesos pasados.

.-Que suponga un sacrificio de beneficios económicos, recursos o rendimientos futuros.

Para que un elemento determinado responda a la definición de pasivo debe cumplir con todos los requisitos de manera simultánea. La ausencia de cualquiera de ellos lo excluiría. Por su importancia en la definición pasamos a analizar cada uno de estos requisitos por separado con mayor detalle.

2.1.- La existencia de una obligación.

Por lo que respecta a este requerimiento, entendemos que, aunque en todos los MC se requiere la existencia de una obligación para que exista un pasivo, las principales discrepancias entre los diversos pronunciamientos surgen a la hora de definir lo que es una obligación, de solicitar determinadas características a las obligaciones, así como de solventar la cuestión de cuando se considera que la obligación existe.

La concreción de la obligación en un requerimiento legal, el hecho de que sea legalmente exigible (contractualmente por ejemplo) no constituye una característica necesaria de la obligación para ninguno de los MC, entendiéndose que pueden surgir obligaciones por otro tipo de circunstancias propias de la actividad empresarial, se puede tratar de

obligaciones de tipo comercial o de imagen, creadas por los usos y costumbres de la actividad, e incluso impuestas por motivaciones éticas .

Para el IASB (1989) *“las obligaciones también aparecen por la actividad normal de la empresa, por las costumbres y por el deseo de mantener buenas relaciones comerciales o actuar de forma equitativa”* (epígrafe 60), como ejemplo propone la obligación de atender garantías una vez transcurrido el periodo durante el cual se estaba contractual o legalmente obligada a ello.

Para el FASB (1985) la obligación puede ser “equitativa”, “honesta” o “justa” (*equitable*) y puede ser “constructiva” (*constructive*) *“Una obligación equitativa surge de condicionantes morales o éticos antes que por normas legales del deber hacia otra entidad de hacer lo que el sentido común, el sentimiento de justicia estimaría justo, correcto y honrado, de hacer lo que uno debe hacer antes que aquello a lo que está legalmente obligado”* (SFAC 6, epígrafe 40).

“Una obligación constructiva es creada, inferida o interpretada a partir de los hechos de una situación particular antes que contraída con otra organización o impuesta gubernamentalmente” (SFAC 6, epígrafe 40), presentan como ejemplo de obligación constructiva aquellas retribuciones a los empleados, que son habituales pero no se encuentran registradas contractualmente. Se previene acerca del difícil tratamiento de estos dos tipos de obligaciones.

En términos muy parecidos a los empleados por el FASB se expresa el AARF/ AASB y, de manera más concisa, lo hacen el ASB. AECA se limita a señalar que la exigibilidad legal no es imprescindible mientras se cumplan las características principales de la obligación.

Considerando lo anterior -que supone que los requisitos pueden surgir de un amplio abanico de situaciones y relaciones de hecho- se deberá concretar una circunstancia o característica que nos permita afirmar que nos encontramos efectivamente ante una obligación. A este respecto encontramos un consenso bastante general entre los distintos pronunciamientos, pudiendo afirmar que la característica principal de una obligación es el hecho de que sea ineludible hacerle frente, que no se trata de una mera intención por parte de la empresa o de un compromiso futuro que pueda ser revocado.

El ASB (1995) determina *“la noción de obligación implica que la entidad no es libre de evitar la salida de recursos”* (SOP, epígrafe 3. 28)

El IASB (1989) *“...deja a la empresa poca o ninguna discrecionalidad para evitar la salida de recursos...”* (epígrafe 61)

Y el FASB (1985) *“La responsabilidad o deber obliga a la entidad en concreto, dejando poca o ninguna discrecionalidad para evitar el sacrificio futuro”* (SFAC 6, epígrafe 36)

2.2.- Los hechos y transacciones pasadas.

Respecto a los hechos y transacciones pasadas determinantes de la obligación, y contemplados por todos los MC, observamos como el FASB (1985) hace un especial hincapié en el requisito (que destaca entre los principales de los pasivos) de que *“la transacción o la circunstancia que obliga a la sociedad haya sucedido”* (SFAC 6, epígrafe 36)¹, el FASB entiende que, sin esta característica, el hecho de que incurrir en futuros transferencias de recursos económicos sea inevitable (que configurábamos como rasgo definitorio esencial de una obligación) no es suficiente para que exista un pasivo. Lo inevitable de pagar los salarios futuros al personal, o reaprovisionarse de materias primas no determinan por si solo la existencia de un pasivo hasta que la circunstancia que establece la obligación de la sociedad (prestación del servicio, emisión del pedido) haya sucedido.

Aunque esta condición pueda entenderse implícita en todos los pronunciamientos solo el FASB lo recoge literalmente, encontrándose por el contrario en otros pronunciamientos, en ocasiones, matizaciones que introducen una cierta confusión en el concepto de pasivo, al contemplar la posibilidad de que puedan ser considerados como tales elementos en los que la obligación no existe de manera clara. Un ejemplo de esta

¹ Un ejemplo de la importancia que el FASB concede a este requisito lo podemos encontrar en la carta de comentarios a la nueva norma internacional sobre provisiones del IASB (IASB, 1998), cuando esta se encontraba en fase de borrador (aunque estas cartas no constituyen una opinión oficial del organismo si son un buen indicador de su manera de contemplar los distintos conceptos). La necesidad de que la circunstancia que obliga a la sociedad (*obligating event*) haya sucedido es el complemento imprescindible del probable sacrificio futuro de recursos para la existencia de un pasivo.

circunstancia podemos encontrarla en el MC del ASB (1995) *"En algunos casos se deben producir una serie de sucesos antes de que la entidad deba transferir beneficios económicos. En una situación como esta, la existencia de un pasivo dependerá de si la entidad tiene una obligación, por ejemplo si alguno de estos sucesos se encuentran bajo el control de la entidad"* (SOP, epígrafe 3.31), esta afirmación se completa con el ejemplo de una garantía (la entidad ya no controla las posibles reclamaciones) y una cláusula por incumplimiento de contrato (la entidad puede evitar el incumplimiento). Se destaca lo inevitable de la transferencia de beneficios futuros antes que la concreción del hecho o circunstancia que establece la existencia de la obligación.

Para AECA (1999) *"La ausencia de vencimiento o el sometimiento del mismo a condición no son motivos para que el pasivo exigible no cumpla la definición, siempre que el compromiso de prescindir de recursos sea probable"* (epígrafe 212)

Esta precisión resultará especialmente relevante al considerar determinadas provisiones en las que la determinación en el tiempo de la existencia de la obligación que las genera es incierta (las provisiones por reestructuración por ejemplo), así como al incluir un determinado elemento bajo la definición de pasivo o pasivo contingente.

2.3.- El sacrificio de beneficios económicos futuros.

Con respecto a este punto solo señalar que no encontramos diferencia significativa entre los diferentes términos empleados: sacrificio de beneficios económicos, recursos, rendimientos futuros...

Respecto a la inclusión o no en la definición del carácter de probable de estos tampoco resulta especialmente significativa al estar contemplada esta circunstancia posteriormente, aunque se podría entender que existe una posible intromisión de criterios de reconocimiento con características de los elementos, lo cual es importante desde el momento en el que un elemento determinado puede ser considerado pasivo y no cumplir con los requisitos de reconocimiento pero, aun así, requerirse la revelación del mismo en algún lugar alternativo al balance de situación y cuenta de resultados.

3.- LAS CARACTERÍSTICAS DE RECONOCIMIENTO.

Se entiende por reconocimiento el proceso de incorporación en los EEFF de un determinado elemento. En la definición de reconocimiento no existen diferencias significativas entre los diferentes MC. Los criterios de reconocimiento son en nuestra opinión semejantes, aunque cada MC los desarrolle de manera diferente y son los siguientes:

.- Un primer requisito lo constituye el hecho de que el elemento considerado responda a alguna de las definiciones de los diferentes elementos de los EEFF, en nuestro caso a la definición de pasivo.

.- Un segundo requisito recogido de manera explícita por todos los MC supone que la partida tenga un coste o valor que pueda ser medido con fiabilidad.

.- Un tercer requisito será el que sea probable, o exista evidencia suficiente, de que algún beneficio económico asociado a la partida ha entrado o salido, o entrará o saldrá en su caso de la empresa (este tercer requisito no aparece recogido por el FASB como criterio de reconocimiento sino como una característica definitoria de cada uno de los diferentes elementos).

4.- EL TRATAMIENTO DE LA INCERTIDUMBRE

Como se señalaba en la introducción y como se ha podido comprobar en los puntos anteriores, las definiciones relativas a los elementos de los EEFF y a los criterios de reconocimiento contemplan conceptos de probabilidad. En condiciones de certeza el reconocimiento de un elemento dentro de los EEFF se realizará sin mayores problemas, pero, en la práctica, la incertidumbre estará presente más como norma que como excepción.

Por esta razón, todos los MC dedican un espacio mayor o menor a concretar el tratamiento de la incertidumbre. Resulta imprescindible precisar el sentido de las expresiones "probable", "evidencia suficiente", "medida fiable", etc. incluidas en las definiciones para dotar a estas de sentido específico.

4.1.- La incertidumbre y la necesidad de informar.

Las bases del problema las define el FASB (1985) de manera bastante clara:

"La incertidumbre generalizada que está presente en la actividad económica, en los negocios y sus resultados, a menudo obscurece la aplicación de las definiciones acerca de si un determinado elemento, en una empresa en particular, debe clasificarse como un activo o como un pasivo. A menudo, la presencia o ausencia de los futuros beneficios económicos que pueden ser obtenidos y controlados por la sociedad o las obligaciones de sacrificar activos en el futuro, solo pueden determinarse con fiabilidad a posteriori" (SFAC 6, epígrafe 44). Como consecuencia, concluye, al afrontar la incertidumbre, es posible que determinados elementos sean incluidos en los EEFF y posteriormente demuestren no ser tales o bien que suceda el caso contrario.

La incertidumbre aumenta los costes de elaboración de los EEFF y en particular el coste de reconocimiento y medida, pudiendo resultar en la clasificación inadecuada de un determinado elemento, o en su no-inclusión, al no superar el análisis coste-beneficio a causa de la incertidumbre, no justificándose el coste y esfuerzo necesarios para su reconocimiento y medida (FASB, 1985, SFAC 6, epígrafe 45).

De lo anterior se desprende que no es necesaria la certeza, basta con una probabilidad razonable para la inclusión de unos elementos determinados como activo, pasivo, ingreso o gasto dentro de los EEFF, pudiéndose utilizar estimaciones para su medida. Si esto no fuera así los EEFF se limitarían a informar exclusivamente acerca de transacciones de tesorería (FASB, 1985, SFAC 6, epígrafe 46).

Siguiendo similar criterio, en el MC del IASB (1995) (al hacer referencia a las provisiones cuando define los pasivos) se afirma que, si la provisión responde a la definición de pasivo, la incertidumbre no tiene porqué ser una limitación a su reconocimiento, se debe reconocer aunque sea bajo la forma de una estimación (SOP, epígrafe 64).

Para el informe Trueblood (AICPA, 1973) el hablar de la razonabilidad de la información contable *"no implica necesariamente la precisión total, ya que se encuentra afectada por la incertidumbre tanto del objeto como del instrumento de medida. No siempre la información más razonable es la más importante en términos de las necesidades de los usuarios. De esta manera los usuarios de los EEFF deben ser informados de las limitaciones de los datos y de la magnitud o intervalo de los posibles errores, la información no debe ser presentada de manera que induzca a error en cuanto a su grado de precisión o razonabilidad"*.

Para Tua (1996, Pág. 83) las dificultades del proceso de reconocimiento se manifiestan aquí y el equilibrio consistirá en determinar

que información es relevante aunque deba ser medida con limitaciones e informar de las mismas. Las estimaciones realizadas deberán venir acompañadas de información relativa a los criterios utilizados para la estimación. La razonabilidad como característica de la información viene a sustituir a la antigua exigencia de exactitud (que hoy nos parece difícilmente alcanzable si no es a costa de limitar de manera importante la utilidad de la información).

Por todo ello, respecto a la medida, todos los marcos conceptuales aceptan la utilización de estimaciones, aconsejando informar adecuadamente de la mayor o menor precisión conseguida con las mismas de manera que al usuario de la información no se le transmita una falsa sensación de exactitud cuando esta no exista. Estimaciones, rangos de valores con sus probabilidades asociadas... pueden resultar en ocasiones mejor información que una sola cifra aparentemente exacta.

El ASB (1995), por ejemplo, considera que *"Si existe incertidumbre, informar con una cifra concreta puede crear falsas impresiones de certidumbre. En estos casos se debe informar claramente del grado de incertidumbre que rodea la estimación las asunciones principales utilizadas, el rango de posibles resultados, las bases de medida y los principales factores condicionantes del resultado"* (epígrafe 4.42).

El objetivo será *"...colocar a los usuarios de la información financiera en la mejor posición posible para que se formen su propia opinión acerca del resultado probable de los hechos de los que se informa. La información prudente basada en un saludable escepticismo produce confianza en los resultados y a largo plazo, el mejor servicio a todos los intereses divergentes..."* (FASB, 1980, SFAC 2, epígrafe 97).

La mayor parte de los MC estudiados incluyen entre las bases de medida valores que requieren estimaciones como el valor de realización y el valor actual neto (junto a los más precisos coste histórico y de reposición) (FASB, 1984, SFAC 5, epígrafe 67), (IASB, 1989, epígrafe 100), (ASB, 1995, SOP, epígrafe 5.22), en el caso del ASB, se proponen distintas maneras de estimar los flujos económicos futuros cuando la incertidumbre sea elevada (epígrafes 4.46 a 4.50), además de las citadas (se proponen, por ejemplo, medidas como el uso del valor esperado de los flujos de caja futuros utilizando probabilidades ponderadas).

Al abordar la cuestión de que hacer cuando una determinada información se considera relevante para las necesidades de los usuarios pero no puede ser reconocida en el Balance o la Cuenta de Pérdidas y Ganancias por no ser un elemento de los mismos, o bien siéndolo, no

responde a los criterios de reconocimiento y medida, también existe coincidencia en la respuesta. Este tipo de información debe ser revelado a los usuarios en otras partes de los EEFF como la memoria o en notas aclarativas o anexas a los EEFF, siendo uno de sus cometidos específicos informar acerca de las situaciones de incertidumbre (IASB, 1989, epígrafe 21)(ASB, 1995, SOP, epígrafe 3.25).

De esta forma podemos afirmar que:

.- La incertidumbre es una condición presente en la actividad económica.

.- La incertidumbre debe ser afrontada por el encargado de elaborar los EEFF, tanto a la hora de determinar si un determinado elemento se considera como pasivo, activo,... como para determinar si debe ser reconocido dentro de los EEFF.

.- El uso de estimaciones como herramienta de medida es un instrumento válido para tratar con la incertidumbre

.- Se debe informar acerca de la fiabilidad de la medida y de la incertidumbre que la rodea, evitando transmitir una falsa sensación de certeza cuando esta no exista.

.- La información relevante que no es posible reconocer en el Balance o Cuenta de Pérdidas y Ganancias al no cumplir los requisitos de reconocimiento o por no responder a las características requeridas a los diferentes elementos de estos Estados Financieros, debe ser revelada al usuario en otro tipo de informe.

4.2.- Definiciones de probabilidad

Directamente relacionado con el tratamiento de la incertidumbre se encuentra el problema de intentar concretar en lo posible el significado del término "probable" y otros similares que se incluyen en las definiciones.

En el caso del IASB (1989), no se hace una definición muy explícita *"El concepto de probabilidad se utiliza, en las condiciones de reconocimiento, con referencia al grado de incertidumbre con el que los beneficios económicos futuros asociados al mismo llegarán o saldrán de la empresa. El concepto tiene en cuenta la incertidumbre que caracteriza el entorno en que opera la empresa. La valoración del grado de incertidumbre, correspondiente al flujo de beneficios futuros, se hace con apoyo de la*

evidencia disponible cuando se preparan los EEEF. Por ejemplo, cuando es probable que una cuenta a cobrar de otra empresa vaya a ser pagada por esta, es justificable, en ausencia de cualquier otra evidencia en contrario, reconocer tal cuenta a cobrar como un activo" (epígrafe 85)

El AASB (1995) se ocupa también del problema, resultando una definición como la siguiente (refiriéndose, en este caso, a pasivos) *"El término probable significa que la oportunidad del sacrificio económico futuro es más verosímil que menos verosímil"* (SAC 4, epígrafe 67), definición que parece asimilable a requerir una probabilidad matemática mayor del 50%.

El ASB (1995), que habla de "evidencia suficiente" y no de probabilidad cuando trata los criterios de reconocimiento, se refiere a esta de la siguiente forma *"La incertidumbre es contrastada con la evidencia, cuanta mayor sea la evidencia acerca de un elemento y mejor sea su calidad, existirá menor incertidumbre relativa a su existencia, naturaleza y medida, y el elemento será más fiable"* (SOP, epígrafe 4.37) para continuar añadiendo *"Lo que constituya evidencia suficiente es una cuestión de juicio en función de las circunstancias particulares de cada caso: la evidencia debe ser adecuada, pero no necesita ser (y normalmente no podrá ser) definitiva."* (SOP, epígrafe 4.39). Como fuentes de evidencia propone: la experiencia pasada y presente relativa al elemento que se está juzgando; la experiencia pasada con elementos similares; el conocimiento del elemento así como la experiencia de otras empresas con similares activos y pasivos.

Para AECA (1999) *"El concepto de probabilidad es subjetivo, si bien debe moverse en niveles razonablemente altos"* (epígrafe 259)

Por último el FASB (1985) al referirse al término probable aclara que *"probable es utilizado en su sentido habitual, antes que en un sentido técnico o contable específico, y se refiere a lo que puede ser razonablemente esperado sobre la base de la experiencia disponible o a la lógica, pero que ni es cierto ni está probado"* (SFAC 6, epígrafe 35).

En el trabajo de Castrillo (1996) el término probable se identifica con probabilidades de ocurrencia que oscilan del 62.8 % al 80 %, el término "razonablemente posible" del 46.4 % al 80 % y "remoto" del 30 % al 40 %. Giner (2000) propone un 67 % para el término probable aplicado por el SFAS 5 a las contingencias, habida cuenta de la especificación de tres niveles (probable/ razonablemente posible/ remoto) en el citado documento (para el FASB probable significa *"likely to occur"*). La NIC 37 (IASB, 1998) sobre provisiones considera que probable es "más posible que no" (*"more likely than not"*, definición que, para el caso anterior, da el FASB a

“razonablemente posible”) aunque aclara que este concepto de probabilidad –al que podríamos asignar un valor numérico del 51 %- no se aplicará necesariamente a otros estándares.

Podemos comprobar como, en última instancia, y para elementos envueltos en una incertidumbre elevada, la decisión última de decidir lo que es o no probable, en ausencia de una norma específica, será decisión del informador. En este sentido podemos destacar el trabajo de Cuccia y otros (1995) en el que se comprobaba experimentalmente como, cuando existían incentivos a un “*reporting agresivo*” y los estándares eran ambiguos en la determinación de las probabilidades (concretamente utilizaban expresiones como “probabilidad razonable”) los decisores aprovechaban la ambigüedad con interpretaciones favorables a sus intereses (y curiosamente también lo hacían cuando la expresión era sustituida por otra numérica como “mayor de un 55 %” o “mayor de un 60 %”). También resulta relevante en este contexto recordar las características del tratamiento de la probabilidad por los decisores humanos expuesta en el apartado 3.3 del capítulo anterior, de donde podríamos deducir que distinciones tan sutiles como “más posible que no” o “probabilidad superior al 51 %” pueden no tener sentido cuando deben ser aplicadas e interpretadas por personas y no por sistemas informáticos.

4.3.- La prudencia como referente

Otro de los puntos comúnmente aceptados es el relativo a que la información debe ser prudente, la prudencia se constituye, en el caso que nos ocupa, como un referente importante a tener en cuenta al tratar los problemas ocasionados por la incertidumbre.

El criterio de prudencia no debe ser, en cualquier caso, una limitación para tratar con la incertidumbre o una excusa para no afrontarla y en este sentido se manifiestan los distintos pronunciamientos, para el FASB (1980) (SFAC 2, epígrafe 95) “*el conservadurismo consiste en una reacción prudente ante la incertidumbre que intenta asegurarse de que los riesgos e incertidumbres inherentes a los negocios son consideradas de manera adecuada*”, de esta forma ante previsiones igualmente fiables será prudente decantarse por la menos optimista, pero ante previsiones de diferente fiabilidad no deberemos inclinarnos por la menos optimista antes que por la más razonable. El IASB (1989, epígrafe 37) advierte acerca de lo que el ejercicio de la prudencia no permite, entre otros “...*la minusvaloración deliberada de activos o ingresos ni la sobrevaloración consciente de obligaciones y gastos*”, el ASB (1995) define la prudencia como (SOP,

epígrafe 2.20) "... una actitud mental que requiere un cuidadoso asesoramiento de la incertidumbre y una vigilancia de los riesgos posibles".

4.4.- El criterio de economicidad como criterio de corte.

El análisis coste beneficio de la información es aceptado generalmente como un criterio que se debe utilizar para restringir la inclusión de determinada información dentro de los EEEF (junto a otros como la oportunidad, el equilibrio entre las cualidades de la información y, en otro nivel la materialidad). Haciendo referencia a este criterio conviene señalar la importancia que el FASB (1978) le da a un coste de divulgar información que no es recogido por los demás pronunciamientos, es el caso del coste de la que se podría llamar "información sensible", aquella cuya revelación pueda suponer desventajas frente a la competencia (como la información de carácter estratégico) o de otro tipo (como podría ser la información sobre litigios, reclamaciones o determinadas contingencias) (SFAC 1, epígrafe 23). Este coste estará muy presente a la hora de calibrar la inclusión o no de determinados pasivos en entornos de elevada incertidumbre.

5.- EL TRATAMIENTO DE LAS PROVISIONES Y LOS PASIVOS CONTINGENTES.

En el límite que separa cuales son los elementos susceptibles de ser incluidos en los EEEF como pasivos y cuales no, se encuentran las provisiones y los pasivos contingentes. Serán estos elementos los que, por la mayor incertidumbre que les caracteriza, supongan mayores problemas para los reguladores y para aquellos que tienen que tomar la decisión acerca de su reconocimiento y medida como pasivos². Precisamente esta circunstancia dota de un interés especial al análisis de los pronunciamientos relativos a provisiones.

5.1.- Definición de provisión y pasivo contingente

El IASB modificó su NIC 10 "*Tratamiento contable de las contingencias y de los sucesos acaecidos tras el cierre del balance*" (IASB, 1978) que regulaba la problemática de la provisiones, sustituyéndola, en la parte referente a provisiones y contingencias, por la NIC 37 "*Provisiones, pasivos contingentes y activos contingentes*" (IASB, 1998), en vigor para los ejercicios contables que empezaran a partir de Julio de 1999. Esta norma internacional

² La definición realizada de los distintos tipos de obligación y los hechos que la motivan es, en la NIC 37, mucho más detallada que la que se contempla en el marco conceptual a la hora de definir lo que es un pasivo, una muestra del carácter fronterizo de las provisiones como pasivos.

fue desarrollado conjuntamente con la FRS 12 del mismo nombre (ASB, 1998) con la que coincide en todos los aspectos fundamentales (como el mismo FRS 12 señala en su apéndice VI).

La nueva norma determina, de manera mucho más clara que la anterior, que situaciones suponen el reconocimiento de una provisión y cuales no, separando claramente los conceptos de provisión (que es un pasivo que satisface las condiciones de reconocimiento y como tal es incluido en los EEFF) y pasivo contingente (elemento que o bien no responde a la definición de pasivo o bien, siendo un pasivo, no satisface las condiciones de reconocimiento y, por lo tanto, no es susceptible de ser incluido en los EEFF). Esta distinción resulta más clara que la realizada por la NIC 10 entre contingencias reconocibles y no reconocibles dentro de los EEFF en función de determinadas circunstancias.

¿Cuál es entonces la característica fundamental de una provisión?. Básicamente que se trate de un pasivo en el sentido en el que el marco conceptual los define. ¿Cuál es la diferencia entre las provisiones y el resto de los pasivos?. La existencia, en el caso de las provisiones, de una mayor incertidumbre acerca del momento y/o la cantidad de la transferencia de beneficios futuros.

Por su parte, un pasivo contingente será:

- Una posible obligación surgida de hechos pasados que, para confirmarse, depende de la ocurrencia de determinados hechos futuros que no están completamente bajo el control de la sociedad.

- Una obligación cierta surgida de hechos pasados que: o probablemente no supondrá una transferencia de beneficios futuros, o bien no resulta posible estimar con razonabilidad suficiente su importe³.

En otras palabras, cuando no se cumplen los requisitos que establece el marco conceptual para que el elemento se considere como pasivo, o bien cuando, existiendo un pasivo, este no puede ser reconocido y medido (aunque es necesario informar acerca de la existencia de los pasivos contingentes cuando la información sea relevante).

El estándar australiano AASB 1044 "*Provisions, Contingent liabilities and contingent assets*" AASB (2001) trata de manera similar la problemática de provisiones y contingencias (incluso comparte algunos ejemplos y su

³ Este último caso se considera, explícitamente, como excepcional.

árbol de decisión es prácticamente el mismo). Su primer ejercicio de aplicación es el 2002.

En EEUU es el SFAS 5 (FASB, 1975) "Accounting for Contingencies" el que regula la materia, también considera las provisiones como pasivos inciertos. La diferencia más notable se encuentra en la definición de probable en el sentido indicado en el punto 4.2 que parece establecer un requerimiento de menor incertidumbre para reconocer una provisión.

5.2.- Otras características de las provisiones

5.2.1.- La obligación.

Como se recogía en el apartado dedicado a la definición del elemento pasivo, la concreción de lo que se considera obligación y de cuando aparece, se encuentra mucho más detallada dentro de la norma sobre provisiones que en el propio marco conceptual. La NIC 37 incluye una serie de aclaraciones al concepto. Entre ellas destacamos las siguientes:

Los hechos pasados que determinan la existencia de una obligación (*past obligating event*) y cuya ocurrencia a la fecha de los EEEF resulta determinante para la existencia de la obligación son aquellos que no dejan a la sociedad ninguna otra alternativa realista que la de afrontarla y esto solo sucederá cuando:

.- La obligación se debe cumplir por imperativo legal.

.- Existe una obligación constructiva donde el hecho pasado determinante⁴ ha creado una expectativa válida en otras partes relativa a que la entidad hará frente a la obligación.

.- La obligación debe ser existente a la fecha de los EEEF y no depender de actuaciones futuras de la compañía.

.- La obligación es frente a una tercera parte, aunque esta tercera parte puede ser desconocida, o tratarse de toda la sociedad (por ejemplo en el caso de daños medioambientales).

Se puede observar como se han delimitado los requisitos que debe reunir una obligación de una manera mucho más completa que el MC, en

⁴ Una norma de conducta establecida por la actuación de la empresa, una política publicada, un estándar lo suficientemente establecido.

este sentido, las provisiones demuestran su carácter de límite entre la información que "cabe" en los EEFF por lo que al pasivo respecta. El IASB, al enfrentarse a la regulación de estos pasivos, es cuando se ve en la necesidad de concretar el concepto de pasivo en la mayor medida posible.

5.2.2.- El uso de estimaciones

La norma trata con detenimiento el uso de estimaciones para valorar provisiones, estableciendo como objetivo principal el determinar la "*mejor estimación posible*". Se considera como la mejor estimación posible a aquella cantidad que la sociedad pagaría razonablemente por cancelar el pasivo en la fecha de los EEFF y como elementos de juicio que ayudarán a su cálculo se proponen la experiencia de la empresa y, en su caso, el asesoramiento por parte de expertos externos. La evidencia proporcionada por los hechos sucedidos tras el cierre deberá ser utilizada cuando sea útil para mejorar la exactitud de las provisiones. Si la provisión se refiere a un grupo de elementos homogéneos (como distintas ventas de un mismo producto susceptibles de defectos de fabricación) se puede utilizar el valor esperado como técnica de estimación. También se propone, cuando el efecto del tiempo en la valoración sea material, la utilización del valor actual de los flujos de caja futuros. A la hora de utilizar técnicas de descuento se recuerda el papel de la inflación y el riesgo (considerados en los tipos de descuento o ajustando los flujos de caja estimados). Debe proporcionarse información acerca de la incertidumbre relativa a las estimaciones. La evolución futura de todas aquellas circunstancias que rodean a los hechos considerados deben ser tenidos en cuenta en las estimaciones.

5.2.3.- Las contingencias

El criterio de prudencia determina el tratamiento asimétrico de las contingencias positivas y negativas, en palabras de Giner (2000, Pág. 393) "Según el FASB las (contingencias) favorables nunca se reconocen, mientras que el IASB es un poco más tolerante al permitirlo cuando son virtualmente ciertas.". De hecho la NIC 37 dice en su epígrafe 22 que cuando el flujo de entrada de recursos (*income*) es virtualmente cierto entonces " El activo relacionado no es un activo contingente y su reconocimiento es adecuado", luego no existe una figura simétrica a las provisiones para los activos. Si las contingencias favorables son probables se deberá informar en la memoria aunque no se reconozcan.

5.3.- El tratamiento contable de la provisiones en España.

En nuestro país el pronunciamiento que regula específicamente la contabilización de provisiones, junto a la regulación más general recogida en el PGC, es el documento nº11 de AECA (emitido en 1988 y revisado en 1991). Este documento, como se desprende del análisis realizado por Castrillo (1996), recoge bajo la denominación de provisión lo que, para los estándares internacionales aquí estudiados serían tanto provisiones como pasivos contingentes. Así para Castrillo (1996, Pág. 55) *"Las provisiones son el instrumento contable válido para el tratamiento de aquellas contingencias empresariales de carácter específico, que afecten al periodo en que se ponen de manifiesto y que, aun siendo su ocurrencia altamente probable, se confirmarán en el futuro por no existir a la fecha de cierre del ejercicio la certeza absoluta de que acontezcan. Pero las provisiones también serán utilizadas para representar sucesos ciertos que afectan al periodo en que se ponen de manifiesto, pero sobre los cuales se desconoce alguno de sus datos"*. De la misma opinión son Sáez y Martín-Casal (2000, Pág. 204) *"La normalización contable española ha recogido bajo la misma denominación provisiones, pasivos estimados, y contingentes, lo que causa confusión"*. Giner y otros (1999, Pág. 149) consideran que *"Si bien para el IASC las provisiones son deudas, la postura de AECA resulta menos clara, ya que considera la provisión de pasivo como un pasivo probable, si bien en la medida que el hecho se produzca, se trata de un autentico pasivo(epigrafe 1.2.4.). Esta definición se aproxima a la idea de pasivo contingente del IASC, entendido como pasivo posible"*.

La consecuencia práctica es que hoy, en España, se pueden contabilizar como provisiones determinados elementos que no se podrían incluir en el pasivo de un balance siguiendo pronunciamientos internacionales. Determinadas provisiones (las correspondientes a determinados pasivos contingentes), se incluyen en el pasivo del balance sin responder enteramente a la definición de pasivo, incumpliendo, incluso, las normas de reconocimiento de un pasivo recogidas en el nuevo marco conceptual de AECA (al no adquirirse *en firme* la obligación de desprenderse de recursos que incorporen la probabilidad de obtener recursos futuros). El establecimiento de las circunstancias que delimitan la obligación no resulta lo suficientemente claro.

No se debe olvidar que el Documento nº 11 se encuentra en sintonía con la antigua NIC 10, referente regulador en materia de contingencias y provisiones en la fecha en la que fue elaborado el documento de AECA. También es muy anterior a la publicación del MC de AECA.

Por otro lado se echa en falta en nuestro ordenamiento contable una mayor precisión en la regulación de algunas provisiones en particular, como la de reestructuración (ampliamente recogida por la NIC 37) o la debida a motivos medioambientales⁵ (que en ocasiones suponen importes muy elevados en los EEFF, sobre todo la primera), así como recomendaciones precisas relativas a los métodos de estimación de los importes de las provisiones permitiéndose una gran discrecionalidad en su valoración. Todo ello supone una importante falta de comparabilidad y la dificultad para un usuario externo de llegar a sus propias conclusiones acerca de la razonabilidad de las cifras incluidas en los EEFF.

El uso por parte de la norma contable de los enfoques del riesgo técnico (principalmente) y psicológico, en el sentido recogido en el capítulo primero, resulta claro. La medición del riesgo se considera posible, deseable y, aun más, necesaria para incluirlo dentro de los EEFF. A medida que aumenta la incertidumbre (en el sentido que le dábamos en el capítulo 1 de "probabilidad desconocida"), a medida que las probabilidades de ocurrencia comienza a ser más subjetivas, las técnicas de medida deben ser más sofisticadas y se hace necesario utilizar estimaciones de cantidades y probabilidades, técnicas de descuento, etc. al ampliarse el abanico de elecciones posibles se considera que el usuario externo necesita más información para poder evaluar con sus propios criterios las distintas situaciones y ajustar las valoraciones realizadas por la empresa a sus particulares percepciones. Llegado a un grado de incertidumbre determinado la valoración deja de ser posible, los criterios de reconocimiento y medida del sistema contable se ven superados y queda establecida, aunque de manera ambigua, la frontera con la incertidumbre. Esta frontera no es la misma para los activos y para los pasivos, la asimetría en el tratamiento de los mismos determina que el sistema contable es capaz de asimilar más incertidumbre en sus pasivos, vía provisiones, que en sus activos, donde no posee un mecanismo similar.

⁵ En el momento de revisar este trabajo aparece publicado en el BOE de 4 de abril de 2002 la resolución de 25 de marzo de 2002 del ICAC donde se tratan estas provisiones, ampliando a todos los sujetos contables la regulación contable sectorial recogida en el RD 437/1998 de 20 de marzo.

CAPITULO 4: Nuevas propuestas informativas

1.- INTRODUCCIÓN

En el capítulo anterior estudiamos las herramientas que proporcionan los MC de la contabilidad financiera para tratar con el riesgo y la incertidumbre de manera sistemática, no obstante, la necesidad de proporcionar una información acerca del riesgo empresarial más completa y ambiciosa que la suministrada por estos mecanismos contables "tradicionales" ha sido puesta de manifiesto desde diversos organismos de naturaleza contable (AICPA, AAA, ICAEW o IOSCO). A través de nuevos informes específicos o incluyendo nuevos contenidos en los ya existentes, de manera voluntaria o como parte de la información obligatoria, las distintas propuestas han abordado el problema desde diferentes perspectivas. En este capítulo vamos a analizar las recomendaciones informativas explícitamente orientadas a este objetivo así como algunas normas que tienen su origen en las mismas, para ello hemos tomado como referencia cuatro informes, procedentes todos ellos del entorno anglosajón: dos han sido elaborados por comités pertenecientes al AICPA estadounidense, y dos, más recientes, elaborados por el ICAEW británico.

Es importante destacar que, a pesar de lo propuesto en los informes anteriores, estos no han impulsado hasta la fecha nuevos requerimientos informativos obligatorios específicamente orientados a la revelación de información sobre el riesgo a excepción de la norma estadounidense SOP 94-6 *Statement of position: Disclosure of Risks and Uncertainties and financial flexibility* (AICPA, 1994).

También incluiremos una discusión sobre determinados informes, algunos de carácter obligatorio, que incluyen o pueden incluir información sobre factores de riesgo de tipo general y que acompañan a las cuentas anuales y a las ofertas públicas de valores negociables en los mercados bursátiles.

En la medida en la que el papel que ocupe la gestión de riesgos en la gestión efectiva de las empresas influirá de una manera u otra en la dinámica de sus estrategias informativas, hemos considerado interesante realizar un análisis de las últimas tendencias en la gestión de riesgos (como parte del Control Interno y las prácticas de gobierno corporativo y en relación a las funciones de auditoría interna y externa).

Respecto al marco espacial tomado como referencia ha sido el siguiente: Estados Unidos, Gran Bretaña y Alemania porque en ellos se han originado las propuestas y normas más interesadas en el tratamiento del riesgo; organismos internacionales como el IASC o el IOSCO por su vocación integradora y unificadora, y España por razones obvias.

2.- PROPUESTAS Y RECOMENDACIONES.

Como ya señalamos en la introducción los informes a considerar serán los emitidos por comités pertenecientes al AICPA estadounidense (*Report of the Task Force on Risk and Uncertainties*, AICPA, 1987, y *Improving Business Reporting-A customer Focus*, AICPA, 1994) y los elaborados por el ICAEW británico (*Financial Reporting on Risk. A Proposal on Risk Reporting*, ICAEW, 1997 y *No Surprises. The Case for Better Risk Reporting*, ICAEW, 1999).

2.1.- Informe del Executive Committee's Task Force on Risk and Uncertainties (AICPA, 1987)

El informe, elaborado por el "Grupo de trabajo sobre riesgo e incertidumbre" del AICPA (*Executive Committee's Task Force on Risk and Uncertainties*, AICPA, 1987), constituye probablemente el primer trabajo encaminado de manera explícita hacia la elaboración de una norma contable que contemplara una serie de áreas de riesgo específicas cuyo conocimiento se consideraba de especial importancia para los usuarios de los estados financieros. El comité propuso una serie de recomendaciones relativas a la inclusión de nuevos contenidos informativos, que fueron posteriormente introducidos por el *Statement of Position 94-6 Disclosure of*

Certain Significant Risks and Uncertainties (SOP 94-6)¹. Según el mismo, las empresas deberán informar de los riesgos e incertidumbres que se puedan derivar de las siguientes circunstancias:

.- La Naturaleza de sus operaciones: Los Estados Financieros deberán incluir una descripción de los principales productos y servicios que comercializa la compañía en sus diferentes mercados incluyendo la localización de estos mercados, la importancia relativa de cada producto o servicio y línea de negocio, así como determinadas características generales de sus clientes como el importe de las ventas a crédito o las concentraciones por mercado y área geográfica. No es obligatorio cuantificar la información, pudiéndose utilizar términos como "predominantemente", "aproximadamente igual" y similares para evaluar las diferentes relaciones.

.- El uso de estimaciones en la preparación de los estados financieros: Se debe informar explícitamente a los usuarios de la necesidad de utilizar estimaciones para el cálculo de determinadas cantidades incluidas en los estados financieros con las inherentes limitaciones en su precisión. Se trata de un párrafo informativo de tipo estándar ("*boilerplate*" en terminología anglosajona) que podría ser idéntico para cualquier empresa.

.- Determinadas estimaciones especialmente significativas: No obstante la obligación recogida en el punto anterior, en algunos casos, se deberá incluir información específica acerca de ciertas estimaciones cuando se den en ellas, de manera simultánea, las siguientes circunstancias:

- Que sea razonablemente posible que la estimación del efecto causado en los estados financieros por una condición, situación o conjunto de ellas, existentes en la fecha de elaboración de los estados financieros, pueda verse modificada en el corto plazo por la concreción futura de determinados hechos. En otras palabras, que los escenarios futuros considerados para el cálculo puedan variar de tal manera a corto plazo con respecto a los estimados que

¹ Parte de los principios de contabilidad generalmente aceptados de los Estados Unidos (USA GAAP), publicado en 1994 y dirigido a compañías lucrativas y no lucrativas que informen en conformidad con los USA GAAP. No constituye un informe aparte, la información que requiere se debe incluir como parte de los estados financieros básicos.

las cifras reales varíen significativamente con respecto a las recogidas en los EEFF de la empresa.

- Que el efecto del cambio sea material para los estados financieros (material en el sentido de que el cambio podría dar lugar a interpretaciones diferentes sobre la situación financiera de la sociedad)

.- Vulnerabilidad debida a concentraciones: Esta vulnerabilidad existe cuando la entidad esta expuesta a una pérdida mayor de la que se produciría en el caso de haber atenuado la concentración de riesgo a través de estrategias de diversificación. Las concentraciones solo se contemplarán cuando se refieran a funciones que no puedan ser reemplazadas con facilidad. Se deberá informar al respecto cuando concurren todas las siguientes circunstancias:

- La concentración existe a la fecha de los estados financieros.

- La concentración hace vulnerable a la empresa de modo acusado, exponiendo su situación financiera, en el corto plazo, a un impacto severo. La empresa podría ver alterado su normal funcionamiento si se produjeran determinadas circunstancias adversas.

- Es posible que, a corto plazo, se puedan producir estas circunstancias desfavorables.

Alguno de los requerimientos informativos recogidos en el SOP 94-6 son similares a otros presentes en normativa emitida por el FASB -como los SFAS 5 sobre contingencias, el SFAS 131 acerca de información segmentada - y por la SEC.

2.2.- Informe del Special Committe on Financial Reporting (AICPA, 1994).

Un comité² del AICPA, en 1994, publicó un informe cuyo objetivo consistía en recoger las reformas de los informes financieros obligatorios emitidos por las empresas estadounidenses que se consideraban prioritarias

² También denominado Comité Jenkins

para mejorar la utilidad de la información para sus usuarios (el informe consideró como usuarios principales a los inversores profesionales y a los acreedores, no contemplando ningún otro). Los resultados del trabajo pusieron de manifiesto cuales eran las áreas informativas consideradas de mayor interés, dos de ellas hacían referencia al riesgo, se trataba de las áreas denominadas en el informe "riesgos y oportunidades del negocio" y "la incertidumbre de medida" que se encontraban definidas de la siguiente forma:

a) *Riesgos y oportunidades del negocio*³: los usuarios de los estados financieros requieren información acerca de los riesgos y oportunidades, especialmente acerca de los riesgos. Las características exigidas a este tipo de información son principalmente las siguientes: información específica, clara, centrada en el corto plazo y en la empresa (y no en factores comunes a la industria) y de naturaleza preferentemente cuantitativa.

El objetivo que debe tener la información es la identificación de los factores de riesgo y de las oportunidades antes que la interpretación de los mismos (que corresponde al usuario). Específicamente resultan de interés: aquellos factores derivados de concentraciones en activos, clientes o proveedores, área geográfica, etc.; aquellos que puedan ocasionar problemas de liquidez a la compañía; los relacionados con el medio ambiente y los que se derivan del uso de instrumentos financieros derivados. La información aumenta su importancia en la medida en la que lo hacen las cantidades involucradas y la posibilidad de cuantificarlas.

También se puso de manifiesto como la posibilidad de permitir elevados grados de discrecionalidad en cuanto a la información a suministrar se consideraba una limitación importante a su efectividad aunque tampoco existió un acuerdo en cuanto a como definir de forma precisa la información que debería incluirse en los estados financieros.

Como técnicas útiles de cuantificación se proponían los test de estrés y los análisis de sensibilidad⁴. Se establecen de esta manera las consecuencias que tienen los factores de riesgo para los estados financieros

³ Considerados como aquellas circunstancias beneficiosas o perjudiciales para la empresa que no son activos o pasivos. Específicamente, las oportunidades se entienden como aquellos aspectos positivos para la empresa que no están ocurriendo.

⁴ Ver el anexo 1 relativo a medidas de riesgo

de las empresas así como su sensibilidad frente a variaciones extremas de los mismos.

Entre los inconvenientes de suministrar este tipo de información destacaron: las posibles desventajas competitivas ocasionadas por revelar información a los competidores; los elevados costes de elaboración que pueden resultar excesivos para las compañías pequeñas; la posibilidad de exponerse a litigios al ofrecer información previsional de carácter incierto de la que habría que responder en el futuro si las previsiones resultaran erróneas; la difícil cuantificación de la información solicitada así como el hecho de acometer un trabajo que, podría considerarse, corresponde antes a los analistas externos que a los contables de las compañías.

b) Incertidumbres de medida. La incertidumbre asociada a las estimaciones que son utilizadas para calcular determinados activos y pasivos repercute sobre los mismos. Estos activos y pasivos no deben tener una apariencia más cierta en los estados financieros que la de aquellas estimaciones a partir de las cuales han sido calculados. ¿Cuándo se hace necesario informar sobre este aspecto? Se entendía necesario aportar la máxima información en cada caso siempre que de ello no se derivaran desventajas competitivas.

2.3.- Los informes del ICAEW

Los documentos *Financial Reporting on Risk. Proposals for a Statement of Business Risk* (ICAEW, 1997) y *No surprises - the Case for Better Risk Reporting* (ICAEW, 1999) constituyen un conjunto de propuestas orientadas hacia la elaboración de un informe financiero, independiente de los EEFf tradicionales, y específicamente dedicado a revelar el riesgo que afecta a la actividad de las empresas. Se dirige principalmente a las grandes compañías que cotizan en mercados organizados y la periodicidad propuesta es la anual. En una primera fase de adaptación, se consideró que su elaboración podría tener carácter voluntario, presentándose como anexo a los informes anuales obligatorios, siendo los diferentes organismos reguladores los que deberían considerar si, con el tiempo, pasaría a formar parte de las cuentas anuales obligatorias auditadas. Hasta la fecha actual la repercusión de la propuesta ha sido escasa y el informe no es obligatorio.

Bajo el ambicioso objetivo de este informe se deberán tener en cuenta todos aquellos tipos de riesgo asociados a la actividad de cada

compañía, al tiempo que se incluirá información acerca de como estos son gestionados por la empresa. La utilidad de este tipo de información, como la de cualquier otra, estará en función de la comparabilidad y verificabilidad de la misma, por lo tanto se deberán desarrollar las medidas adecuadas de forma más concreta que la recogida en la propuesta, que no incluye fórmulas precisas.

En términos generales el proceso de elaboración del informe seguirá las siguientes fases:

- a) Identificar los riesgos clave para el negocio así como su probabilidad de ocurrencia y la relevancia o impacto para la empresa.
- b) Describir las acciones dirigidas a gestionar el riesgo.
- c) Exponer las medidas utilizadas y la monitorización o procedimiento de control empleado.
- d) Tratamiento de los problemas que genera la redacción final y la emisión del informe.

a.- Identificar los riesgos clave para el negocio así como su probabilidad y relevancia. Para ello se recomienda realizar una clasificación sistemática del riesgo por naturaleza o fuente (como la recogida en el apartado 2.1.4 del primer capítulo) que ayude a contemplar todos los posibles riesgos a que está sometida la actividad empresarial.

Algunos de los tipos de riesgo a los que están sometidas las compañías son inherentes a la actividad que desarrollan y a los mercados en los que lo hacen y por tanto el usuario "razonablemente bien informado" al que se dirige el informe debería estar al corriente de los mismos. Este hecho no es óbice para que la propuesta considere que deban incluirse en el informe aunque la precisión informativa será mayor acerca de aquellos otros riesgos menos característicos como los asociados a nuevas actividades, nuevos mercados, etc.

b.- Descripción de las acciones tomadas para gestionar el riesgo. El tipo de riesgo a contemplar será el *riesgo bruto* (el riesgo total al que se enfrenta la empresa antes de aplicar políticas de gestión del riesgo) junto con la gestión del mismo. Esta opción supone informar acerca de todo el

riesgo significativo para la compañía y de la forma en la que este se maneja antes que informar sobre el *riesgo neto* o *remanente de riesgo* que permanece tras la gestión.

c.- Medidas utilizadas y control empleado. Las medidas del riesgo que se utilicen serán una de las claves de la utilidad del informe. La credibilidad y comparabilidad de los mismos dependerá en gran medida del desarrollo de nuevas y mejores medidas. Los informes no se deben centrar en el riesgo más fácilmente cuantificable sino en aquel que resulta importante para la compañía. Entre los diversos tipos de medidas del riesgo propuestas se distingue entre los siguientes grupos:

.- Medidas contables. Los EEFF en su formato actual contienen información sobre el riesgo al contemplar conceptos como las contingencias y las provisiones, aunque estos contenidos recogen factores de riesgo, solo abordan el problema de manera fragmentada y sin tener como objetivo la visión global, no obstante son considerados como un punto de partida válido.

El problema fundamental con el que se encuentran las estimaciones contables es el de asignar probabilidades de realización a los eventos futuros, por otra parte, en muchas ocasiones, el uso de valores esperados no resulta indicativo para el usuario final de la información de la probabilidad de ocurrencia de los hechos provisionados ni del rango de los flujos de caja asociados. Por lo tanto, las medidas contables deberán estar acompañadas de información acerca de los métodos de cálculo empleados, del rango de los valores considerado, de los factores desestimados por poco probables, etc.

Algunas medidas propuestas de entre las asociadas a datos contables serían los análisis de ratios, procesos de calificación crediticia, medidas de concentración de riesgo, análisis de tendencias, etc.

.- Medidas no contables. Existen riesgos acerca de los cuales no es posible informar utilizando exclusivamente medidas contables por no ser estas capaces de medirlos adecuadamente o bien por medirlos demasiado tarde como para poder instrumentar medidas correctoras. Ejemplos de estas medidas son el riesgo de perder y reclutar personal altamente cualificado o el derivado de defectos de calidad percibidos por los clientes. El uso de medidas de riesgo no contables se hace necesario en estos casos (para los

ejemplos anteriores se proponen: el número de candidatos frente al coste de la selección, los niveles salariales y de incentivos necesarios para retener al personal clave, el tanto por cien de defectos por un número determinado de productos, número de reclamaciones recibidas, etc.)

Como otras medidas no contables se proponen los análisis de sensibilidad y el valor en riesgo (*value at risk*).

d.- Problemas derivados de la redacción y publicación del informe. Se consideró que, como consecuencia del informe, se podían derivar litigios o responsabilidades legales para las empresas emisoras y sus administradores. Principalmente a causa del suministro de información acerca del futuro de la empresa que, lógicamente, podía no coincidir con el desarrollo efectivo de los hechos. Para evitar este tipo de problemas la propuesta recomienda adjuntar un párrafo de tipo genérico en el que se especifique que los factores de riesgo enumerados no son los únicos posibles y que existe la posibilidad de cambios debidos a sucesos, controlables y no controlables, posteriores a la redacción del informe. Se entendía que la inclusión como parte de las cuentas anuales de este tipo de informes no debería suponer mayores responsabilidades legales que las derivadas de la información actualmente incluida.

3.- OTROS INFORMES

Información relacionada con el riesgo se encuentra también en los siguientes informes:

a) Informes presentados en el momento de la emisión de valores negociables.

- El "Folleto de Emisión" (regulado por el RD 2590/1998) acompaña a las ofertas públicas de valores negociables en España y debe ser presentado ante la CNMV. Entre sus contenidos se encuentra la información necesaria acerca de aquellos "*factores más significativos que influyen en la evolución de las ventas, costes, márgenes de resultados, inversiones y estructura financiera de forma que cada uno de los principales riesgos a que están expuestas las actividades de las entidades se definan de forma comprensible para los inversores*".

.- En Estados Unidos, aquellas empresas que comiencen a cotizar en bolsa deben presentar el S-1 *registration statement*, que contempla un epígrafe titulado "factores de riesgo" bajo el que se debe informar acerca de las condiciones que podrían convertir las ofertas de acciones en especulativas o de alto riesgo, condiciones como serían: la falta de operaciones rentables en el momento presente, la posición financiera del oferente o la naturaleza de la actividad ejercida, etc.

.- El IOSCO emitió en 1998 una propuesta donde recomienda a las empresas que cotizan en bolsa realizar un informe que incluya todos los mercados mundiales en los que opera la compañía. El informe sería emitido principalmente por compañías que cotizan por primera vez en mercados bursátiles y aquellas que ofertan instrumentos financieros de alto riesgo. En la composición de este informe se recomienda incluir, explícitamente aunque entre otros aspectos, información relativa a los "factores de riesgo" que afectan a la compañía cuando de ellos se pueda calificar la emisión como "especulativa" o de "alto riesgo".

b.- Informes que acompañan a las cuentas anuales obligatorias o que constituyen parte integrante de las mismas

.- El MD&A o *Management's Discussion and Analysis* (discusión y análisis de la gestión), este informe, obligatorio e incluido en las cuentas anuales elaboradas bajo los USA-GAAP (parte del documento 10-k), tiene carácter principalmente narrativo y está orientado a proporcionar una visión de la empresa a través de los ojos de la gerencia (comparable en cierto modo al Informe de Gestión en España). Se analiza la gestión empresarial a corto y a largo plazo incluyendo las perspectivas futuras de la entidad. Este informe debe facilitar a los inversores formarse una opinión documentada sobre la calidad de los beneficios empresa y la medida en la que el desempeño pasado reflejado en los EEFF es un indicador adecuado del potencial futuro de generar flujos de tesorería. El MD&A hace alusión de manera indirecta a los factores de riesgo al reclamar información acerca de las diversas variables y factores de carácter cualitativo y cuantitativo necesarios para comprender y evaluar la compañía, así como la relación de todas aquellas circunstancias en conocimiento de la dirección que pudieran resultar en que la información presentada en los estados financieros no fuera indicativa del futuro de la compañía así como acerca de aquellas "*tendencias conocidas, acontecimientos e incertidumbres que hayan tenido o que razonablemente se espere vayan a tener efectos materiales en*

la posición financiera de la compañía o en el resultado de sus operaciones" (MD&A , puntos 7 y 7a).

.- El informe anual 20-F que deben elaborar obligatoriamente dentro de los seis meses posteriores al cierre de cuentas aquellas compañías extranjeras que cotizan en mercados estadounidenses (incluye los EEFF de la empresa redactados bajo los estándares contables del país de origen junto a algunas conciliaciones con los US-GAAP así como determinada información accesoria y sustituye al 10-k para este tipo de empresas) debe incluir, entre otra, información relativa a aquellos factores de riesgo específicos de las operaciones o actividades de la compañía que puedan tener impacto futuro en las finanzas como serían la dependencia de grandes clientes o proveedores, la dependencia energética, o de regulaciones estatales, etc. También contempla las incertidumbres (contingencias) que pudieran desvirtuar la información financiera actualmente presentada (como en su momento fue el efecto 2000), así como el riesgo asociado a la utilización de determinados instrumentos financieros.

.- En el Reino Unido el OFR *Operating and Financial Review* (ASB, 1993) es un informe de carácter voluntario, que incluye los riesgos e incertidumbres entre otros temas diversos. Su objetivo consiste en hacer comprender al usuario la naturaleza y dinámica del negocio y, aparte de incluir tendencias y factores que afectaron a la empresa en el ejercicio correspondiente debe "*Incluir una discusión que identifique los principales riesgos e incertidumbre que afectan a las principales áreas del negocio, junto con un comentario, en términos cualitativos, relativo a la manera en la que dichos riesgos e incertidumbres son gestionados, así como la naturaleza del posible impacto en los resultados*" (algunos ejemplos serían una escasez de materias primas, la dependencia acusada de determinado clientes o proveedores, sensibilidad ante fluctuaciones de tipos, etc.). No especifica la forma exacta del informe y se orienta a compañías que cotizan en bolsa y grandes empresas.

.- En Alemania como parte de la ley sobre control corporativo y transparencia (Kon TraG, 1998) se ha emitido una norma (289 I y 315 I HGB, efectiva para ejercicios posteriores al 31/12/98) bajo la cual debe incluirse en los EEFF anuales información relativa al riesgo que afecte a acontecimientos futuros como parte del informe de la dirección que acompaña a las CCAA, los auditores deberán declarar que el informe de la

dirección refleja una imagen fiel de los riesgos asociados a estos futuros acontecimientos. Los requisitos específicos no están determinados por la ley sino que serán los que se desprendan de la normativa general sobre información contable, Kajüter (2001) interpretando la ley, considera que estos requisitos serían (considerado el riesgo como el potencial de pérdidas) los siguientes: solo se deberán incluir los que tengan una probabilidad razonable de ocurrir y efectos materiales (que afecten a la supervivencia de la sociedad o tengan impacto significativo en su posición financiera); la información presentada será precisa y comprensible, no de tipo enunciativo y generalista; deberá incluir referencias a los posibles efectos sobre la empresa de los factores de riesgo así como sus probabilidades de ocurrencia detallar los procesos de gestión del riesgo. La información puede incluirse en una sección específica o junto a otras partes de las cuentas anuales.

También se ha elaborado un borrador D-GAS 5 (noviembre, 2000) dirigido a la introducción de un informe específico de riesgo que sería obligatorio para los grupos de sociedades. Más explícito en cuanto a su contenido, se constituiría en un informe separado que incluiría una exposición de los sistemas de gestión del riesgo y de las categorías de riesgo determinadas por el mismo, prestando atención especial a las concentraciones. Se trataría de un informe auditable cuyo contenido debería, en lo posible, ser de carácter cuantitativo.

4.- INFORMACIÓN SOBRE RIESGO, CONTROL INTERNO Y GOBIERNO CORPORATIVO.

El *Committee of Sponsoring Organizations* de la *Treadway Commission* (COSO) publica en 1992 el informe "*Internal Control-Integrated Framework*" que se constituyó en el principal marco de referencia en lo referente al concepto y evaluación del control Interno. En el se inspirarán los pronunciamientos posteriores más significativos. Este informe -de aplicación voluntaria para empresas estadounidenses- define el control interno como:

"Un proceso efectuado por el consejo de administración, la dirección y el resto del personal de una organización diseñado con el objeto de proporcionar un grado de seguridad razonable en cuanto a la consecución de los objetivos dentro de las siguientes categorías: Eficacia y eficiencia de la operaciones; fiabilidad de la información financiera, cumplimiento de las leyes y normas aplicables" (Pág.13)

El informe COSO recoge como uno de los principales componentes del control interno y como uno de los criterios de evaluación de su efectividad a la identificación, la evaluación y control de los riesgos derivados tanto de factores internos como externos. En el mismo sentido se han manifestado otros documentos sobre control interno como el emitido en 1995 por el Instituto canadiense de auditores CICA "*Guidance for Directors-Governance Processes of Control*" (conocido por informe COCO iniciales de *Criteria of Control*).

El informe COSO considera que asegurar la fiabilidad de la información financiera y el cumplimiento de la norma son objetivos del control interno aunque no prioritarios. El principal usuario del control interno es la dirección como responsable última del mismo antes que los usuarios externos.

La vinculación entre un adecuado control interno, la gestión del riesgo como uno de sus componentes más importantes, y el buen desempeño de la dirección (el denominado "gobierno corporativo" o "*corporate governance*") se ha constituido en la materia de diferentes informes, alguno de los cuales ha llegado a ser de obligatorio cumplimiento. De esta manera la gestión del riesgo pasa a considerarse como una de las funciones prioritarias de la dirección, a la vez que esta se constituye en el centro del control interno. Los informes relativos al gobierno corporativo y al control interno son códigos de conducta o códigos éticos de comportamiento y se encuentran dirigidos principalmente a los consejos de administración, podemos destacar (aparte del COSO y COCO) los siguientes:

.- El Informe Olivencia español (1998), de carácter voluntario, incluye en su epígrafe 1.2., entre las responsabilidades indelegables del consejo de administración "*la identificación de los principales riesgos de la sociedad e implantación y seguimiento de los sistemas de control interno y de información adecuados*", así como "*la determinación de las políticas de información y comunicación con los accionistas, los mercados y la opinión pública*".

.- En Gran Bretaña, el Informe del comité Cadbury (*Cadbury Code of Best Practice*, 1992), el informe del comité Hampel (1998) y el *Combined Code* (London Stock Exchange, 1998) de carácter voluntario aunque las

empresas que cotizan en el mercado de capitales de Londres deben informar acerca de si lo suscriben o no. La regulación británica hace hincapié en la necesidad de controlar todas las áreas y no solo la financiera, así como en informar dentro de las cuentas anuales acerca del seguimiento de los estándares de control interno y de la responsabilidad de la dirección en el mismo

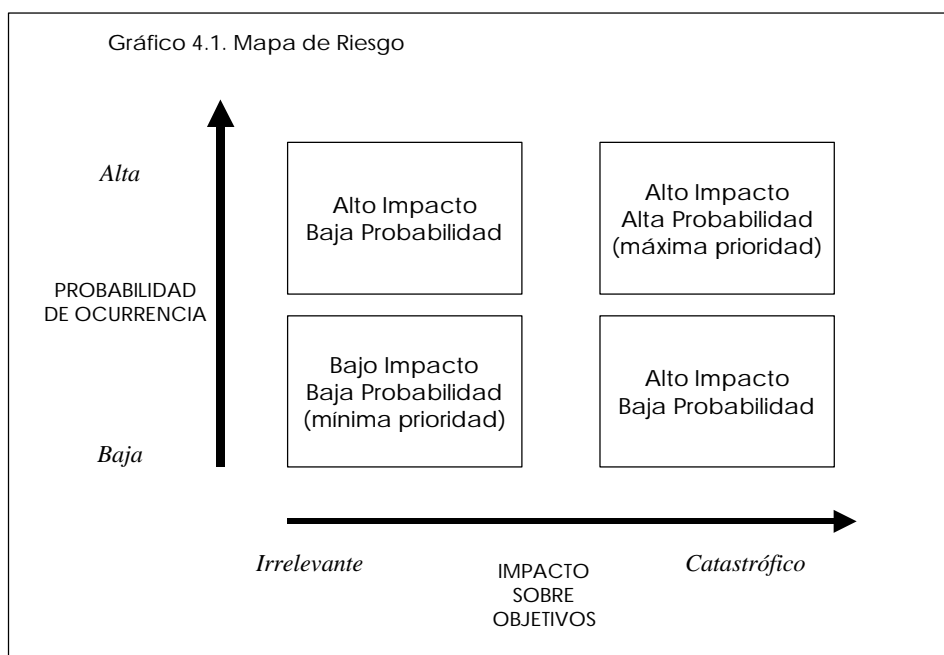
.- Existen informes de estas características en otros muchos países como Francia y el *informe Vienot* (1995) de aplicación voluntaria y en Alemania el *Law on corporate control and Transparency* o *Kon Trag*(1998) donde la identificación de los sistemas de gestión del riesgo es obligatoria y, para las compañías que cotizan en mercados organizados, debe ser auditada.

Estos pronunciamientos -procedentes en su mayoría de organizaciones de carácter corporativo⁵- son el reflejo (o el origen, sería difícil establecer relaciones causa-efecto) de un creciente interés acerca de las diferentes funciones relacionadas con la gestión del riesgo. Este interés ha tenido su contrapartida en la práctica empresarial como se desprende del desarrollo de procedimientos que bajo diversas denominaciones como "gestión del riesgo de negocio", "valor orientado a los riesgos", "auditoria de riesgos" y otras similares han ocupado a las principales multinacionales auditoras: "*Enhancing shareholder wealth by better managing business risk*" (1999) del IFAC junto al Price Waterhouse Coopers, el "*Risk Universe*" de Ernst and Young (en Fernández, 2001), el "valor orientado a los riesgos" de KPMG (en *KPMG Management Assurance Services*, 1999) el "*Bussines Risk Model*" de Arthur Andersen (en Díaz, 1998)) y algunas grandes empresas como Microsoft y su "*Microsoft Risk Company*" ("*MS Risk*") o la española Iberdrola con el "Sistema Integrado de Riesgos en el Grupo" (descrito en Cabos, 2001). Estas metodologías siguen pautas comunes y están orientadas a ser puestas en práctica y/ o monitorizadas por parte de los departamentos de auditoria interna como garantes del control interno de lo riesgos.

Las metodologías empleadas presentan grandes coincidencias y consisten básicamente en lo siguiente:

⁵ La *Treadway Commission* está patrocinada por AICPA, AAA, FEI, IIA y el IMA; El CoCo por el CICA; los pronunciamientos británicos son aplicados bajo recomendaciones del ICAEW.

.- La identificación y valoración de los riesgos clave del negocio (generalmente riesgos y oportunidades en el sentido ya descrito) a que se enfrenta la compañía elaborando "mapas de riesgo" (ver gráfico 4.1) partiendo de clasificaciones del riesgo por naturaleza (como las recogidas en el capítulo uno) que permitan considerar todos los riesgos posibles *a priori*



seleccionando los efectivamente soportados por la empresa. Para cada tipo de riesgo homogéneo se evaluará la probabilidad de ocurrencia (una dimensión del mapa de riesgo) y el impacto de cada riesgo (la segunda dimensión) de manera que se pueda establecer una jerarquía que ayude a la gestión estableciendo prioridades (una vez más nos encontramos con el enfoque técnico del riesgo). Idealmente se deben tener en cuenta las correlaciones existentes entre los diferentes riesgos así como elaborar indicadores que evalúen en términos monetarios cada uno.

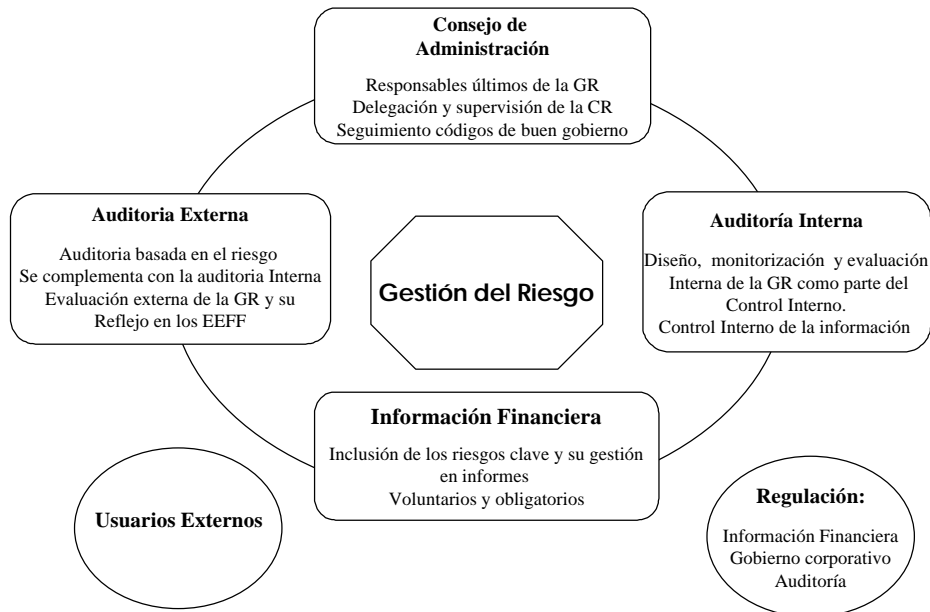
.- Partiendo de los mapas de riesgo se evalúan los mecanismos de control interno dedicados a cada uno de los riesgos más significativos, detectándose posibles debilidades.

.- El diseño de acciones de gestión y control eficaces culmina el proceso.

De esta manera aumenta el valor añadido de la auditoría interna al estar más implicada en factores clave de gestión. Esta función de la auditoría interna tiene su reflejo en la auditoría externa con los llamados "enfoques de riesgo".

Frente al enfoque tradicional de la auditoría externa determinado "sobre la base de los controles (controles operacionales y contables internos), en los sistemas y en la organización del cliente" (Sierra y Orta, 1996, pp. 89) que delimita el riesgo de auditoría a partir del grado de control interno de la empresa, surge el "enfoque de riesgo" cuyo "fundamento se encuentra en la evaluación de los riesgos del negocio de la empresa", enfoque "dirigido hacia la identificación de los riesgos y a la determinación de sus efectos potenciales en los EEFF" donde el riesgo de auditoría viene determinado por el perfil de riesgo de la empresa y la gestión del mismo realizada por esta.

Gráfico 4.2 Integración de la Información y Gestión del riesgo



La función de la auditoría interna, como garante de un control interno orientado a la gestión de riesgo, encuentra de esta manera una validación ante el usuario externo, trascendiendo a los EEFF, en lo que se podría considerar como el efecto de las sinergias entre un buen gobierno corporativo y las auditorías externas e internas. La gestión del riesgo tendría un reflejo en los EEFF dirigido por la lógica de la gestión empresarial antes que por una norma específica (ver gráfico. 4.2).

5. LA RACIONABILIDAD DE UN INFORME FINANCIERO SOBRE EL RIESGO EMPRESARIAL.

Una vez discutido el marco teórico de referencia, así como la normativa contable y las propuestas más importantes, intentaremos establecer cuales son los problemas principales a los que se enfrenta la elaboración y puesta en funcionamiento de este tipo de estándares informativos, así como su posible desarrollo en el futuro.

En 1997, dentro del congreso anual de la AAA y en la sesión específicamente dedicada al "riesgo en los informes financieros", se consideraron los principales problemas a los que se enfrenta la elaboración de requerimientos informativos acerca del riesgo. Estos fueron divididos en dos grandes grupos (Schrand y Elliot, 1998): la definición del riesgo y la medición del mismo.

a.- Respecto a la definición del riesgo y aunque se consideraba que existía un consenso bastante generalizado acerca de una definición general (básicamente relacionada con factores que afectan a la volatilidad de los resultados), no ocurría lo mismo con otras cuestiones más específicas como las siguientes:

a.1. *La necesidad de una mayor o menor concreción* en las normas dirigidas a regular este tipo de informes, que especifiquen más o menos que tipos de riesgo son los más importantes, cuales deben ser incluidos y que información precisa se debe aportar. En este sentido es el *business risk* el que se muestra más elusivo, principalmente debido a su carácter altamente específico de cada empresa, resultando difícil elaborar normas que, sin dejar una libertad excesiva a la hora de informar, sean al mismo tiempo lo suficientemente amplias como para no dejar fuera ningún factor relevante.

Encontramos este problema de difícil solución, la falta de normas específicas conduce a la falta de concreción en la información suministrada e incluso a la ausencia de la misma. Dentro de la regulación española un caso paradigmático podría ser el informe de gestión, la amplitud de su propósito junto a lo sucinto de su regulación lo ha convertido en un cajón de sastre donde cabe todo o, si se prefiere, nada, encontrándonos alternativamente con informes muy extensos o enormemente escuetos, con contenido informativo real o carente de el y, en líneas generales, con un acusado tono autocomplaciente con respecto a la marcha pasada y futura de la empresa. El hecho de que los auditores solo deban auditar las cifras incluidas en el mismo que hagan referencia al resto de las cuentas anuales tampoco contribuye a la solidez del informe.

La existencia de una regulación específica y detallada, como la existente para las Provisiones por Pensiones o, en su momento, relativa al "efecto 2000" puede resultar en mayor y más concreta información. La tendencia en la regulación de provisiones parece seguir ese camino, la NIC 37 (IASB, 1998), junto a la regulación general de provisiones y contingencias, detalla la información a incluir y la evaluación de las provisiones por reestructuración y una reciente recomendación europea (COM (2001) 1945) lo hace con las provisiones y contingencias relacionadas con motivos medioambientales (recogida recientemente en nuestro ordenamiento jurídico). Lo mismo ha ocurrido con aquellas áreas de riesgo que han resultado prioritarias por unos u otros motivos: principalmente Instrumentos Financieros e Información Segmentada.

Todo ello nos lleva a pensar que, *a priori*, las regulaciones de corte generalista no resultarán en mayor información en ausencia de otros incentivos para las empresas.

a.2. *El nivel de agregación adecuado.* Habida cuenta de que los distintos factores de riesgo acostumbran a estar correlacionados y de que existen diversos grados y técnicas de gestión del riesgo, se puede plantear la alternativa de informar sobre un *riesgo residual*, o más bien optar por una exposición detallada de los distintos factores de riesgo a que se enfrenta la empresa, la correlación existente entre los mismos, así como las políticas de gestión del riesgo, obteniéndose de esta manera una información más completa acerca del verdadero sentido del riesgo remanente o residual.

En este sentido la consideración de la gestión del riesgo en su conjunto parece uno de los caminos que pueden resultar fructíferos para obtener mejor información (dirigida al usuario externo). En la gestión del riesgo pueden confluir incentivos externos (principalmente el interés de los usuarios y la regulación) e internos (una adecuada gestión empresarial y gobierno corporativo) unidos por concepciones actuales de las auditorías externa e interna. No obstante la posible existencia de este tipo de sinergias y su funcionamiento efectivo tendría que ser estudiado más detalladamente de forma empírica. En este contexto podemos destacar algunos estudios empíricos recientes orientados a explorar la relación entre las características de los sistemas de gobierno corporativo y la calidad de la información contable suministrada como el de Peasnell y otros (2000) que demuestran como, en el Reino Unido y tras la adopción de determinadas recomendaciones del informe Cadbury (concretamente las relativas a la composición del consejo de administración), aumenta la calidad de la información contable suministrada (al disminuir la manipulación de resultados o *earnings management*); el trabajo de De Andrés y otros (2001) que detectan una relación significativa entre determinadas características del consejo de administración y la manipulación de resultados utilizando una muestra de empresas de diferentes países de la OCDE o el de Babío y Muiño (2001) donde se estudia la relación entre la composición del consejo de administración, la existencia de comités de auditoría interna y la información voluntaria presentada por las sociedades españolas. Los resultados parecen reforzar la relación entre un adecuado gobierno corporativo y aumentos en la calidad de la información contable.

a.3. La oportunidad de regular acerca de la información relativa a las dos caras, positiva y negativa, del riesgo o tan solo de esta última. Parece que los incentivos, que evidentemente existen en las empresas para informar sobre el lado positivo, hacen menos urgente plantearse la obligación de informar sobre el mismo, pudiendo dejarse este extremo a discreción de las compañías e incidiendo en la obligatoriedad de informar sobre la parte negativa.

No obstante, y aunque el tema de los incentivos a la información se tratará con detalle en el capítulo seis, debemos considerar que no todos los entornos jurídico-contables son iguales y que ello puede condicionar el efecto en la información efectivamente suministrada de los incentivos empresariales existentes. En este sentido los sistemas legales nacionales se han dividido en dos grandes grupos (p.e. en Ball y otros, 2000, pp. 13-16 o

Jaggi y Low, 2000, pp. 499-500): sistemas *Code-law*, donde la contabilidad pertenece al ámbito estatal y los estándares y su cumplimiento son impuestas por el estado u organismos cuasi-estatales (ICAC por ejemplo), donde los principales participantes en el beneficio empresarial se encuentran organizados -bancos, sindicatos, gobierno, principales clientes y consumidores- y en estrecha relación con los directivos que salvan las asimetrías informativas con contactos directos, y sistemas *Common-law* donde la contabilidad pertenece y se desarrolla en el ámbito privado del mercado, los estándares y su cumplimiento efectivo son impuestos por la costumbre y *las demandas judiciales de los usuarios*, las asimetrías se salvan con información pública.

En un sistema *Code-Law* como el nuestro, la falta de regulación relativa a como informar de la vertiente positiva del riesgo puede resultar en una información excesivamente optimista que no se vería contenida por las posibles demandas futuras de los usuarios ocurriendo en los sistemas *Common-law* justo lo contrario, en ausencia de garantías legales que protejan a la empresa de las demandas basadas en la información emitida (lo que los estadounidenses denominan *safe harbors*), se limita de forma importante cualquier información de corte optimista o positiva referente al futuro (de hecho cualquier información referente al futuro como demuestran Jhonson y otros, 2001 o Baginski y otros, 2002).

a.4. *La situación dentro de los estados financieros*. En que parte de los estados financieros debería aparecer, si constituyéndose en un informe independiente, como un apartado más de la memoria o dentro del informe de gestión.

Consideramos que este es un problema ligado a la obligatoriedad de la información, a su periodicidad e inclusión o no entre la información a auditar. Solo en el caso de una información obligatoria y auditada tendría sentido incluirlo dentro de las CC.AA. (como un informe independiente, un "estado de riesgos" o una nota más en la memoria). Si la información tiene carácter voluntario sería la estrategia de información de la empresa la que determinaría su forma de difusión. Respecto a esta última posibilidad coincidimos en las objeciones recogidas en Schrand y Elliot (1998) referentes al hecho de que la información voluntaria solo se transmite en ocasiones a los analistas financieros (u otros stakeholders privilegiados como entidades financieras) que deciden a su vez si y como incorporarla al mercado en función de sus propios incentivos, se pueden crear de esta manera

situaciones asimetrías informativas entre unos y otros usuarios. La actual crisis de confianza en la información financiera existente en los mercados tiene esta circunstancia entre sus causas principales.

a.5. *La posibilidad de no informar sobre aquellos aspectos comercialmente sensibles que puedan provocar desventajas competitivas para las empresas.* Esta postura es la recogida en el informe del ICAEW y en el SOP 94-6, siendo además, en general, una opinión compartida por los emisores de la información. Atender a estas limitaciones supondría estar peligrosamente cerca de elaborar información de tipo generalista y poco útil, al dejar una puerta abierta a informar de manera excesivamente discrecional. La postura contraria se enfrentaría problemas quizá mayores.

Es esta una pregunta de difícil respuesta, que consideramos solo se puede responder atendiendo a un análisis coste/ beneficio del suministro de información en general y de la información sobre el riesgo en particular. Este análisis, por su interés y complejidad, lo abordaremos en un capítulo posterior. En cualquier caso, si atendemos exclusivamente a la efectividad de una posible norma, nos remitimos al punto anterior: las empresas aplicarán la norma de la manera más favorable a sus intereses y si esta norma quiere ser efectiva deberá ser concreta en sus requerimientos.

b.- Respecto a las medidas del riesgo.

La posibilidad de verificar la información incluida en los estados financieros es un aspecto valorado muy positivamente por los usuarios, esto supone por un lado limitar la discrecionalidad permitida y por otro la preferencia de utilizar medidas cuantitativas ante otras de tipo cualitativo o narrativo. Como ya hemos señalado, ambos aspectos -verificabilidad y carácter cuantitativo- son de difícil aplicación en muchos casos y dependiendo del concepto que tengamos de lo que debe ser un informe de riesgo.

La utilización de medidas de carácter histórico o proyectivo será otro de los dilemas que se plantean. El concepto de riesgo se concreta y adquiere sentido en el futuro, pero la fiabilidad y verificabilidad de medidas con base histórica es siempre mayor que las basadas únicamente en proyecciones. Algunas de las medidas cuantitativas más utilizadas, obtenidas a partir de datos históricos, como es el caso del VAR se han mostrado muy sensibles a los supuestos considerados de partida acerca del

comportamiento histórico de las variables incluidas, supuestos en los que basan sus proyecciones y resultados (Beder, 1995, pp. 12-24), obteniéndose resultados muy diversos en función de las opciones metodológicas escogidas.

El problema de la medida es uno de los problemas clave y en gran medida este problema lo hemos tratado en el capítulo anterior. Los mecanismos de reconocimiento y medida de la contabilidad financiera tienen problemas para tratar con información que no es objetivamente cuantificable y con información que hace referencia al futuro, cuando la información presenta ambas características simultáneamente la dificultad crece exponencialmente. Las herramientas de que dispone el sistema de información contable son las estimaciones y las provisiones para cuantificar (e incluir en Balances y cuentas de resultados) y las contingencias y otras partes narrativas de diferentes informes financieros (principalmente la memoria) para aportar información con estas características que no puede ser cuantificada con la suficiente fiabilidad o no pueden serlo en absoluto. Las recomendaciones informativas aquí discutidas requieren información cuantitativa (la preferida por los usuarios) pero no aportan las herramientas precisas. Las referencias al uso de estimaciones y la necesidad consiguiente de aportar información al usuario acerca de las mismas (métodos de cálculo, tipos de descuento, escenarios posibles) no nos dicen nada diferente a lo ya recogido por los marcos conceptuales aunque si nos recuerdan que las cifras contables no deben dar al usuario una falsa sensación de certeza y que cuando esta no exista, el usuario debe ser advertido de que determinadas cuantificaciones fueron realizadas en un entorno incierto, aportando los datos necesarios para que este se forme su propia opinión. Nosotros consideramos que, antes que medir lo que no es posible medir (o buscar complejas y poco comprensibles medidas aproximativas), se debe facilitar la información disponible que considere relevante para la decisión y que será la credibilidad necesaria del sistema contable, antes que la -poco realista en ocasiones- concreción en sofisticadas medidas cuantitativas, la que aportará utilidad a la información suministrada. Esto no es óbice para que, en determinados ámbitos (p.e. en la valoración del riesgo de posiciones con Instrumentos Financieros), cierta sofisticación en las medidas será imprescindible pero no debe constituirse en un mecanismo para revestir de falsa certidumbre a la información contable.

En cierto modo nos encontramos con las limitaciones del enfoque científico del riesgo porque las características de este enfoque es el que

adoptan implícitamente los marcos conceptuales de la contabilidad. Consideramos que el riesgo es una característica objetiva que puede ser medida en términos de probabilidad e impacto como el resto de las magnitudes contables (muchas de las cuales también plantean problemas de medición) cuando es quizás uno de los tipos de información más difícilmente cuantificables de manera estricta.

En este sentido Ryan (1997), clasifica las propuestas realizadas en el entorno estadounidense entre evolutivas y revolucionarias en función de si estas son coherentes con la información financiera obligatoria tal y como hoy en día está definida. Se trata de determinar si cada una de las posibles soluciones planteadas, e incluso determinadas normas ya efectivas, *caben* en los estados financieros y responden a las funciones para las que fueron diseñados. Como ejemplo de las primeras -evolutivas- incluye el SOP 94-6, que no requiere la inclusión de datos de naturaleza prospectiva, y de las segundas -revolucionarias- las propuestas del AICPA que si lo hacen. El razonamiento seguido para realizar esta clasificación es el siguiente: si consideramos que el propósito de los estados financieros actuales es el de conformar un registro referido al momento actual y al pasado, construido a partir de datos mayoritariamente de tipo histórico y que, además, este registro debe ser susceptible de verificación externa, constituyéndose ambas características en sus "ventajas competitivas", en las razones por las cuales los usuarios confían en la información suministrada, ¿De que manera encajarían el uso de información de tipo prospectivo y, cuando menos, difícilmente verificable, que inevitablemente conlleva la inclusión del riesgo?.

Coincidimos en lo esencial con este autor: determinado tipo de información no tiene cabida en el Marco conceptual de la información financiera.

Desde esta perspectiva estaríamos abordando un problema más amplio, planteando la oportunidad de una reforma en el concepto en si de los estados financieros obligatorios, proponiendo un intercambio entre fiabilidad y utilidad o unos estados financieros *multicapa*⁶, o la oportunidad

⁶ Estados financieros con distintos grados o *capas* de información en los que, partiendo de una primera capa que respondiera a la visión más clásica de la información contable a partir de datos históricos y estrictamente verificables se pasara a otros niveles de información que añadieran datos que, sacrificando parte de su verificabilidad, aportaran otro tipo de información valiosa para el usuario (riesgo, recursos humanos, I+D) (Wallman, 1995, pp. 138-148).

de elaborar determinados informes en los cuales se *relajen* las características de verificabilidad y fiabilidad. Algunos estudios apuntan hacia una pérdida de relevancia en la información financiera como Lev y Zarowin (1999). Tal vez sea un aviso de la necesidad de un cambio.

El suministro voluntario de información aparece como otra de las posibles soluciones pero el conocimiento de los mecanismos que determinan el suministro de información voluntaria distan de ser conocidos. Nos remitimos al capítulo seis para un estudio en mayor profundidad de este aspecto.

En la revisión de la normativa y las recomendaciones realizada no solo se observan los problemas que el tópico plantea sino también algunos puntos comunes bastante generalizados, así la información sobre concentraciones de uno y otro tipo (clientes, proveedores, mercados) aparece como un importante factor de riesgo y acerca el cual es razonablemente factible informar. También lo son la utilización de instrumentos financieros y, en general, aquellas relacionadas con el riesgo de mercado.

Otra de las formas de contemplar la incertidumbre en los estados financieros comúnmente aceptada es la que desarrollan las diferentes normativas referentes a provisiones y contingencias, por más que lo hagan de manera restringida a determinadas consecuencias de la incertidumbre en los datos contables (negativas, verificables, basadas en gran parte en datos históricos,...).

La información de naturaleza narrativa, principalmente con la forma de informe de la dirección a los usuarios facilita una vía para informar de factores de riesgo específicos de la compañía sin necesidad de cuantificar los efectos de los mismos, entre estos el modelo más completo (además de obligatorio) que hemos encontrado es el MD&A USA, modelo al que quizás debiera mirar nuestro Informe de Gestión.

6.- LA UTILIDAD DE LA INFORMACIÓN SOBRE EL RIESGO.

A lo largo de este capítulo hemos expuesto diversos puntos de vista referentes a la necesidad de aportar una mayor información sobre el riesgo dentro de los estados financieros periódicos y también acerca de la oportunidad de crear otros informes nuevos, específicamente orientados a

revelar este tipo de información. Aunque parece evidente que este tipo de información resulta *a priori* de interés indudable, como lo demuestran los diversos informes de entidades de carácter contable con reconocido prestigio, representativas de cuerpos profesionales altamente cualificados y de los organismos legisladores en materia contable, cabría preguntarse si este interés es compartido por los diferentes usuarios de los estados financieros, si la información sobre el riesgo es percibida como útil por los mismos. Lo cierto es que no existe mucha evidencia en este sentido (ni en el contrario), la mayor parte de la misma procede del mercado estadounidense y se encuentra orientada a un único grupo de usuarios.

El informe *Improving Business Reporting - A customer Focus* (AICPA,1994) discutido con anterioridad está basado en las necesidades de dos tipos de usuarios: inversores profesionales y acreedores (junto a ellos se encuentran los que el informe denomina como sus "consejeros" refiriéndose a analistas, *brokers*, etc). Las necesidades de estos colectivos fueron determinadas a través de encuestas, reuniones, consultas a sus órganos corporativos de representación, y mediante el análisis de la investigación existente y la desarrollada a instancias del comité con este propósito específico⁷.

A su vez los informes del ICAEW (1997,1999) están redactados por un comité de expertos. La justificación de las propuestas recogidas en el informe son las siguientes:

- .- Proporcionar información útil sobre el futuro que ayude a la toma de decisiones.
- .- Incentivar la mejor gestión del riesgo al hacerlo más *visible*.
- .- Mejorar la información recibida por el inversor.
- .- Mejorar el acceso a los mercados bursátiles para las pequeñas compañías.
- .- Evitar sorpresas en el mercado

⁷ Más detalladamente <http://accounting.rutgers.edu/raw/aicpa/business/chap2.htm>

.- Reducir el coste de capital al reducir la incertidumbre disminuyendo de esta forma la prima de riesgo.

No encontramos justificación empírica que soporte las cinco primeras, respecto a la última señalar que las relaciones encontradas entre el coste de capital y el suministro de información no han sido establecidas de manera general, aunque se hayan obtenido resultados en ese sentido⁸ como en Botosam (1997) o en Leuz y Verrecchia (2000). Existe alguna evidencia empírica acerca de la relevancia para la toma de decisiones de la información contenida en las provisiones y contingencias en los Estados Unidos, principalmente obtenida utilizando datos referentes a provisiones y contingencias medioambientales. Así, según la AAA (Linsmeier y otros, 1998):

.- Las estimaciones de contingencias y provisiones son relevantes para la valoración de empresas. Los datos sugieren que los agentes que actúan en los mercados de capitales las tratan como pasivos, aunque no hayan sido reconocidas como tales en los estados financieros.

Así Barth y McNichols (1994) observan como la ausencia de estimaciones fiables para valorar las posibles contingencias medioambientales repercute negativamente en los precios de mercado de las empresas, al ser su estimación muy compleja a partir exclusivamente de datos a disposición del público.

.- Los mercados y otros decisores consideran relevante la información sobre provisiones y contingencias de carácter complementario a los importes estimados recogida en la memoria, información como: la descripción de la naturaleza del riesgo, los componentes críticos en la estimación de la obligación, las sucesivas revisiones de dichas estimaciones y cualquier otro hecho relevante para valorar la probabilidad y magnitud de la obligación.

.- Los mercados de capitales reaccionan más negativamente cuando las firmas con obligaciones futuras inciertas no han suministrado información contable fiable acerca de tales obligaciones.

⁸ La relación se establece entre una mejora de la calidad de la información - obligatoria y voluntaria- suministrada y el coste de capital.

Blacconiere y Patten (1994) determinan como el mercado reacciona menos negativamente ante la concreción de responsabilidades medioambientales en las empresas que habían incluido previamente información sobre las mismas (el trabajo estudia la reacción de los valores de 47 empresas químicas tras el desastre ecológico de Bhopal –India- provocado por la empresa Union Carbide), también en Blacconiere y Northcut (1997) se obtienen similares resultados aunque esta vez referido a contingencias medioambientales derivadas de la legislación *Superfund*⁹ para empresas del sector químico

En España cabe señalar el estudio realizado por Larrán (2001) a partir de encuestas dirigidas a los responsables de relaciones con inversores de 26 compañías financieras y no financieras que cotizaban en la Bolsa de Madrid. El tipo de información requerida sobre riesgo e incertidumbre por los inversores institucionales y analistas y no recogida por la información contable resultó ser dependiente del sector de actividad de la empresa y su nivel de competencia (ver tabla 4.1). Además manifestaron:

.- En los folletos de emisión se detallan los factores de riesgo de la compañía de tipo general (marco legal, inversiones en tecnología, políticas de retención del personal, etc.) y resultaría redundante repetir esta información en los informes anuales.

.- Los inversores institucionales y analistas financieros no están muy interesados en el riesgo financiero. No así las agencias de calificación crediticia.

⁹ La norma denominada *Superfund Amendment and Re-authorization act* determina la responsabilidad de los propietarios de los lugares contaminados, los transportadores y generadores de sustancias peligrosas en cuanto a los costes de limpieza, independientemente de la posible “culpa” o “negligencia” de los mismos o su cumplimiento de la legislación vigente. La legislación USA recogida en el *Superfund* ha generado muchos estudios relativos a valoración e información sobre contingencias medioambientales. La vinculación expresa, que la administración USA hace pública (en Internet por ejemplo: <http://es.epa.gov/oeca/osre/>), entre las áreas contaminadas y los responsables de su saneamiento permite salvar el problema, frecuente en el estudio de contingencias, de determinar si la empresa no informa por que no tiene nada (contingencia) de lo que informar o bien no informa porque no lo cree conveniente. Una vez más parece que cuando la norma reguladora es detallada y la disposición sancionadora estricta la responsabilidad (actual y futura) queda delimitada de manera más clara.

.- La práctica generalizada de no detallar las provisiones por riesgos y gastos responde al objetivo de "alisar y controlar adecuadamente la dirección del resultado".

Tabla 4.1 Características de la información requerida sobre riesgo

<i>Tipo de empresa</i>	<i>Características de la información requerida s. riesgo</i>
Inmobiliarias y autopistas	Interés escaso por la cuantificación de riesgos distintos a los reflejados por la contabilidad
Construcción	Riesgo sistemático, variables macroeconómicas (como tipos de interés, inflación).
Petróleo y eléctricas	Medioambientales y regulatorio en la eléctricas
Comercial y transportes	Apalancamiento operativo, precios de combustible
Empresas más pequeñas	Entrada de multinacionales, estrategias competitivas
Nuevas tecnologías	Atraer y mantener Personal técnico y creativo cualificado
Relacionados con el tabaco	Repercusión en Fondos de Inversión éticos.

Fuente: elaboración propia a partir de Larrán (2001)

7.- RESUMEN Y CONCLUSIONES.

No existe en la actualidad ningún informe obligatorio dirigido a informar sobre el riesgo en un sentido amplio aunque diversos organismos con gran influencia en el ámbito contable se han manifestado a favor de los mismos, proponiendo también información de carácter voluntario (con escasa aceptación hasta la fecha).

Razones que justifiquen lo anterior, entre otras posibles, serían: la dificultad en cuantificar el riesgo al que la empresa está sometido, debido a los múltiples factores que pueden influir en el mismo, factores que varían para cada compañía; la naturaleza a priori del concepto de riesgo que choca con unos estados financieros basados en datos históricos y que quizás no estén preparados hoy por hoy para incluir una información de este tipo. La dificultad en elaborar normas que sean lo suficientemente precisas como para evitar que se genere una información vacía de contenido y lo suficientemente amplias como para no dejar de contemplar factores de riesgo que el usuario deba conocer.

La falta de medidas, principalmente de tipo cuantitativo, constituye una de las limitaciones más importantes.

La *sensibilidad comercial* de los datos que se requieran será siempre un factor que disminuirá la disposición de las empresas a informar de manera voluntaria.

Existen no obstante diversos estándares que obligan a las compañías a informar sobre determinados aspectos del riesgo total y que son un punto de partida: provisiones y contingencias, información segmentada, empresas vinculadas, así como los instrumentos financieros utilizados por las empresas.

El soporte proporcionado por la investigación empírica respecto a la necesidad y oportunidad de este tipo de información es escasa.

TERCERA PARTE.

CAPÍTULO 5: Descripción de la información revelada sobre riesgos en España

1.- INTRODUCCIÓN

En este primer capítulo, de los dos que componen nuestro la parte empírica de nuestro trabajo, realizaremos un análisis descriptivo de la información sobre riesgos revelada por las empresas españolas. Para ello y por las razones expuestas en el capítulo tres, hemos centrado nuestro estudio en la información incluida en la memoria anual sobre provisiones del grupo uno y contingencias.

Cuando pretendemos medir la cantidad, calidad o cualquier otra característica de la información financiera suministrada por las empresas debemos tratar con conceptos abstractos que no puede ser medidos fácilmente de forma directa, la información financiera *"no posee características inherentes a través de las cuales se pueda determinar su intensidad o calidad"* (Marston y Shrives, 1991, Pág. 197). Aunque el problema se presentará con distintos grados de complejidad en función del objetivo de la investigación y siempre resultará más fácil determinar la ausencia o presencia de un dato cuantitativo concreto (p.e. las ventas previstas para el próximo ejercicio) que evaluar la cantidad de una información de tipo cualitativo (p.e. la relativa a los supuestos bajo los cuales estas ventas futuras fueron estimadas) o la calidad de la misma, la elección de una herramienta de medida adecuada se convierte en una decisión especialmente importante para la investigación.

Si queremos considerar en nuestro análisis un concepto amplio de información, no limitado a aquella de naturaleza cuantitativa, la

metodología propia del "análisis de contenido", como conjunto de técnicas de investigación dirigidas al tratamiento de datos de tipo cualitativo generados en un proceso de comunicación, parece idónea para abordar el problema.

2.- EL ANÁLISIS DE CONTENIDO

2.1.- Descripción y definición del análisis de contenido

El análisis de contenido (AC) es una técnica de investigación dirigida al tratamiento de datos de tipo cualitativo generados en un proceso de comunicación proceso que puede ser "*... en el límite, toda comunicación como transporte de significaciones de un emisor a un receptor, controlado o no por aquel ...*" (Bardin, 1996, Pág. 24). De este modo textos de cualquier tipo como libros, diálogos, discursos, cuestionarios de respuesta abierta o incluso imágenes o símbolos (como los generados por la publicidad) podrían incluirse dentro de los procesos de comunicación susceptibles de ser estudiados utilizando técnicas de AC. Las cuentas anuales, como cualquier otro informe financiero que contenga información narrativa, encajan perfectamente en los materiales de investigación propios del AC.

Los objetivos finales del AC han variado con el transcurso del tiempo. Desde sus orígenes - situados en EEUU a principios del siglo XX¹ - hasta los años 60 el AC solo se empleaba en un nivel descriptivo, siendo el objetivo de la investigación la descripción objetiva, sistemática y cuantitativa del contenido de diversos procesos de comunicación. La técnica nacía con la vocación expresa de proporcionar solidez y objetividad al análisis de datos cualitativos que intentaba constituirse en una alternativa válida frente al imperante análisis cuantitativo.

A partir de los años 60 se produce una ampliación de los objetivos del AC, ampliación soportada por la introducción de diversas mejoras metodológicas y acompañada de la utilización del AC en nuevas áreas (de los originales estudios sobre periodismo, discursos políticos y propaganda, se extiende a estudios sobre psicología, etnología, historia, ...). El objetivo pasa de la descripción a la interpretación, se trata ahora de inferir conocimientos acerca de las denominadas "condiciones de producción" (referentes a la relación entre el emisor y el receptor del mensaje). La definición de AC bajo esta nueva perspectiva se ampliaría, incluyendo un "*conjunto de técnicas*

¹ Se han propuesto como antecedentes históricos la hermenéutica (interpretación de textos asumiendo la postura del emisor), la retórica (técnicas de declamación persuasiva y la lógica (reglas formales de razonamiento).

de análisis de comunicaciones tendente a obtener indicadores (cuantitativos o no), por procedimientos sistemáticos y objetivos, de descripción del contenido de los mensajes permitiendo la inferencia de conocimientos relativos a las condiciones de producción/ recepción (variables inferidas) de estos mensajes". (Bardin, 1996, p. 32) o bien "una técnica de investigación destinada a formular, a partir de ciertos datos, inferencias reproducibles y válidas que puedan aplicarse a su contexto" (Krippendorff, 1990, Pág. 28).

Los niveles del análisis son pues diversos. Utilizando un criterio de menor a mayor profundidad en el estudio podemos clasificarlos en dos amplias categorías:

a) *Descripción* del contenido informativo definiendo categorías y computando las frecuencias con que las diferentes categorías se encuentran presentes.

b) *Análisis* de tipo contingente o estructural donde se buscan relaciones entre categorías (p.e. que elementos aparecen juntos o separados, que elementos mantienen una relación de exclusión,...).

En nuestro trabajo utilizaremos técnicas de AC básicas que se limitan al nivel descriptivo ajustándonos a los objetivos propuestos.

2.2.- El método del análisis de contenido

El método propuesto por Bardin (1996) para la aplicación de las técnicas de AC consta de tres fases: preanálisis, análisis y tratamiento e interpretación, que se desarrollan de la siguiente manera:

a) *Fase de preanálisis*. En esta fase se planifica la investigación. Comienza con una lectura superficial o toma de contacto con los documentos para posteriormente determinar los siguientes aspectos que, al no tratarse de un proceso lineal, se encuentran interrelacionados:

a.1) *La elección de los documentos* o determinación del universo de documentos (que a su vez determinará el alcance de la investigación). Supone determinar el conjunto de documentos que se someterán a los procedimientos analíticos (lo que implica un reconocimiento exhaustivo de este conjunto, la elección de una muestra que sea representativa, la homogeneidad de los documentos tratados así como la pertinencia de los mismos con respecto al análisis). Por documentos entendemos lo que se ha denominado "*porciones de la realidad observada o de la secuencia de*

expresiones de la lengua fuente, que se consideran independientes unas de otras. De este modo al referirnos a documentos no limitamos el tamaño de las unidades siempre que sean independientes.

a.2) *La formulación de hipótesis y objetivos*. Se pueden utilizar procedimientos cerrados o procedimientos de exploración en los que la elaboración de hipótesis es un proceso abierto a los resultados preliminares de la investigación.

a.3) *La reducción de los datos*. El objetivo es el de diseñar el procedimiento mediante el cual se transformarán –reducirán– los datos para hacerlos manejables.

a.4) *La preparación del material* (adecuación del formato en el que la información es presentada, codificación de los documentos, etc.).

b) *Fase de análisis*. Supone la explotación del material en función de la planificación desarrollada en la fase anterior.

c) *Fase de tratamiento e interpretación*. El material es analizado en función de los objetivos de la investigación.

A continuación describiremos la manera en la que cada una de estas fases se ha desarrollado en nuestro trabajo.

2.3.- Desarrollo de la investigación:

2.3.1.- Objetivos y población

Nuestro primer objetivo será determinar las características de la información relativa a contingencias y provisiones del grupo uno, de carácter obligatorio y voluntario, suministrada por las empresas españolas no financieras que cotizan en bolsa e incluida en sus cuentas anuales. El propósito en esta primera fase es exclusivamente descriptivo y se reduce a la medición de la información suministrada. La obtención de un índice que mida la información suministrada por cada empresa será un segundo objetivo, este índice lo utilizaremos en la segunda fase (capítulo seis) de nuestro trabajo empírico.

Aunque somos conscientes de que las empresas disponen de otros canales para transmitir información (departamentos de relaciones con los inversores, páginas *web* corporativas, *conference-calls*, prensa

especializada, etc.) solo las cuentas anuales reúnen los requisitos de obligatoriedad en su redacción y presentación, fácil acceso para *cualquier usuario* y una cierta homogeneidad en cuanto a su contenido que permita un análisis sistemático.

De esta manera nuestro "universo de documentos" se encuentra constituido por las memorias, integradas en las cuentas anuales de estas sociedades, y sus informes de gestión, por ser estos los documentos que contienen la información complementaria a las cifras incluidas en el balance y cuenta de resultados.

La homogeneidad en cuanto a la estructura de estos documentos es grande en lo que respecta a la memoria, regulada extensamente en cuanto a sus diferentes apartados y contenidos y bastante menor en los informes de gestión para los que la regulación solo recoge un limitado número de contenidos mínimos, ninguno de ellos específicamente relacionado *a priori* con contingencias y provisiones.

Se exigió que las sociedades cotizasen en Bolsa para asegurar el acceso a los informes anuales (disponible en la página web² de la Comisión Nacional del Mercado de Valores). Dado que las sociedades cotizadas sufren mayores controles y presiones para que divulguen información (control de auditoras y de la CNMV, mayor interés del público y de la prensa económica), es de esperar que los resultados estén sesgados positivamente (hacia el suministro de mayor información).

Los requerimientos informativos a los que se encuentran sometidas las empresas financieras, significativamente distintos de los aplicables a las no financieras, nos aconsejaron limitar nuestra población a estas últimas.

2.3.2.- Selección de la muestra

Seleccionamos aquellas sociedades con provisiones de pasivo significativas. Se incluyen en la muestra los informes anuales, publicados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de las sociedades no financieras, cotizadas en bolsa y cuyas provisiones de pasivo, a final del ejercicio concluido en 1998, importan más de 500 millones de Ptas. o son superiores al 15 % del valor de sus fondos propios. En el momento de elegir la

² <http://www.cnmv.es/index.htm>

muestra (segundo trimestre del 2000), la base de datos Sabe (comercializada por Informa) contenía los datos de 169 sociedades no financieras cotizadas. Aunque 69 cumplían los requisitos exigidos, uno de los informes anuales proporcionados por la CNMV resultó ilegible, por lo que la muestra definitiva fue de 68. Las empresas seleccionadas aparecen relacionadas en el anexo nº 2.

El valor de las provisiones de pasivo se calculó sumando las partidas de "Provisiones para riesgos y gastos", "Provisiones para riesgos y gastos a corto plazo" y "Provisiones para otras operaciones de tráfico". Se eligió el ejercicio 1998 por ser el más reciente de los que la base de datos Sabe disponía en el momento de elegir la muestra. En la tabla 5.1 se detallan algunas de las características relevantes de las 100 sociedades no financieras cotizadas no incluidas.

Tabla 5.1. Descripción de las 100 sociedades rechazadas

	<i>Sin saldo</i>	<i>Saldo < 200 MM.</i>	<i>Saldo 200 -300 MM.</i>	<i>Saldo 300 -400 MM.</i>
Provisión para pensiones	7	7	0	0
Provisión para impuestos	13	12	0	0
Otras provisiones del grupo 1	30	23	3	3
Fondo de reversión	1	1	0	0
Provisiones para riesgos y gastos a corto plazo	6	6	0	0
Provisiones para otras operaciones de tráfico	7	5	0	1

Como en el balance no se reconocen contingencias, no pudo emplearse una estrategia similar para seleccionar una muestra representativa. Por ello, se consideró que la muestra anterior constituye un conjunto tan bueno como cualquier otro para indagar la información contenida en la memoria respecto a las mismas. Dado que *a priori* se desconoce la existencia de contingencias (y, por lo tanto, de la obligación de divulgar información), sólo podrá evaluarse la extensión de los datos revelados, en su caso, y nunca el incumplimiento de obligaciones de suministro de información.

2.3.3.- La reducción de los datos

En esta fase se pretende transformar los datos brutos (las memorias e informes de gestión en nuestro caso) reduciéndolos a unidades más fácilmente analizables. La técnica de reducción que emplea el AC es la codificación.

Entendemos por codificación aquella "transformación (de los datos) que, por descomposición, agregación y enumeración permite desembocar en una representación del contenido, o de su expresión, susceptible de ilustrar al analista sobre las características del texto que pueden servir de índices" (Bardin, 1996, Pág. 78). A partir de los datos descompuestos en unidades y enumerados, se pueden aplicar procedimientos estadísticos o bien análisis cualitativos centrados en el estudio de la presencia/ ausencia de determinadas unidades o conjuntos de ellas.

Una de las técnicas de codificación más utilizadas por la investigación contable en contenidos informativos o revelación de información han sido la construcción de índices de información (Marston y Shrives, 1991; Giner 1995), donde es la presencia o ausencia de información junto a determinadas características de la misma lo que se pretende medir.

La reducción de los datos pasa por la determinación de las siguientes fases (Rodríguez y otros, 1996; Bardin, 1996):

a) *Descomposición o elección de las unidades a codificar.* Se puede distinguir entre dos tipos de unidades:

a.1) La *unidad de registro*. Es una unidad de orden semántico antes que con referencia a unidades formales (palabra, frase, párrafo,...) aunque suelen estar relacionadas. Deben de poder analizarse de manera aislada. De esta manera unidades de registro pueden ser, entre otras:

- *La palabra*: palabras clave o tema, palabras sustantivo / verbo/...

- *El tema como "unidad de significación compleja, de longitud variable"* (su realidad no es de orden lingüístico sino semántico). Es el criterio utilizado con mayor frecuencia y el elegido para nuestro trabajo.

- *El objeto o referente* (o los temas-eje alrededor de los que gira el texto).

.- El personaje, el acontecimiento o unidad de acción, el documento,...

a.2) *La unidad de enumeración.* Estas unidades "revisten un carácter físico, aludiendo a la unidad sobre la cual se realizará la cuantificación (línea, minutos, etc.)" (Rodríguez y otros, 1996, Pág. 207). Las más utilizadas para el análisis de textos son la palabra y la frase, de manera absoluta o como porcentaje sobre el total, también se ha utilizado el espacio físico ocupado por la información.

Por ejemplo, si nuestra unidad de registro fuera el tema, la unidad de enumeración podría ser la palabra, de esta manera se podría cuantificar el número de palabras dedicado a cada tema. Si la unidad de enumeración fuera el párrafo o el apartado de la memoria se cuantificaría el número de párrafos o apartados donde aparece reflejado cada tema. Con esta distinción entre unidad de registro frente a unidad de enumeración se puede evitar que se le de igual valor a la presencia de, por ejemplo, distintos temas que aparecen el mismo número de veces en el texto pero con una extensión diferente.

b) *Categorización.* "La categorización es una operación de clasificación de elementos constitutivos de un conjunto por diferenciación tras la agrupación por género (analogía) a partir de criterios previamente definidos" (Bardin, 1996, p. 90).

c) *Enumeración.* Se debe determinar una regla de enumeración, una escala de medida como la presencia o ausencia de unidades de registro dentro de las diferentes categorías (la más simple), la frecuencia con la que aparecen las distintas categorías representadas en relación al total posible, la frecuencia ponderada por la intensidad (si consideramos diferentes grados o intensidades en la aparición de un elemento), la dirección (si utilizamos escalas de bueno/ malo, positivo/ negativo...), etc. Se pueden utilizar combinaciones de las anteriores reglas.

Ejemplos de reducción de datos en trabajos de investigación en contabilidad financiera los podemos encontrar en:

Rogers y Grant (1997) analizan 187 informes de analistas *sell-side* intentando determinar las fuentes utilizadas en su elaboración y la medida en la que los diferentes documentos constitutivos de las cuentas anuales de las empresas analizadas se encuentran entre las mismas. Para ello descomponen el texto en frases o segmentos que hacen alusión a un hecho verificable (unidades de registro) que asignan posteriormente a alguna de

las seis categorías elegidas (descripción de la empresa, datos financieros y operativos, análisis de los datos financieros y operativos, etc.). La proporción de cada categoría sobre el total de unidades es la regla de enumeración.

Previts y otros (1994) estudian la información contenida en 479 análisis de 214 empresas elaborados por analistas *sell-side* y su relación con la suministrada por las CCAA. Para ello utilizan el AC buscando palabras/ frases (como "beneficio por acción" o "tesorería") y temas (alusiones al mercado, a los beneficios, a la estrategia,...) que respondan a las diferentes categorías informativas establecidas. La regla de enumeración es la presencia de las palabras/ frases y temas dentro de estas categorías.

Tinker y Neimar (1987) utilizan como objeto o referente las "discusiones y fotografías relacionadas con la construcción de nuevos hábitos de consumo". La medida utilizada es el espacio físico (unidad de enumeración) ocupado por dicho tipo de información como porcentaje sobre el espacio total (regla de enumeración).

Day (1986) estudia también el uso que los analistas hacen de la información contenida en las cuentas anuales (principalmente que información específica se usa y la importancia concedida a la misma). Para ello utiliza primero una técnica de análisis de protocolos sobre 15 analistas que elaboran un informe sobre las cuentas anuales de una misma empresa (a medida que el trabajo es realizado el analista, este tiene que "pensar en alto", transcribiéndose el proceso). Posteriormente aplicó un AC sobre las transcripciones donde se seleccionaron diversos temas (cuenta de resultados, balance, depreciación, origen y aplicación de fondos, segmentación por área geográfica, impuestos...) registrando la frecuencia y el orden de aparición.

Govindarajan (1980) a partir de 976 análisis bursátiles publicados en *The Wall Street Transcript*, estudia la importancia concedida en los mismos a los beneficios y a la tesorería (intentando determinar que concepto es más importante). El análisis aplicado, de carácter descriptivo, se realizó midiendo la frecuencia con la que se realizan (o no) análisis de beneficios y de tesorería (que serían en este caso los objetos o referentes), así como la importancia dada en cada caso (mayor, menor, igual) a cada uno.

Nuestra "unidad de registro" será el tema en el sentido indicado, no hemos considerado necesaria la configuración de "unidades de

enumeración" ya que lo que buscamos no es determinar la extensión o importancia que se le otorga a cada categoría informativa sino su presencia o ausencia.

Nuestras categorías, de carácter temático y como veremos con más detalle, se corresponderán con los diferentes *items* informativos relativos a las provisiones y contingencias (como por ejemplo para cada tipo de provisión, "análisis del movimiento de la cuenta", "criterio de contabilización", "Descripción general del método de estimación", etc.).

2.3.4.- Selección de los categorías.

a) Criterios de selección

La selección de los categorías informativas se puede realizar, en función del propósito del estudio, de diferentes maneras (Marston y Shrives, 1991):

- Por grupo de usuarios (inversores, acreedores, auditores). Esto supone considerar que la percepción de los componentes del grupo es estable, que el grupo es homogéneo y que también es homogéneo el significado de cada categoría dentro de cada grupo. Los trabajos que van dirigidos a un grupo de usuarios específico acostumbran a referirse a los analistas financieros. Para determinar cuales son las categorías informativas concretas de interés se puede acudir a, básicamente, dos alternativas:

1) Una alternativa sería analizar la literatura relevante para determinar cuales son estos posibles *items* para el grupo de usuarios objetivo y como método de selección entre los mismos utilizar entrevistas o encuestas como hacen Buzby³ (1974,1975) y Malone y otros (1993). Ambos trabajos solicitan a analistas financieros que otorguen puntuaciones por importancia para cada *item* informativo de los incluidos en una relación que les es suministrada y para la que permiten aplicar ponderaciones.

2) Otro procedimiento consiste en utilizar directamente índices contruidos por asociaciones de usuarios, así lo hacen Lang y Lundholm (1993, 1996), Sengupta (1998) o Healy y otros (1999) con el índice proporcionado en los informes de la FAF (*federation corporate information committee*) parte la AIMR's CIC (*Association of investment management and research corporate information committee*) relativo a la calidad de la información suministrada por las empresas al inversor.

³ En el anexo 6 se recogen las principales características de estos trabajos

Con este método se obvia el análisis de la información suministrada delegando su evaluación en los elaboradores del índice elegido. El problema de esta alternativa consiste, principalmente, en la misma existencia de un índice que evalúe características de la información similares a las que son objeto de la investigación, así como en las características del mismo (fiabilidad en su construcción, representatividad del organismo evaluador, etc.) sobre las que el investigador no tiene control alguno. En nuestro país no existen a la fecha índices de estas características. Entre las ventajas de esta vía se encuentra, principalmente, el hecho en si de disponer de un índice a partir del cual aplicar análisis más sofisticados sin tener que elaborarlo previamente. El ahorro de tiempo es manifiesto.

- Otros autores acuden a la legislación lo que es, para contenidos de tipo obligatorio, obviamente, la única vía⁴, o a recomendaciones de diferentes organismos (séptima y cuarta directivas de la UE en Raffournier (1995), o el IASB en Cooke (1989). Esta vía no restringe el grupo de usuarios objetivo de la información y resulta mas objetiva, por ello esta es la alternativa utilizada en nuestro trabajo.

b) Determinación de la categorías

La forma de contabilizar e informar sobre provisiones y contingencias en España, han sido tratadas por el Plan General de Contabilidad (1990), la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas en su Documento nº 11 (AECA, 1991) y la doctrina (por ejemplo, Martínez Churriague (1985), García y Vela (1989), Moneva (1990), Castrillo (1996) y Archel (1991). En el ámbito internacional la referencia la constituye la Norma Internacional de Contabilidad nº 37 (IASB, 1998). En la actualidad, las sociedades tienen la obligación de revelar en la memoria un conjunto mínimo de información sobre provisiones y contingencias, estando su libertad limitada a la posibilidad de no publicar aquello que consideren no significativo (punto 7.a. de las normas de elaboración de las cuentas anuales) o que pueda perjudicar su posición en disputas con otros grupos (NIC 37, epigrafe 92⁵).

A efectos de instrumentar la recogida de datos, se enumeró la información sobre provisiones y contingencias considerada relevante por:

⁴ Wallace y otros (1994) seleccionan los categorías informativas a partir de la normativa (PGC y CNMV) y consideran que, midiendo la amplitud de la información ofrecida, miden indirectamente el grado de información voluntaria.

⁵ Solo en casos "extremadamente raros" .

- El Plan General de Contabilidad.

- El documento de AECA nº 11 "Principios Contables. Provisiones, contingencias y acontecimientos posteriores al cierre" (AECA, 1991).

- La Norma Internacional de Contabilidad nº 37 (IASB, 1998) .

- Castrillo Lara (1996).

Una revisión de la literatura española no evidenció ninguna demanda de información adicional a las incluidas en los documentos anteriores.

Las dos primeras columnas del anexo 3 recogen los items informativos considerados relevantes sobre cada provisión y sobre las contingencias, así como el documento más influyente que expresa la necesidad de divulgarla. Se consideró información de revelación obligatoria exclusivamente a la incluida en el contenido mínimo de la memoria. Se estimó voluntaria el resto de la información consignada por AECA, el IASB y Castrillo (1996).

Dos hechos coyunturales han proporcionado datos adicionales sobre la revelación de información sobre provisiones y contingencias. El primero, el proceso de "externalización" de los compromisos por pensiones asumidos por las sociedades, requerido por la Ley 30/1995, de Ordenación y Supervisión de Seguros Privados, y prorrogado por la Ley 50/1998 que, a fecha de cierre de las cuentas anuales de 1998, estaba pendiente de desarrollo reglamentario. El segundo, la resolución de 20 de julio de 1998 del ICAC, sobre la información a incorporar en las cuentas anuales sobre el "Efecto 2000".

Las variables utilizadas para describir la información revelada por las sociedades se extrajo directamente de la primera columna del anexo 3.

2.3.5.- Escalas de medida empleadas.

El tipo de escala de medida empleada en la reducción de los datos (Marston y Shrivess, 1991) determinará las técnicas econométricas aplicables. Normalmente los índices no alcanzarán las propiedades de las escalas de

intervalo (que supondrían que cada categoría informativa o unidad medida vale lo mismo y que un índice de dos supone el doble de información que un índice de uno), sino de tipo ordinal (la medida solo determina el orden pero no la diferencia y un índice de dos supone más información que un índice de uno pero no el doble). No obstante existen diferentes opiniones al respecto, en el sentido de que el uso de escalas ordinales limite o no las técnicas econométricas a las no paramétricas. En la práctica, cuando se utilizan más de una variable independiente (lo más común), se alterna el uso de modelos probit y de regresión logística con modelos de regresión multivariante (ver anexo 6).

La ponderación de las categorías informativas pretende acercar la escala ordinal a una de intervalo (haciendo homogénea la valoración asignada a categorías informativas de diferente importancia), la práctica más extendida es no ponderar las categorías informativas⁶ aunque algunos autores lo hacen, por ejemplo Botosan (1997) pondera positivamente la información cuantitativa respecto a la cualitativa y para información de los distintos segmentos pondera la información de cada uno con el porcentaje de contribución de ese segmento al total de las ventas o beneficios de la empresa. Utilizar índices ponderados supone conocer las preferencias de los usuarios acerca de los diferentes elementos, lo cual puede resultar imposible si son considerados diversos grupos de usuarios de manera conjunta o si el grupo considerado no es lo suficientemente homogéneo.

Existe la posibilidad de establecer diferentes reglas de enumeración para diferentes categorías lo que determina una asignación distinta de valores atribuidos a los mismos dentro de la puntuación final (Shinghyv y Desay, 1971; Buzby, 1974):

.- Información si/ no revelada, por ejemplo: ¿Aparece reflejada la cifra de ventas?. La puntuación será habitualmente 1(si)/ 0(no).

.- Información susceptible de ser presentada con distinto grado de detalle, por ejemplo: ¿Se realizan predicciones relativas a las cifras de ventas futuras, se cuantifican, se cuantifican y se informa de los supuestos en los que se basan las proyecciones?, otorgándose puntuaciones intermedias, por ejemplo Wallace y otros (1994) puntúan en función de la cantidad de información suministrada acerca de cada categoría informativa como indicativo de su calidad y Gamble, y otros (1995) también, puntuando desde 0 para una simple mención del ítem hasta 12 cuando la información incluye la evaluación del efecto de la información suministrada dentro de esa

⁶ Una discusión a este respecto en Giner (1995, Pág. 93)

categoría en términos de tesorería , pasando por niveles intermedios de información. Bae y Sami (2001) puntúan con 0 cuando no se menciona el ítem, 1 si se menciona como inmaterial, 2 si se informa de manera vaga acerca del mismo, 3 si se describe, 4 si se evalúa y 5 si se reconoce e incluye en los EEFF, Cornier y Magnan (2000) puntúan con 0 la ausencia, 1 la mención general, 2 la mención específica y 3 la descripción cuantitativa.

.- Presencia de diferentes componentes parciales que configuran la categoría informativa, por ejemplo, si se busca información sobre pensiones, se puede considerar que una información adecuada está compuesta por diferentes sub-elementos definidos como el tipo de interés utilizado, el método de actualización, la naturaleza de la contraprestación, etc... Este tipo de ponderación la utiliza Scott (1994) que puntúa por una parte (utiliza dos índices) 0-1-2 para respectivamente: ninguna información; información relativa a los costes del plan de pensiones e información relativa a los costes y a las bases de la estimación de los intereses y por otra parte otorga una puntuación de 0 a 6 en función de los detalles del plan incluidos

.- Otras codificaciones se centran en la recogida de otros aspectos (distintos de la cantidad o completitud de la información perteneciente a diferentes categorías y subcategorías) y podríamos decir que utilizan técnicas más sofisticadas de análisis de contenido, buscando algo más que una descripción de la presencia-ausencia de determinadas categorías informativas y empleando reglas de enumeración más complejas

De esta manera en Francis y otros (1994) a partir de una base de datos de prensa económica, de información suministrada por las empresas en notas de prensa y a los organismos reguladores así como de informes de los analistas (*Dialog data base*) codifican las diferentes categorías por fuente, tipo (relativa a beneficios, productos, presupuestos, etc.), tono (positivo, negativo o neutro) y redundancia (información nueva o redundante).

En Frost y Pownall (1994) se clasifica la información obtenida de diversos informes provistos por las empresas considerando su frecuencia (el número de categorías informativas de información no redundante) y su distancia temporal con respecto a los EEFF (medido por el número días entre el momento en el que la información fue suministrada y el final del ejercicio fiscal considerado, distancia positiva para información histórica y negativa para la información prospectiva).

Sydseff y Weetman (1998) consideran, para cada categoría, aspectos tales como (entre otros) el grado de especificidad (2 = altamente específico, cuantitativo y detallado; 1 = mezcla de específico e inespecífico y 0 = inespecífico, generalidades) o la conexión de la unidad con otras como diferencia entre la narrativa y la simple enumeración (2 = el nexo es causal –causa efecto- o adversativo –modifica o matiza una observación previa-; 1 = el nexo es aditivo –explica o abunda- y 0 = no hay nexo).

Smith y Taffler (1992) estudian otras características de los informes del director (*Chairman's Statements*) como su claridad (medida en la que puede ser adecuadamente comprendido por usuarios no especializados) o legibilidad utilizando índices específicos.

Un problema complejo en la enumeración es el que presentan aquellas categorías informativas no aplicables a todas las empresas de la muestra. Este problema se puede solventar dividiendo el valor total obtenido entre el valor total posible para cada empresa en concreto.

Nuestra regla de enumeración, como se muestra en la columna 4 del anexo 3, ha sido la siguiente:

Las categorías informativas se evalúan como 1 si aparecen y como 0 si no lo hacen. Esta fue la regla de enumeración que pretendíamos aplicar en un principio a todas las categorías por considerar que era la más objetiva de las posibles habida cuenta nuestro objetivo de evaluar, precisamente, la presencia o ausencia antes que cualquier otra característica como el espacio ocupado o el documento específico en el que aparecían. Del análisis de los primeros documentos llegamos a la conclusión de que esta regla no era suficientemente precisa para cuantificar el contenido informativo de determinadas categorías, específicamente las definidas como "criterio de contabilización" y "cálculo de cada uno de los riesgos cubiertos", por ello decidimos desglosarlas de la siguiente manera:

a) "Criterio de contabilización": En un número considerable de memorias nos encontramos con la enunciación de criterios de contabilización que se limitaban a replicar los incluidos en las normas de valoración correspondientes del PGC, frente al suministro de información más precisa por parte de otras empresas. Por ello decidimos evaluar esta circunstancia desglosando esta categoría en tres en función de si: no se

proporcionaba información alguna; la información no era mayor que la recogida en el PGC o la información era superior a la recogida en el PGC.

b) "Cálculo de cada uno de los riesgos cubiertos" : es posible que los riesgos cubiertos por una provisión sean varios aunque la cantidad reflejada en el balance sea solo una, por ello consideramos que, para cumplir adecuadamente con la obligación de informar sobre esta categoría, era necesario especificar los riesgo cubiertos (aunque solo fuera uno) y, en el caso de ser varios, desglosarlos. Atendiendo a lo anterior dividimos la categoría en las siguientes: no se revela información; solo existe un riesgo, que se cuantifica; existen varios riegos, pero no se desglosan las cuantías, y existen varios riesgos y se desglosan las cuantías.

En nuestro primer análisis de los datos, objeto de este capítulo, solo utilizamos un análisis descriptivo de la frecuencia con la que se presentan las diferentes categorías. Posteriormente y a partir de las mismas construimos dos índices (ver tabla 5.2) que resumían la información ofrecida por cada empresa. El primer índice (absoluto) fue construido de manera aditiva, añadiendo el valor uno si la categoría informativa se encontraba presente y cero en caso contrario. Para obtener el segundo índice (relativo) se dividió el índice absoluto por el número máximo de categorías posible en cada empresa. Para ello se consideró que, en el caso de que apareciera en el balance reflejada una provisión determinada, este máximo posible era el total de categorías determinado para esa provisión.

Tabla 5.2. Definición de los índices empleados

<i>Variable</i>	<i>Descripción</i>
Total ítems	Número de categorías presentes en la memoria de la sociedad
Ítems relativos	Magnitud "Total ítems" dividida por el número de categorías máximo posible para cada empresa

Estos índices serán utilizados en la siguiente fase de nuestro trabajo empírico.

2.3.6.- Fiabilidad y validez de la investigación

Como señalan Marston y Shrives (1991) o Milne y Adler (1999) la fiabilidad (o posibilidad de replicación del estudio, por terceras personas o por el mismo investigador, obteniendo similares resultados) y validez (o responder a la pregunta ¿estamos midiendo lo que queremos medir?)

alcanzadas por el índice elegido constituyen aspectos clave que no pueden ser obviados por el investigador y que deberán ser discutidos necesariamente en los trabajos. Por nuestra parte consideramos que la importancia de informar explícitamente acerca de los mecanismos de control utilizados (como prueba indirecta de fiabilidad) crece con el aumento en la subjetividad presente en la aplicación de la medida o índice empleado. Asimismo la justificación de la composición del índice elegido es necesaria para poder valorar la validez del mismo.

Resulta fundamental clarificar el proceso de asignación de elementos a las distintas categorías, especialmente cuando existen distintos investigadores codificando. Idealmente cualquier codificador debería asignar los elementos de igual forma en cualquier momento del tiempo.

A este respecto las posturas de los autores de los diferentes trabajos son divergentes (como Marston y Shrives, 1991, ya señalan para los incluidos en su revisión), así algunos se extienden en una meticulosa descripción del índice empleado, técnicas de validación, fiabilidad y control utilizadas mientras que otros no hacen mención alguna a dichos aspectos. Así Botosan (1997) comprueba la validez de su índice comparándolo (analizando su correlación) con diversas medidas de información suministrada (con las que supone una correlación positiva por constituirse también en medidas indicadoras de las estrategias de comunicación voluntaria de la empresa):

- El número de artículos escritos en el *Wall Street Journal* acerca de cada firma en el ejercicio estudiado.

- El número de analistas que siguieron a cada empresa durante el ejercicio.

- Diversas características de las empresas como el tamaño, modalidad de cotización, apalancamiento y tamaño del auditor, al ser estas características las que habitualmente se encuentran asociadas a este tipo de índices. Por último lo compara con los *rankings* sobre información del AIMR's.

También estudia las correlaciones existentes entre los diferentes componentes del índice al entender que las estrategias de información son coordinadas entre las diferentes sub-categorías informativas.

Un examen tan exhaustivo de la validez del índice utilizado no es habitual, siendo más común (ver anexo 6) construir los índices a partir de

categorías informativas utilizadas en trabajos anteriores, recogidos por la normativa o elegidos por los autores en función de su propio criterio aunque sin contrastar la validez (por lo menos de manera explícita).

Nuestras categorías pretenden medir la cantidad de información revelada por las empresas. En este sentido entendemos que la validez de las correspondientes a información obligatoria es muy elevada en cuanto que la norma de referencia es muy concreta en su extensión y contenido. Respecto a las categorías correspondientes a la información de carácter voluntario consideramos que su validez se encuentra razonablemente asegurada por la revisión bibliográfica realizada.

También varía la atención dedicada en los trabajos a describir la forma en la que son aplicados los índices a las empresas estudiadas así como a los mecanismos de control de dicho proceso (de la que denominábamos fase de análisis), variando desde detalladas explicaciones (las menos) como las presentadas en Gamble, y otros (1995) o Bhojraj y otros (2000) a la ausencia de mención alguna a dichos mecanismos (lo más habitual). Generalmente los métodos de control consisten en la toma de datos por parte de más de un investigador y el contraste periódico de los mismos.

En nuestro caso, para reducir la posibilidad de errores y evitar que la ambigüedad de los informes anuales o que la subjetividad inherente a la evaluación degradasen la fiabilidad de los resultados, el proceso de recogida de datos fue sometido a diversos procesos de control. Estos controles consistieron en:

a) La realización de un doble proceso de búsqueda de los datos por cada evaluador (dos), por los correspondientes epígrafes y rastreando diversos términos en los ficheros informáticos que contienen los informes anuales⁷.

b) La elaboración de una tabla de definiciones y aclaraciones (incluida en las tablas del anexo 3).

⁷ El único tratamiento informático empleado en esta fase de nuestro trabajo fue la utilización de las funciones de búsqueda automática por términos clave (como provisión, contingencia, riesgo, estimación) del programa informático (*adobe acrobat*) en cuyo formato se encuentran las memorias e informes de gestión obtenidas de la página web de la CNMV, que facilitaron y aumentaron el rigor de la búsqueda realizada mediante la lectura de los documentos.

c) La comparación, discusión y resolución periódica de las discrepancias surgidas entre evaluadores. En nuestra opinión, los errores de evaluación que hayan sobrevivido a dichos procesos deben ser mínimos.

3.- ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

3.1.- Desajustes entre los criterios de contabilización y clasificación empleados

En pocas ocasiones se manifiesta tan claramente la importancia de la información revelada, para proporcionar al usuario una imagen fiel de la sociedad, como en aquellas en las que evidencia desajustes entre los criterios de contabilización y clasificación empleados y los aceptados con carácter general. Incluso en una muestra de empresas cotizadas, auditadas y sometidas a los controles de la CNMV y de la prensa económica, se aprecia que, de las 68 sociedades analizadas:

.- Tres reconocen haber incrementado el resultado del ejercicio con cargo a reservas, con el objetivo de poder reducir el impacto que las dotaciones sobre provisiones para riesgos y gastos tenían sobre los beneficios (en los tres casos esta circunstancia supone una salvedad en el informe de auditoría).

.- Una sociedad reconoce haber abonado directamente con cargo a cuentas de reservas las provisiones para riesgos y gastos, por lo que las dotaciones respectivas no se incorporan al resultado del ejercicio (también supone una salvedad en el informe de sus auditores).

.- Seis sociedades revelan haber realizado dotaciones para provisión de riesgos generales, lo que no se admite generalmente (solo en tres de ellas supone una nota en el informe de auditoría).

.- Dos sociedades reconocen como provisiones para riesgos y gastos las depreciaciones sufridas en activos financieros (circunstancia no recogida por el informe de auditoría).

.- Varias sociedades cometen errores de clasificación, al incluir, por ejemplo, en las "Deudas comerciales a corto plazo" las "Provisiones para otras operaciones de tráfico", en las "Provisiones para operaciones de

tráfico" las "Provisiones para riesgos y gastos a corto plazo" o en las "Provisiones para responsabilidades" las "Provisiones para pensiones" o los gastos previstos derivados del "efecto 2000" y de la adaptación al euro (circunstancias no recogidas por el informe de auditoría).

3.2.- Características generales de la información revelada

Las características generales de la información revelada sobre provisiones son las siguientes (la frecuencia de la información revelada puede encontrarse en la última columna de la tabla incluida en el anexo 3 y de forma resumida en la tabla 5.3):

Las sociedades sólo parecen cumplir sistemáticamente con la obligación de revelar los movimientos ocurridos en las partidas a lo largo del año (32 de 37 en las Provisiones para pensiones, 20 de 26 en las Provisiones para responsabilidades y 42 de 52 en las Otras provisiones del grupo 1).

La irrelevancia de la información publicada sobre criterios de contabilización. Aunque la mayoría de las sociedades los declaran, no suelen ser más informativos que los del PGC. Así, de las 26 sociedades que reconocen Provisiones para responsabilidades, sólo una enuncia el criterio de contabilización de forma más precisa que el formulado por el PGC y de las 52 que cuentan con Otras provisiones del grupo 1 y de las 37 que poseen Provisiones para pensiones, sólo 11 en cada caso.

La superficialidad con la que se describen los riesgos. De las 26 sociedades que tienen Provisiones para responsabilidades, sólo 9 las describen de forma más precisa que el PGC. De las 37 que tienen dotadas Provisiones para pensiones, 32 indican los riesgos que cubren (jubilación, viudedad, orfandad...), pero sólo 18 proporcionan una información minimamente más precisa (por ejemplo, declarando si el desembolso toma forma de renta o de capital). Probablemente debido a la potencial heterogeneidad de las partidas incluidas dentro de las Otras provisiones del grupo 1, sólo en este caso la mayoría de las sociedades proporcionan una descripción más explícita que la del PGC: de las 52, 35.

El informar de riesgos en términos de certeza. Así:

.- De las 26 sociedades que reconocen Provisiones para responsabilidades, únicamente 2 describen el método de estimación y sólo

una informa de las dificultades surgidas en la estimación, la incertidumbre en las fechas o las cantidades y las hipótesis relativas a hechos futuros.

.- De las 52 sociedades que reconocen Otras provisiones del grupo 1, sólo 9 describen el método de estimación utilizado, 2 revelan las hipótesis relativas a los hechos futuros, una las dificultades surgidas al realizar la estimación y ninguna las incertidumbres relativas a cantidades o fechas de realización.

.- Respecto a las Provisiones para pensiones y obligaciones similares, de las 37 sociedades que poseen fondos internos, 21 indican el tipo de capitalización utilizado y 19 describen el método de estimación. El proceso de estimación, sin embargo, se enuncia en términos de certeza, a pesar de que algunas sociedades han tenido que efectuar, en el ejercicio analizado, dotaciones extraordinarias a los fondos, originadas principalmente con motivo del ajuste del tipo de capitalización, y prácticamente todas las sociedades que habían "externalizado" sus planes de pensiones habían tenido que reconocer pérdidas por este motivo. A pesar de ello, ninguna sociedad informa de dificultades especiales en la estimación de las provisiones.

3.3.- Información revelada por tipo de provisión

Por tipo de provisiones, destaca la escasez de información sobre las Provisiones para responsabilidades y sobre Provisiones para otras operaciones de tráfico (lo que imposibilitó cualquier análisis estadístico ulterior). Respecto a las Provisiones para responsabilidades, de los 59 datos revelados, 20 correspondían al análisis de los movimientos sufridos por la partida a lo largo del ejercicio y otros 33 eran divulgados por sólo 5 de las 26 sociedades. Curiosamente, tres de estas 5 sociedades reconocían riesgos inferiores a 350 millones de Ptas. (tercer decil de la muestra) y ninguna los tenía superior a 3.000 millones de Ptas. (octavo decil de la muestra).

Tabla 5.3. Características generales de la información revelada

	<i>Provisión para pensiones</i>	<i>Provisión para responsabilidades</i>	<i>Otras provisiones el grupo 1</i>
Revelan movimientos	32/37	20/26	42/52
Criterios de contabilización más informativos que PGC	11/37	1/26	11/52
Describen los riesgos	18/37	9/26	35/52
Describen método de estimación	-	2/26	9/52
Informan dificultades en estimación	-	1/26	1/52
Informa de incertidumbre en las cantidades	-	1/26	0/52
Informa de hipótesis sobre hechos futuros	-	1/26	2/52

En 9 de las 19 empresas que tenían dotadas Provisiones para otras operaciones de tráfico, éstas recogen Provisiones por terminación de obras. Ni éstas ni las otras 10, revelan prácticamente información alguna (en las nueve sociedades con Provisiones para otras operaciones de tráfico superiores a los 2.000 millones, sólo se encontraron 4 datos de los 63 posibles: 9 sociedades x 7 variables). Este hecho debe valorarse sabiendo que ninguna de las variables buscadas en esta provisión forma parte del contenido mínimo de la memoria.

La cantidad de información revelada sobre Provisiones para pensiones y Otras provisiones del grupo 1 (exceptuadas las provisiones para responsabilidades) era superior.

3.3.1.- Provisiones para pensiones:

La tabla 5.4 recoge las frecuencias relativas a la información revelada sobre Provisiones para pensiones, ordenada por el saldo de la partida y distinguiendo entre las variables obligatorias y las voluntarias. Puede observarse que, al crecer el saldo final de la partida de Provisiones para pensiones, aumenta la información revelada, independientemente de que forme o no forme parte del contenido mínimo de la memoria. Las variables incluidas en el contenido mínimo de la memoria son reveladas más frecuentemente. Incluso si no se tiene en cuenta el "análisis del movimiento de la partida a lo largo del ejercicio" (la variable más frecuentemente revelada) la diferencia sigue siendo apreciable. Sorprendentemente, ni las sociedades con un mayor volumen de provisiones cumplen exhaustivamente las obligaciones de revelar información (sólo publican el 63

% de los items obligatorios), aunque proporcionan una abundante información no obligatoria (52% de los items voluntarios).

Tabla 5.4. Información revelada sobre provisiones para pensiones

	<i>% de items revelados</i>	<i>% de items del PGC revelados</i>	<i>% de otros items revelados</i>	<i>% de items del PGC revelados sin movimientos</i>
Primer cuartil (entre 0 y 400 millones)	22	29	13	20
Segundo cuartil (entre 400 y 1.170)	32	44	16	37
Tercer cuartil (entre 1.170 y 8.500)	41	54	22	48
Cuarto cuartil (superior a 8.500 millones)	58	63	52	57
Medias	39	48	26	41

3.3.2.- Otras provisiones del grupo uno.

La tabla 5.5 recoge las frecuencias relativas a la información revelada sobre las Otras provisiones del grupo 1 (exceptuadas las provisiones para responsabilidades), ordenada por el saldo final de la partida y distinguiendo entre las variables obligatorias y las voluntarias. Al igual que en el caso de las Provisiones para pensiones, al crecer el saldo final aumenta la información revelada. Sin embargo, la cantidad de información es sensiblemente menor, debido a la inexistencia de información voluntaria, puesto que el porcentaje de información obligatoria publicada es muy similar.

Tabla 5.5 Información revelada sobre otras provisiones del grupo 1

	<i>% de items revelados</i>	<i>% de items del PGC revelados</i>	<i>% de otros items revelados</i>	<i>% de items del PGC revelados sin movimiento ni descripción</i>
Primer cuartil (entre 0 y 550 millones)	20	34	2	23
Segundo cuartil (entre 550 y 1.900)	22	40	0	21
Tercer cuartil (entre 1.900 y 8.400)	25	42	4	18
Cuarto cuartil (superior a 8.400 millones)	25	54	0	23
Media	24	42	1	21

3.3.3.- Contingencias

El término contingencia se utilizó principalmente como sinónimo de riesgo provisionable. Sólo 5 empresas publicaron información sobre contingencias en sentido estricto. Dada la baja frecuencia de aparición no es posible realizar ningún análisis.

3.3.4.- Efecto 2000

Todas las sociedades informan del "efecto 2000" (frecuentemente de forma extensa y en algunos casos dedicándole más de una página) para concluir, sin excepción, que no tendrá impacto significativo sobre la marcha de la sociedad y que los costes, provisiones, inversiones y compromisos incurridos carecen de relevancia. De las 68 sociedades, 43 indicaron los planes de actuación y los plazos, 36 los gastos incurridos, 33 los compromisos futuros sobre inversiones, 25 las provisiones efectuadas, 23 las inversiones realizadas y los efectos sobre la estructura.

4.- RESUMEN Y CONCLUSIONES

Los datos indican que, posiblemente, la primera aportación de la información revelada sea evidenciar la elección de criterios de contabilización o de clasificación no aceptados con carácter general. Esto se ha manifestado en una proporción pequeña (pero significativa) de sociedades cotizadas, auditadas y sometidas a la supervisión de la CNMV y de la prensa económica.

Con carácter general, además, las empresas cotizadas:

a) Sólo informan sistemáticamente de los saldos de las partidas y de los movimientos sufridos a lo largo del ejercicio.

b) No proporcionan información relevante sobre los criterios de contabilización empleados.

c) No describen los riesgos provisionados más allá de las definiciones genéricas contenidas en el PGC.

d) Informan sobre riesgos en términos de certeza. Además, las sociedades aprovechan sistemáticamente la oportunidad de no revelar información que pueda perjudicar su posición en disputas con otros grupos.

Respecto a la escasez de información, se podría argumentar que los emisores:

a) Entienden que la información relevante para la toma de decisiones se limita a los saldos y movimientos de las provisiones, lo que sólo podría considerarse aceptable en los riesgos considerados escasamente significativos, y/o

b) Estiman que informes anuales más exhaustivos o complejos probablemente perjudicarían la toma de decisiones, al superar la capacidad del decisor. Ambos argumentos, difíciles de sostener a la vista de los saldos finales de las provisiones y de la evidencia empírica sobre la importancia del resto de la información, serían además incoherentes con la atención prestada a otras cuestiones probablemente menos relevantes (por ejemplo, la repetición de las normas de valoración aplicadas y de las definiciones de las cuentas, aun cuando éstas no difieran en absoluto de las contenidas en el PGC). Al justificar de esta forma la ausencia de información, también olvidamos que tanto el FASB en su SFAC nº 1 (FASB, 1978) y nº 2 (FASB, 1980) como el IASB en su marco conceptual (IASB, 1989) asumen:

a) que el usuario de los estados contables tiene un razonable conocimiento de la contabilidad y de las actividades empresariales y económicas y un deseo de estudiar la información con razonable diligencia y

b) que no debe excluirse de los estados financieros información relevante sólo porque sea difícil de comprender por algunos usuarios.

Aunque ni las sociedades con mayores provisiones para riesgos y gastos cumplen exhaustivamente con sus obligaciones, se ha comprobado que el contenido mínimo de la memoria condiciona fuertemente la información revelada. En el mejor de los casos (Provisiones para Pensiones), la información voluntaria es revelada con una frecuencia significativamente inferior, y en los peores (Provisiones para otras operaciones de tráfico y Otras provisiones del grupo 1), la información voluntaria es inexistente. Estos datos

parecen pronosticar un escaso éxito de los documentos que animan a publicar información voluntariamente o que enuncian las obligaciones de revelación tan ambiguamente que, en la práctica, permiten a las sociedades interpretar la extensión de sus obligaciones.

La presentación de los riesgos en términos de certeza pervierte los mecanismos desarrollados por el Marco Conceptual para tratar con la incertidumbre, otorgándose a las cifras de provisiones de un grado de incertidumbre menor del real, que se mantiene desconocido para el usuario.

La constatación del bajo nivel de cumplimiento de la norma y de los supuestos que la sostienen no ha llevado a preguntarnos por los motivos de las empresas para desarrollar estas estrategias informativas y no otras. A esta pregunta intentaremos dar respuesta en el siguiente capítulo.

CAPÍTULO 6: Determinantes del suministro de información.

1.- INTRODUCCIÓN

La búsqueda de una racionalidad económica subyacente al suministro de información por parte de las empresas ha dado lugar a una importante corriente de literatura en la que se encuentran contabilidad, finanzas y teoría económica. A esta corriente se le ha denominado *disclosure literature*, término que podríamos traducir como literatura relativa a la divulgación, revelación o suministro de información. La importancia del área para la contabilidad financiera es elevada, en este sentido Verrecchia (2001) considera que, si no establecemos un vínculo entre el estudio de los informes financieros (*financial reporting*) y las consecuencias económicas de los mismos (Verrecchia, 2001, Pág. 98) "*Se podría acusar a la investigación en contabilidad financiera de que su único objeto es el estudio de la llevanza de libros y la emisión de opiniones ausente toda motivación económica*".

En un mercado completo y perfecto el papel de la contabilidad es muy pequeño y no tiene sentido estudiar los motivos que determinan las estrategias de información o la elección contable. No obstante, las variaciones presentes en los mercados reales con respecto a estos escenarios teóricos de información perfecta, como son la existencia de asimetrías informativas y de costes de transacción, dotan de significado y relevancia a la investigación sobre la información contable.

El estudio de los motivos que justifican el suministro de información nos dará la base teórica que servirá de soporte para esta segunda parte del estudio empírico. A partir de los índices de información suministrada obtenidos en la primera parte buscaremos una explicación para los mismos utilizando las variables que esta literatura nos sugiere. Todo ello considerando las peculiares características del tipo de información medida.

2.- MODELOS TEÓRICOS QUE INTENTAN EXPLICAR EL SUMINISTRO DE INFORMACIÓN

2.1.- Modelos analíticos

Los primeros intentos de justificar el suministro de información por parte de las empresas se basan en la existencia de mercados imperfectos en lo que a la información se refiere. Oferentes y demandantes no poseen información de igual calidad. Akerlof (1970) plantea el problema de selección adversa que suponen las asimetrías informativas para el comercio de la siguiente manera:

.- La asimetría informativa consiste en que el vendedor está mejor informado que el comprador acerca del producto objeto de la (posible) transacción (posee lo que se denomina información confidencial o privada).

.- El comprador (que conoce la existencia de la información privada) es escéptico ante el carácter de esa información (si se oculta información es porque esta es mala), luego piensa que por el precio ofertado solo obtendrá bienes de valor igual o inferior a ese precio.

.- Por lo tanto, el comprador solo estará dispuesto a adquirir bienes por un precio igual al valor promedio de todos los ofertados, concretándose el problema denominado de selección adversa, desfavorable o negativa (*adverse selection*).

.- El vendedor con buenos productos (más valiosos que esta media) se ve expulsado del mercado por aquel con malos productos (menos valiosos que la media). Si esto sucede de manera iterativa, en el límite, solo quedan en el mercado los peores productos con lo que la disfunción dentro del mismo es evidente.

El vendedor "bueno" necesita informar convincentemente al comprador acerca de la calidad por encima de la media del producto ofrecido. El suministro voluntario de información privada tiene sentido.

Ante este problema de selección adversa surgen teorías que explican los mecanismos que tiene la empresa para suministrar información creíble, básicamente son dos: teoría de la señal y de la revelación de información ("disclosure"). La diferencia más importante (Marra, 2001, Pág. 8) es que la teoría de la información "confía" en la información financiera como mecanismo de comunicación (o sea, la contabilidad puede ser mala pero no tanto como para preferir otros instrumentos de comunicación) y la considera el canal prioritario para suministrar información antes que otros estudiados por la teoría de la señal como pueden ser la política de dividendos o de financiación, los sistemas de incentivos de los directivos, etc.

La teoría de la revelación de información es inicialmente desarrollada por Grossmann (1981) y Milgrom (1981) bajo los supuestos siguientes:

- La información no supone un coste para la empresa.
- El mercado conoce la existencia de información confidencial.
- La información suministrada es fiable (el vendedor no miente) y el receptor confía en su veracidad.
- Todos los receptores interpretan la información (o su ausencia) de igual manera.

Como se supone que el comprador, en ausencia de información, descuenta el peor escenario (malas noticias) el equilibrio solo se alcanza con el suministro de toda la información privada disponible (*full disclosure*). En la realidad, por el contrario, observamos como este equilibrio de total suministro no se produce. Diferentes autores han construido modelos que intentan explicar esta circunstancia, principalmente a partir de violaciones en los supuestos anteriores.

Verrecchia (1983) considera que existen motivos para no informar, diferentes a que las noticias sean malas y el principal es el hecho de que el suministro de información es costoso para la empresa, que se ve obligada a

llegar a un compromiso entre los costes y los beneficios de informar. La empresa se enfrenta a dos tipos de costes:

.- Informar tiene costes directos (los costes de producción y emisión de la información).

.- Pero también indirectos. Como la información no va dirigida solo a una audiencia (el cliente o el mercado de capitales si estamos tratando de maximizar el valor de las acciones de la empresa) sino a varias de manera simultánea (en el modelo de Verrecchia, 1983, a los clientes y la posible competencia) y la reacción de las diferentes audiencias tiene efectos encontrados para la empresa (positivos por parte del comprador que evita la selección adversa, negativos por parte del posible competidor que podría decidir entrar en el mercado) informar tiene también costes indirectos, los llamados costes del propietario (*proprietary costs*) como el aumento de la competencia, la presión de los sindicatos por mejoras laborales o de las instituciones imponiendo una regulación más restrictiva o mayores impuestos, etc.. *Luego existe un motivo para la no revelación de información diferente a que esa información sea mala.*

El umbral de información o cantidad de información óptima a suministrar, depende de un análisis coste (los anteriores)/ beneficio (incremento en el valor de mercado de la empresa). Luego existen equilibrios parciales de suministro de información. La comunicación es un proceso complejo en el que existen múltiples equilibrios teóricos en función de diferentes factores.

Los costes indirectos para Verrecchia (1983) son fijos y si se informa siempre se producen (son exógenos a la empresa), una aproximación más precisa (y real) a los costes propietarios la da Wagenhofer (1990) que considera que los costes indirectos pueden no producirse aunque se informe (p.e. puede que no se produzcan entradas de competidores o peticiones de aumento salarial o aumentos de la norma estatal,... a pesar de que la empresa suministre buenas noticias). Esto supone que el equilibrio informativo ya no solo depende de la magnitud de los costes sino de la probabilidad de que estos efectivamente se produzcan tras el suministro de información. Ambos factores, coste y probabilidad, que se suponen externos a la empresa (que no los controla) determinan los diferentes equilibrios y así:

- Existen diferentes equilibrios que suponen el suministro total de información (el ejemplo más claro es aquel en el que el mercado es poco competitivo y las barreras de entrada son muy altas y la empresa preferirá informar y así aumentar su valor ya que la presencia de información no le amenaza de la entrada de nuevos competidores¹).

- Y también existen equilibrios parciales (p.e. revelar niveles "promedio" de información y/ o aumentar la información cuando esta alcanza la categoría de "muy buena"). Estos equilibrios parciales se suponen predominantes en la práctica.

Dye (1985) plantea el problema de que algunos vendedores pueden no tener nada de los que informar pasando esta circunstancia desapercibida por el mercado (contra un supuesto de partida del resto de los modelos), entonces:

- Los vendedores "malos" pueden aprovechar para hacer lo mismo (no informar), en este caso el valor de la empresa que resulta del equilibrio informativo (que es parcial) es menor que el valor esperado de las firmas no informadas.

- Una vía para forzar la información (mala) es la presencia de otras fuentes de información ajena a las empresas. Cuando crece la información presente en el mercado (como sucede al final de los ejercicios) hay más "presión" para el suministro.

Crawford y Sobel (1982) eliminan el supuesto de información fiable planteando la posibilidad de que los managers mientan (*cheap talk*) y que *a priori* esto sea imposible de detectar. La conclusión es que, aun en este caso, la información tiene propiedades señalizadoras para los receptores y que se producen equilibrios de suministro de información (parciales).

Farrel y Gibbons (1989) plantean la posibilidad de dos "canales" de información, uno privado y otro público, varias audiencias y categorías de información fiable y no fiable, llegando a diversos equilibrios en función de las diferentes combinaciones (canal, audiencia, categoría...).

¹ Pero en el caso contrario, cuando el mercado es muy competitivo y las barreras de entrada son muy bajas, la empresa también puede preferir informar y aumentar así su valor ya que la ausencia de información no le protege efectivamente de la entrada de nuevos competidores.

Como observaciones críticas a todos los modelos analíticos anteriores podemos señalar (Mara, 2000):

- Si la información es costosa el mercado no es perfecto ni eficiente (con el consiguiente problema para los diferentes conceptos de equilibrio con los que trabajan los modelos: maximizar el precio de las acciones ya no es lo mismo que maximizar la riqueza de los accionistas).

- Los problemas de agencia no son tenidos en cuenta como determinantes de la información.

En cualquier caso la complejidad de construir modelos analíticos representativos de los diferentes supuestos obliga a una simplificación de los mismos que puede resultar elevada pero que constituye un tributo necesario a este tipo de investigación.

2.2.- Otros beneficios y costes del suministro de información.

El adecuado suministro de información a los mercados es fundamental para su eficiente funcionamiento mejorando la asignación óptima de los recursos. Además de evitar los problemas de selección adversa, el suministro de una mayor información al mercado parece tener otros efectos positivos para la empresa, así la evidencia indica, para las empresas que suministran más información, un aumento en la inversión institucional y en la liquidez y rendimiento de las acciones así como un mayor seguimiento por los analistas (Healy y otros, 1999); un incremento en el seguimiento de los analistas y menor dispersión de sus pronósticos de resultados, pronósticos que son más precisos y cuyas revisiones varían menos (Lang y Lundholm, 1996); un menor coste de la deuda (Sengupta, 1998); un menor coste de capital (Botosan, 1997); mayor liquidez y reducción en la "horquilla de precios" (*bid-ask spread*) (Leuz y Verrecchia, 2000).

Healy y Palepu (2001, Pág. 424) consideran que "*La hipótesis de los costes del propietario puede ser extendida potencialmente para incluir otras externalidades procedentes de la revelación de información*" haciendo referencia a los costes políticos y contractuales que para Watts y Zimmerman (1978) condicionan la elección contable (concretamente su actitud ante los estándares contables). Entendemos que esta observación es correcta, por lo menos por lo que respecta a los costes políticos, existiendo otros puntos en común entre la teoría de los costes del propietario y el trabajo de Watts y

Zimmerman (1978) donde también se incluyen como condicionantes de la elección contable los costes de elaboración de la información y los ocasionados por los sindicatos en la negociación laboral.

Como principal problema de este enfoque coste/ beneficio se ha señalado el posible carácter endógeno de las variables relacionadas en la literatura (Healy y Palepu, 2001, Págs. 430-431). Por ejemplo, podría suceder que la mejora en el rendimiento de las empresas fuera la causa y no la consecuencia de la revelación de información. La utilización de medidas de la información referidas a periodos anuales (generalmente obtenidas de las CCAA o de índices que las evalúan) hacen difícil establecer de manera precisa la secuencia temporal causa/ efecto.

2.3.- Los problemas de agencia

Se ha considerado que no es posible entender la determinación de las políticas de revelación de información de las empresas sin tener en cuenta, al mismo tiempo que el enfoque coste/ beneficio (desde el punto de vista de la empresa como tal) derivado de la existencia de asimetrías informativas, otros factores endógenos que influyen en las mismas, principalmente, la actuación de los directivos y la política de gobierno corporativo de las empresas. Los tres factores se encuentran íntimamente relacionados. En este sentido Core (2001) afirma que:

- Las políticas de información óptimas para la empresa (aquellas que maximizan su valor) permiten una cierta cantidad de manipulación por parte de los directivos (ya que es demasiado costoso evitar absolutamente toda la manipulación que, de todas formas, y a unos niveles razonablemente bajos, no invalida la credibilidad de la información).

- Las estructuras de gobierno corporativo de la empresa determinan la fidelidad con la que los directivos se ajustan a estas políticas óptimas de revelación.

Luego las diferencias transversales en las políticas de información dependerán de :

- Cual sea la política óptima de revelación considerada para la maximización de valor para el accionista en función de las asimetrías informativas existentes, los posibles costes del propietario...

- La capacidad de la estructura de gobierno corporativo de la empresa para implementar esta política óptima sin manipulación (limitando la discrecionalidad de los directivos al mínimo razonable).

- Los incentivos de los directivos para ejercer discrecionalmente sus funciones.

Dicho de otro modo, existe una relación endógena entre: asimetrías informativas; la calidad de la información²; los incentivos de los directivos y el gobierno corporativo.

Para Bushman y Smith (2001) la información que proporciona la contabilidad financiera afecta al rendimiento económico a través de tres canales:

- Ayudando a identificar los proyectos de inversión "buenos" de los "malos". Este canal "funciona" incluso en ausencia de conflictos de agencia.

- Como instrumento de los sistemas de gobierno (control) corporativo.

- Reduciendo las asimetrías informativas y evitando así los problemas de selección adversa .

En este contexto observamos como los problemas de agencia adquieren un papel relevante para el estudio del suministro de información.

La teoría de la agencia explica el fenómeno de la revelación de información como un mecanismo para reducir los costes derivados de los conflictos entre propietarios (principales), gestores (agentes) y acreedores. Jensen y Meckling (1976) y Myers (1977) argumentan que, al negociar precios, los acreedores anticipan la posibilidad de que los accionistas intenten expropiar su riqueza, por ejemplo incrementando el riesgo del negocio tras emitir deuda. Puesto que el incremento del coste de la financiación inducido por esta expectativa debe ser asumido finalmente por

² Entendida la calidad como la disposición *ex-ante* a informar (antes de conocer el carácter de la información) y la política informativa voluntaria como una manifestación *ex-post* de la calidad.

la firma, es probable que ésta intente disminuirlo: a) acordando restricciones o *covenants* (Schipper, 1981) con los acreedores y b) disminuyendo en lo posible el coste que para estos acreedores supone obtener la información necesaria sobre la empresa para reducir su incertidumbre y controlar a los gestores, es decir, revelando información. De forma similar, en la medida en que accionistas y gestores difieran en intereses, la teoría de la agencia pronostica una mayor probabilidad de que los últimos actúen en detrimento de los intereses de los primeros, por lo que se publicará la información necesaria para que los principales puedan controlar a los agentes y éstos últimos puedan demostrar que están actuando correctamente evitando de esta manera que los accionistas "anticipen" esta conducta oportunista (Schipper, 1981, Malone y otros, 1993 y Hossain y otros, 1994). Estos problemas de agencia de carácter "interno" serán mayores cuanto más atomizado esté el accionariado ya que los pequeños accionistas tienen un menor control sobre las actuaciones de la gerencia y un acceso limitado a fuentes de información distintas a las suministradas públicamente por la empresa.

Healy y Palepu (2001)³ consideran que las elecciones de los directivos a la hora de tomar decisiones que afectan a la revelación de información, se pueden ver también condicionadas por diferentes motivos como son: la intención de emitir acciones o deuda, así como de adquirir otras empresas mediante la compra de acciones; por la necesidad de explicar al mercado resultados negativos o evitar minusvaloraciones del mercado que puedan poner en peligro su posición en la empresa; por la existencia de planes de incentivos basados en opciones sobre acciones y para señalar al mercado su buen desempeño y para evitar litigios.

Respecto a la problemática informativa asociada los litigios resulta en principio paradójico que, aunque se espera que las empresas aumenten la información revelada cuando sea favorable (Scott, 1994), no es difícil encontrar empresas que divulgan información desfavorable. Este fenómeno se ha justificado en el intento de, anticipando las malas noticias, evitar el coste de los litigios o la pérdida de reputación de la dirección (Skinner, 1994), aunque, a tenor de los resultados de otros trabajos, parece que esta medida es ineficaz, cuando no contraproducente (Francis y otros, 1994), al menos con respecto a la primera de ellas. También se ha argumentado que la

³ Que también destacan el papel jugado por los intermediarios de la información (analistas financieros, auditores, agencias de calificación) en el proceso de comunicación dotando de credibilidad a la información suministrada por la empresa

revelación de información negativa puede tener como objetivo reducir la entrada de nuevos competidores (Donton, 1989 y Darrough y Stoughton, 1990), la presión laboral (Depoers, 2000) o los costes políticos (por ejemplo, la información revelada por Repsol acerca de las pérdidas sufridas en España puede ofrecer una perspectiva negativa de su mercado para posibles competidores, desincentivar reivindicaciones salariales de sus trabajadores o prevenir un mayor control estatal o un aumento de la presión fiscal). Ciertamente, parece obvio que es mejor revelar información negativa que mantener unas expectativas públicas aún peores. Estos argumentos podrían justificar porqué, en algunas ocasiones, se aprecia un aumento de la revelación de información al empeorar la situación financiera (Wallace y otros, 1994) o económica (Giner, 1997).

No obstante, en nuestro mercado, no parece que los posibles litigios puedan ser un condicionante de las estrategias informativas dada la escasa incidencia que actualmente tienen los mismos como consecuencia de las características de nuestro sistema de regulación legal y contable (ver el punto 5 del capítulo 4).

Por otra parte entendemos que la información sobre provisiones recogida por nuestros índices no puede ser considerada como "malas noticias" y ello por dos motivos: por una parte la literatura que investiga acerca de la diferencia entre la revelación de buenas y malas noticias caracteriza a estas en función de que *"indiquen que los resultados serán mejores/ peores/ iguales que los previamente esperados por los inversores o, en ausencia de información relativa a las expectativas existentes, mejores/ peores/ iguales que los resultados correspondientes al periodo anterior"* (Skinner, 1994, Pág. 46) no siendo este nuestro caso, por otra parte y considerando que estamos tratando información sobre pasivos *ya recogidos* en balance (con su correspondiente reflejo en la cuenta de resultados en su momento) la información que nuestros índices intentan recoger supone o debería suponer una delimitación (o limitación) de la incertidumbre relativa a dichos pasivos (en el sentido descrito en el capítulo 3) de la cual no tiene porqué derivarse una disminución (o aumento) del resultado futuro *mayor de la ya esperada* (se trataría idealmente de, mediante la información suministrada, asimilar pasivos inciertos, dentro de lo posible a pasivos ciertos) luego *per se* no consideramos que sean indicativos de malas (o buenas) noticias.

2.4.- Otros factores determinantes del suministro de información

La literatura, principalmente la de carácter empírico, ha señalado diversos factores que pueden incluirse dentro de los determinantes del suministro de información contable. Aunque algunos pueden encontrarse asociados a las teorías de la agencia y/ o de los costes del propietario no lo están de manera unívoca y por este motivo los hemos considerado por separado.

2.4.1.- Factores relacionados con los requisitos informativos.

Al agrupar bajo esta denominación de "relacionados con los requisitos informativos" a los dos factores que siguen no estamos afirmando que exista una teoría general sobre los requisitos informativos sino que su influencia en las políticas de revelación estaría fundamentada principalmente en la sujeción de las compañías a diferentes marcos normativos con distintas exigencias relativas a la información a suministrar.

2.4.1.1.- La modalidad de cotización.

Parece comprobado que las empresas que cotizan en mercados organizados emiten más información que las que no lo hacen (Singhvi y Desai, 1971; Firth, 1979, Cooke 1989 y Ahmed y Curtis, 1999), que las que lo hacen en un mercado amplio emiten más que las que lo hacen en corros (Malone y otros, 1993) y que las que cotizan en mercados de varios países proporcionan más información que las que lo hacen en uno sólo (Cooke, 1989 y 1992; Wallace y otros, 1994 y Mora y Rees, 1996). Aunque el incremento de información podría deberse a la falta de coincidencia de las normas o usos de los diferentes países en los que cotiza una sociedad, no debería descartarse un efecto tamaño, puesto que las sociedades que cotizan suelen ser mayores que las que no lo hacen (al menos en el contexto anglosajón, del que procede la evidencia) y las que cotizan en mercados de varios países suelen ser mayores que las que cotizan en uno sólo (Gray y otros, 1995).

2.4.1.2.- La actividad internacional

Desarrollar actividades comerciales en diferentes países proporciona la oportunidad de emitir información segmentada y quizá la necesidad de

revelar más información para adaptarse a los usos de clientes o proveedores de diferentes mercados. La evidencia disponible respecto a esta relación es mixta: García y Monterrey (1993) y Malone y otros (1993) no encontraron influencia significativa del ratio exportación/ ventas sobre la extensión de la revelación en los informes anuales. Por el contrario Raffournier (1995), Meek y otros (1995) y Depoers (2000), encontraron relaciones significativas. Tampoco aquí podemos descartar la presencia de un efecto tamaño.

2.4.2.- La pertenencia a un sector o industria determinada

La pertenencia a un determinado sector o industria puede afectar a la información revelada en la medida en que varíen de uno a otro los requerimientos informativos (Malone y otros, 1993), aunque también los costes políticos (Meek y otros, 1995 y Mora y Rees, 1996), la orientación internacional (Cooke, 1992 y Raffournier, 1995) o la situación competitiva (Mora y Rees, 1996). También podría esperarse que las sociedades que actúan en más de un sector revelen una mayor cantidad de información. La evidencia es mixta, mientras Cooke (1992), Raffournier (1995) y Meek y otros (1993) encuentran diferencias significativas, Malone y otros (1993) y Wallace y otros (1994) no encuentran relaciones que soporten estas afirmaciones. Por los anteriores motivos consideraremos el sector de pertenencia de manera separada.

2.4.3.- La compañía auditora

Watts y Zimmerman (1986) conjeturaron que los auditores podrían influir en la cantidad de información revelada. Numerosos autores han teorizado sobre la posibilidad de que las firmas auditoras de mayor tamaño promuevan la revelación de una mayor cantidad de información. Esto podría deberse a que:

a) Disponen de un conocimiento experto superior en los aspectos más novedosos (Mora y Rees, 1998).

b) Intentan preservar su reputación (Singhvi y Desai, 1971 y Firth, 1979).

c) Son menos sensibles a la pérdida de clientes y más a las potenciales demandas (Malone y otros, 1993).

La evidencia empírica, sin embargo, no soporta la relación entre tamaño de la auditora y cantidad de información revelada. Aunque Craswell y Taylor (1992) y Giner (1997) encontraron relaciones significativas y Mora y Rees (1998) y Raffournier (1995) alguna influencia, la inmensa mayoría de las investigaciones han rechazado esta hipótesis (McNally y otros, 1982; Wallace y otros, 1994; Hossain y otros, 1994 y 1995; Raffournier, 1995; Malone y otros, 1993 y Depoers, 2000).

2.4.4.- El tamaño de la empresa

Numerosos autores han encontrado asociaciones positivas y significativas entre el tamaño y la extensión de la revelación voluntaria (Salamon y Dhaliwal, 1980; McNally y otros, 1982; Cowen y otros, 1987; Chow y Wong-Boren, 1987; Cooke, 1989 y 1992; Wallace y otros, 1994; Hossain y otros, 1994 y 1995; Meek y otros, 1995; Raffournier, 1995, Giner, 1997 y Depoers, 2000) configurándose como el factor explicativo por excelencia de la revelación de información (Ahmed y Curtis, 1999). No obstante, puesto que esta variable puede estar relacionada con atributos corporativos muy diferentes, se desconoce la razón última por la que las empresas mayores revelan más información (Leftwich y otros, 1981 y Ball y Foster, 1982). Entre las razones propuestas se encuentran las siguientes:

.- En las empresas de mayor tamaño, el coste unitario de elaboración de la información es más reducido y es más probable que los sistemas y agentes implicados sean más sofisticados (Mora y Rees, 1996 y Depoers, 2000). Incluso es posible que el coste de elaboración sea nulo, ya que los datos pueden estar disponibles en los sistemas de información internos (Singhvi y Desai, 1971 y Malone y otros, 1993).

.- Igualmente, cuanto mayor sea la empresa mayor será normalmente el ahorro de costes globales, incluidos los sufridos por los agentes externos, que se produce al centralizarse en la empresa la elaboración de la información.

.- A mayor dimensión, más probable es que la sociedad actúe en diferentes mercados o sectores, obtenga financiación en diferentes países o tenga que proporcionar mayor información al público (Schipper, 1991 y Depoers, 2000).

.- Cuanto más pequeña es una sociedad, más probable es que la revelación de información la sitúe en una posición de desventaja competitiva al ser menores las barreras de entrada (Singhvi y Desai, 1971 y Raffournier, 1995), circunstancia que podría determinar que la empresa se enfrentara a mayores costes del propietario.

.- Las sociedades de mayor tamaño son más "visibles" (Watts y Zimmerman, 1986 y Cahan, 1992), es decir, más sensibles políticamente (Mora y Rees, 1996 y 1998 y Giner, 1997).

3.- VENTAJAS DE LAS PROVISIONES COMO INDICADORES DE SUMINISTRO DE INFORMACIÓN

Es precisamente en el intento de medir los condicionantes del suministro de información respetando los supuestos establecidos por los modelos teóricos de referencia donde determinadas características de las provisiones juegan un papel relevante, en este sentido, destacamos las siguientes Scott (1994)⁴:

a) La información acerca de los supuestos bajo los que fueron determinadas las provisiones se ha demostrado relevante para los inversores (ver capítulo 4 apartado 6).

b) La presencia en los balances de las provisiones le confiere visibilidad a esta información, el usuario conoce su existencia y la decisión de revelar mayor información o no hacerlo puede ser medida por el usuario (y el investigador) sin lugar a dudas.

Como ya señalamos en el capítulo anterior, un problema habitual en los trabajos que pretenden medir la información suministrada por las empresas es la dificultad en diferenciar si la ausencia de determinada categoría informativa responde a una decisión consciente de no informar o a la ausencia de información al respecto (Buzby, 1975; Cooke, 1989). Al estudiar la información complementaria a las provisiones que se encuentran reflejadas en el balance (auditado) de la sociedad se puede considerar que la información existe y que la decisión de informar puede ser evaluada de manera inequívoca.

⁴ Scott (1994) se refiere exclusivamente a provisiones por pensiones, pero pensamos que su análisis se puede extender al resto de las provisiones por riesgos y gastos

c) La información no se encuentra disponible en ninguna otra fuente a disposición del usuario, es información privada. Solo la empresa conoce la forma en la que calcula sus provisiones.

d) La información supone un coste indirecto potencial para la empresa, puede resultar en la aparición de costes del propietario.

Todo ello nos proporciona un tipo de información relevante para el inversor (su revelación es beneficiosa), cuya existencia conocen los distintos usuarios (no solo inversores sino también las empresas de la competencia, los sindicatos, organismos reguladores...), pero que solo será puesta a su disposición a voluntad de la empresa (la decisión de informar y como es estratégica para los directivos) y cuya revelación es susceptible de ocasionar costes indirectos a la misma (una revelación total de la información no es *a priori* la única opción razonable).

4.- INFORMACIÓN VOLUNTARIA FRENTE A OBLIGATORIA

La mayoría de los investigadores, al estudiar los factores determinantes de la estrategia de revelación, han utilizado como indicio únicamente la información voluntaria, probablemente por considerar que las empresas cumplen exhaustivamente (o de forma muy similar) las obligaciones de divulgación. En España, los resultados obtenidos por Velilla (1984), García y Monterrey (1993) y Giner (1995) contradicen ambas hipótesis, también Bonilla y otros (1999), Carrasco y otros (2000), y Azcarate y otros (2001) encuentran un limitado cumplimiento de la norma (relativa a información medioambiental en estos tres últimos trabajos). Los resultados obtenidos en la primera parte de nuestro trabajo empírico apuntan en la misma dirección.

El cumplimiento desigual podría explicarse por la interpretación liberal de las normas contables (Frost y Pownal, 1994), que reduce el nivel y la homogeneidad de la información obligatoria revelada, siendo determinantes los mecanismos de control e imposición de la norma (CNMV por ejemplo). Otra posible explicación es que las normas sean demasiado imprecisas para ser restrictivas, por lo que la amplitud o exactitud de la información obligatoria podría estar más influida por la política de información de las compañías que por la normativa contable obligatoria (Wallace y otros, 1994 y Raffournier, 1995). Por estas razones, de forma similar a Wallace y otros (1994) y Giner (1995, 1997), en nuestro trabajo utilizaremos

la información obligatoria y la voluntaria en la identificación de los factores determinantes de la revelación de información.

Debemos señalar que existen en la literatura conceptos que limitan entre el tipo de información proporcionada aquella que tiene efectos en el mercado, al considerar que la proporcionada de manera voluntaria pero de forma esporádica y en función de su contenido, tiene efectos mucho menos acusados. Así Leuz y Verrecchia (2000, Pág. 94) consideran que *“la distinción entre suministro de información obligatorio y voluntario es que el primero es una decisión de la empresa acerca de la información que revelará antes de conocer el contenido de esa información (p.e. ex ante) mientras que el segundo es una decisión hecha por la empresa después de conocer su contenido (p.e. ex post)”*. Es el tipo de información que Verrecchia (2001, Pág. 160) denomina eficiente y es *“preferida incondicionalmente”*. En nuestro trabajo no hemos considerado los efectos en el mercado de la información suministrada.

5.- ANÁLISIS EMPÍRICO

El análisis empírico se desarrolla a partir de la misma muestra utilizada en el capítulo anterior cuyas características se encuentran detalladas en los apartados 2.3.1 y siguientes.

5.1.- Variable dependiente: índices de información utilizados.

Como ya se indicó en el capítulo anterior, la información fue medida utilizando dos índices (ver tabla 6.1). El primer índice (absoluto) fue construido de manera aditiva, añadiendo el valor uno si la categoría informativa se encontraba presente y cero en caso contrario. Para obtener el segundo índice (relativo) se dividió el índice absoluto por el número máximo de categorías posible en cada empresa. Para ello se consideró que, en el caso de que apareciera en el balance reflejada una provisión determinada, este máximo posible era el total de categorías determinado para esa provisión según se detalla en el capítulo anterior.

Tabla 6.1. Definición de variables dependientes

<i>Variable</i>	<i>Descripción</i>
<i>Total items</i>	Número de categorías presentes en la memoria de la sociedad
<i>Items relativos</i>	Magnitud “Total items” dividida por el número de categorías máximo posible para cada empresa

5.2.- Variables independientes e hipótesis.

La tabla 6.2.a recoge las variables explicativas estudiadas. En la primera columna aparece la hipótesis que se pretende contrastar, en la segunda la variable empleada en el contraste, en la tercera se indica como se ha cuantificado la variable y en la cuarta el signo esperado de su relación con el valor de la variable dependiente. La tabla 6.2.b recoge los principales estadísticos descriptivos de las diferentes variables. A continuación estableceremos las hipótesis a contrastar y determinaremos que variables utilizaremos para medirlas.

5.2.1.- El tamaño de la empresa.

Como ya señalamos, el tamaño es un atributo considerado relevante por varias teorías y su influencia se ha contrastado empíricamente, por lo que, aunque lo incluimos en el análisis, no lo consideraremos indicador de ninguna hipótesis determinada (como hace, por ejemplo, Scott, 1994). El tamaño se ha medido por medio de la transformación logarítmica de la variable, "activo fijo bruto". Esta última variable puede obtenerse fácilmente de las cuentas anuales de las sociedades.

5.2.2.- La teoría de los costes del propietario

H1- Cuanto menores sean los costes del propietario a los que se encuentra expuesta una empresa mayor será el nivel de información revelada por la misma.

Entre los costes del propietario asociados a la revelación se incluye cualquier reducción en los futuros flujos de tesorería que pueda producirse por la pérdida o reducción de las ventajas competitivas de la compañía (Verrecchia, 1983). Como ya señalamos en el desarrollo teórico las principales "fuentes" de costes del propietario consideradas por la literatura han sido principalmente tres: la competencia, los trabajadores o sindicatos y las entidades reguladoras. Para determinar como podemos medir estas variables acudimos a los estudios empíricos sobre revelación, de esta forma:

a) La entrada de nuevos competidores podría verse favorecida por la información revelada. Si las barreras de entrada reducen este riesgo, es

probable que permitan el aumento de la revelación, Depoers (2000) utiliza como indicador de las barreras de entrada los activos totales fijos brutos y, aunque encontró una relación significativa entre esta cifra y la cantidad de información revelada, la misma autora señala que podría deberse a la fuerte correlación que se observaba entre esta variable y el tamaño. Barth y otros (1997) detectan una relación positiva entre la información suministrada sobre pasivos medioambientales y la existencia de precios regulados, esta variable "precio regulado" (que toma los valores 1/ 0 en función de su existencia) podría ser considerada como un indicador de barreras de entrada (nuestra muestra incluye 21 empresas cuyos precios son regulados por la Administración Pública o lo han sido recientemente).

b) También la presión laboral puede influir en la revelación de información, puesto que ésta podría ser empleada por los representantes de los trabajadores en la negociación de las condiciones de trabajo, Deegan y Hallam (1991), Scott (1994) y Depoers (2000) encontraron una relación negativa significativa entre presión laboral e información revelada.

Se han estudiado tres variables indicativas de la presión laboral, la utilizada por Depoers (2000): el ratio "% sueldos y salarios/ ventas" y dos de las utilizadas por Scott (1994): el "número de huelgas en los últimos tres años" ("huelgas") y una medida relativa de la rentabilidad de la empresa, el ratio "(ROA empresa-ROA industria)/ ROA industria" ("ROA empresa-industria"). Estamos considerando que se encontrarán sometidas a mayor presión laboral (y por tanto a mayores costes del propietario) aquellas empresas con un elevado coste salarial, que hayan sufrido huelgas en periodos recientes y/ o que presenten resultados superiores a la media de su sector (estimulando así posibles reivindicaciones sindicales). Se espera que la presión laboral sea mayor cuanto mayor proporción representen los salarios sobre las ventas, mayor haya sido el número de huelgas en el pasado y la rentabilidad relativa de la empresa.

c) La presión política a que se encuentra sometida la empresa podría verse incrementada al aumentar la información disponible relativa a la misma. Como variables indicadoras de presión política (o más precisamente de visibilidad de la empresa que la haga más susceptible de la misma) se ha señalado principalmente el tamaño.

Por las razones ya expuestas no utilizaremos el tamaño para medir las barreras de entrada o la exposición a costes políticos, de esta manera para

contrastar H -1 utilizaremos las tres variables relacionadas con los costes del propietario derivados de la presión laboral y una relacionada con las barreras de entrada ("precio regulado"). Los datos sobre huelgas han sido recopilados de la base de Batos Baratz y el resto de los datos se han calculado utilizando los datos incluidos en la base Sabe de Informa y en las cuentas anuales.

5.2.3.- La teoría de la agencia.

H2 - Cuanto mayores sean los costes de agencia a los que se encuentra expuesta una empresa mayor será el nivel de información revelada por la misma.

En general, los resultados empíricos no soportan la teoría de la agencia, la relación esperada entre endeudamiento y revelación de información no se ha visto confirmada. Numerosas investigaciones (Chow y Wong-Boren, 1987; García y Monterrey, 1993; Wallace y otros, 1994, Hossain y otros, 1994 y 1995; Meek y otros, 1995; Raffournier, 1995 y Depoers, 2000) rechazan esta hipótesis en diferentes países y sectores. El estudio entre revelación y atomización del accionariado ha proporcionado resultados mixtos. Así, mientras que McKinnon y Dalimunthe (1993), Hossain y otros (1994) y Malone y otros (1993) encontraron asociaciones significativas, Craswell y Taylor (1992), Raffournier (1995) y Depoers (2000) rechazaron esta relación.

De la teoría de la agencia se deduce que divulgarán más información las empresas más endeudadas y cuyo accionariado esté más atomizado. Se han seleccionado dos variables relacionadas con el endeudamiento, el ratio "activo/ pasivo ajeno" y el porcentaje de "financiación bancaria/ activo total", y una relacionada con la atomización del accionariado, el "% de participación de los tres principales accionistas" ("principales accionistas"). Los datos se han calculado utilizando la base Sabe de Informa.

5.2.4.- Requisitos Informativos

H3 - Cuanto mayores sean los requisitos informativos a los que se encuentra sujeta una empresa mayor será el nivel de información revelada.

Las variables consideradas para medir los requisitos informativos son tres: el indicador "mercado continuo" que puede tomar los valores 1/ 0, dependiendo de si la sociedad cotiza en el mercado continuo (lo que

supondría mayores requisitos informativos) o no y los indicadores “% de participación en manos de accionistas extranjeros” (“accionistas extranjeros”) y “% de exportaciones sobre la cifra de ventas” (“% exportaciones/ ventas”), que miden la influencia que tiene sobre la revelación de información el hecho de enfrentarse a agentes (clientes y accionistas) extranjeros acostumbrados a usos informativos posiblemente no coincidentes totalmente con los nacionales (o sea, a mayores requisitos informativos).

5.2.5.- Otras variables

También se han incluido otras hipótesis propuestas en la literatura según se especifica en apartados anteriores.

H4 - Las empresas pertenecientes al mismo sector revelan similares niveles de información.

El sector ha sido considerado por la literatura de diferentes maneras, utilizando una variable dicotómica que distinga entre sector industrial y otros (Raffournier, 1995; Wallace y otros, 1994 o Cooke, 1992) o utilizando más de una y considerando así más sectores como Giner (1997) que divide los sectores en industria básica, industria manufacturera y servicios o García y Monterrey (1993) que distinguen hasta nueve sectores en su análisis.

Hemos optado por la primera alternativa, utilizando la variable dicotómica “sector industrial” que puede tomar los valores 1 ó 0, en función de que la sociedad pertenezca al sector industrial o no.

H5 – Las empresas que son auditadas por compañías grandes revelan más información que aquellas que no lo son.

Medido, como en la práctica totalidad de los trabajos que contrastan esta hipótesis, por la variable dicotómica “tamaño del auditor”, que puede tomar los valores 1 ó 0, en función de que la sociedad esté auditada por una de las “seis grandes” (de 1998) compañías auditoras o no.

5.2.6.- La relevancia de las provisiones

Obviamente, se espera que la información sea mayor cuanto mayor sea la materialidad de las provisiones de pasivo. A este respecto el trabajo

de Gleason y Mills (2002) sobre empresas estadounidenses y referente a contingencias fiscales determina como la inclusión de información acerca de las mismas en los estados financieros (en las *footnotes*) y el detalle con que dicha información es presentada, se encuentra relacionado positivamente con la materialidad de la misma⁵.

Como en el caso del tamaño no hemos considerado relacionada la materialidad de las provisiones con ninguna de las teorías explicativas enunciadas pero la hemos incluido en el modelo por considerar que puede influir en la revelación (aunque ya nuestra muestra fue seleccionada incluyendo un criterio de materialidad). Se han incluido dos variables relacionadas con la relevancia de las provisiones: el "logaritmo de las provisiones de pasivo" ("Log. Provisiones") y el ratio "dotación a las provisiones de pasivo/ resultado" ("Dotación/ resultado").

Tabla 6.2.a Lista de variables explicativas incluidas

<i>Hipótesis contrastada</i>	<i>Variable</i>	<i>Medida</i>	<i>Signo Esp.</i>
	Tamaño	Log. Activo fijo bruto	+
H1: <i>Costes del propietario</i>	Barreras de entrada	Precio regulado/ no	+
	Presión laboral	% Sueldos y salarios sobre Ventas	-
	Presión laboral	Huelgas en los últimos 3 años	-
	Presión laboral	(ROA empresa – ROA industria)/ ROA industria	-
H2: <i>Costes de Agencia</i>	Endeudamiento	Activo/ Pasivo ajeno	-
	Endeudamiento	% Financiación bancaria s. Activo	+
	Concentración del accionariado	% 3 Principales accionistas	-
H3: <i>Requisitos informativos</i>	Cotización	Mercado continuo/ no	+
	Accionistas extranjeros	% de participación de Accionistas extranjeros	+
	Actividad exterior	% Exportaciones sobre Ventas	+
H4: <i>Sector</i>	Sector	Sector industrial/ no	¿?
H5: <i>Tamaño del auditor</i>	Tamaño auditor	Auditado por alguna de las 6 grandes auditoras/ no	+
	Relevancia	Log. Provisiones	+
	Relevancia	Dotación/ resultado	+

⁵ Aunque sin cumplir en la Mayoría de los casos con los requisitos del SFAS nº5 (FASB, 1975) sobre Contingencias.

Tabla 6.2.b Estadísticos descriptivos de las variables

<i>Variable</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>Media</i>	<i>Mediana</i>	<i>Des. típ.</i>	<i>Corr.Pears</i>
<i>Log. Activo fijo bruto</i>	4,56	15,80	11,11	11,08	1,89	(*)0,271
<i>Precio regulado</i>	0	1	0,31	0	0,47	(*)0,288
<i>% Sueldos y salarios/ ventas</i>	0	177,23	22,06	14,86	24,35	0,21
<i>Huelgas</i>	0	5	0,54	0	1,03	0,188
<i>ROA empresa-industria</i>	-386,57	301,71	-17,06	-19,74	102,96	0,007
<i>Activo/ pasivo ajeno</i>	0,31	5,72	2,11	1,90	0,95	-0,46
<i>% Financ. bancaria/ Activo</i>	0	89,32	11,45	6,33	15,59	(**)0,326
<i>Principales accionistas</i>	0	100	53,09	56	28,99	-0,7
<i>Mercado continuo</i>	0	1	0,71	1	0,46	0,085
<i>Accionistas extranjeros</i>	0	93	19,26	4,5	27,16	-0,134
<i>% Exportaciones/ ventas</i>	0	95	15,12	0	26,28	-0,111
<i>Sector industrial</i>	0	1	0,43	0	0,50	0,190
<i>Tamaño del auditor</i>	0	1	0,91	1	0,29	0,098
<i>Log. Provisiones</i>	4,70	13,55	8,39	8,11	1,77	(**)0,372
<i>Dotación/ resultado</i>	-2,05	1187	18,22	0,16	143,90	(*)0,263
<i>Total items</i>	0	24	7,81	7	5,76	(**)0,890
<i>Items relativos</i>	0	0,62	0,25	0,5	0,16	

La correlación Pearson es con respecto a la variable items relativos, (*) = sig.0.01 bilateral y (**) sig. 0.05 bilateral

6.- ANÁLISIS DE LOS DATOS

6.1.- Análisis univariante

La tabla 6.3 recoge los resultados obtenidos⁶ de las regresiones lineales univariantes que utilizaban como variable dependiente "items relativos". El empleo de la variable "total items" proporcionó resultados similares, las dos variables dependientes se encontraban correlacionadas al

⁶ Para el análisis estadístico contenido en este capítulo se utilizó el programa SPSS 8.0

89% (coeficiente de Spearman significativo al 0.000). El anexo 4 recoge las correlaciones univariantes entre las distintas variables.

Tabla 6.3. Regresiones lineales univariantes

<i>Variable</i>	<i>Signo esperado</i>	<i>beta</i>	<i>Ratio T (valor-p)</i>	<i>R²</i>
Tamaño				
Log. Activo fijo bruto	+	.362	3.152 (.002)	.131
Costes del propietario				
Precio regulado	+	.315	2.699 (.009)	.099
% Sueldos y salarios/ ventas	+	.103	0.843 (.402)	.011
Huelgas	-	.116	0.951 (.345)	.014
ROA empresa-industria	-	-.119	-0.977 (.332)	.014
Agencia				
Activo/ Pasivo Ajeno	-	-.157	-1.288 (.202)	.025
% Financ. bancaria/ Activo	+	.219	1.820 (.073)	.048
Principales accionistas	-	-.101	-0.828 (.411)	.010
Requisitos informativos				
Mercado continuo	+	.071	0.579 (.564)	.005
Accionistas extranjeros	+	-.157	-1.288 (.202)	.025
% Exportaciones/ ventas	+	-.144	-1.180 (.242)	.021
Sector				
Sector industrial	¿?	.170	1.405 (.165)	.029
Auditor				
Tamaño del auditor	+	.1	0.815 (.418)	.010
Relevancia				
Log provisiones	+	.421	3.770 (.000)	.177
Dotación	+	-.197	-1.629 (.108)	.039

Las variables relacionadas con la teoría de la agencia (a excepción del ratio "Financiación bancaria/ Activo"), de los costes del propietario, requisitos informativos, sector y auditor no presentan correlaciones significativas con la variable dependiente.

La variable indicadora de barreras de entrada "precio regulado" presenta el signo esperado con un coeficiente significativo. Los coeficientes de las variables indicadoras de tamaño y relevancia presentan el signo esperado y coeficientes significativos (excepto "dotaciones/ resultado" cuyo coeficiente no es significativo, ni tiene el signo esperado).

6.2.- Análisis multivariante

Realizamos una regresión lineal multivariante por pasos a partir de todas las variables cuyos resultados incluimos en la tabla 6.4.a El desarrollo completo de la regresión se puede ver en el anexo 5.

Tabla 6.4.a Regresión lineal multivariante

	<i>Coefficientes estandarizados</i>	<i>t</i>	<i>Sig.</i>	<i>Estadísticos de colinealidad</i>	
	<i>Beta</i>			<i>Tolerancia</i>	<i>FIV</i>
(constante) (B = -.199)		-2,353	,022		
Log. Provisiones	,592	5,062	,000	,761	1,315
Sector industrial	,337	3,050	,003	,854	1,171
% Financ. bancaria/ Activo	,249	2,438	,018	,995	1,005
Mercado continuo	-,245	-2,075	,042	,748	1,336
R cuadrado		34%			
R cuadrado corregido		30%			
Estadístico F (Valor p)		8,252 (0,000)			
Durbin-Watson		2,038			
Número de observaciones		68			

Los estadísticos de Tolerancia (cerca de la unidad) y Factor de Inflación de la Variancia (muy inferiores al valor crítico de 10) señalan la ausencia de multicolinealidad elevada entre las variables incluidas en el modelo, el valor del estadístico de Durbin-Watson nos indica ausencia de correlación serial entre los términos de error. El test de White indicaba la no presencia de heterocedasticidad. La aplicación de la corrección por heterocedasticidad de White no resultó en variaciones sustanciales de los parámetros presentados. El R cuadrado corregido es del 30% y el modelo es significativo (F = 8,252 sig > 0.000)

Observamos que las variables más influyentes en la revelación de información son: la magnitud de las provisiones, la pertenencia al sector industrial y el porcentaje de financiación bancaria partido por el activo total. Todas ellas presentan coeficientes significativos y en la dirección esperada. La variable "mercado continuo" es significativa pero muestra un signo contrario al pronosticado por la teoría. Si eliminamos esta última variable (que fue la última en "entrar" en el modelo) y realizamos otra regresión por pasos obtenemos el siguiente modelo (tabla 6.4.b), de características estadísticas (heterocedasticidad, multicolinealidad,...) muy similares al anterior. El desarrollo completo de la regresión se puede ver en el anexo 5.

Tabla 6.4.b Regresión lineal multivariante

	<i>Coefficientes estandarizados</i>	<i>t</i>	<i>Sig.</i>	<i>Estadísticos de colinealidad</i>	
	<i>Beta</i>			<i>Tolerancia</i>	<i>FIV</i>
(constante) (B = -.165)		-1,934	,058		
Log. Provisiones	,481	4,510	,000	,962	1,039
Sector industrial	,259	2,434	,018	,964	1,037
%Financ. bancaria/ Activo	,239	2,279	,026	,998	1,002
R cuadrado		30%			
R cuadrado corregido		27%			
Estadístico F (Valor p)		9,097(0,000)			
Durbin-Watson		2,158			
Número de observaciones		68			

Dos variables que resultaron significativas en el análisis univariante, no lo son en el multivariante: la variable tamaño y la variable precio regulado. La ausencia de una variable representativa del tamaño en el modelo final, resulta sorprendente si tenemos en cuenta su éxito explicativo en la investigaciones precedentes⁷. Es muy posible que esta ausencia se deba a su elevada correlación con la variable de relevancia (la correlación univariante entre la variable de tamaño y la de relevancia es elevada: Rho de Spearman 0.706 sig. > 0.000) y podemos interpretar que en el coeficiente de "Log. Provisiones" se concentren los dos efectos: relevancia de la provisión y tamaño.

Alguna de las variables explicativas incluidas en nuestro estudio y que resultaron significativas en otros trabajos desarrollados sobre empresas del mercado español no lo son en este (cotización en Wallace y otros, 1994; auditor y cotización en Giner, 1997). Junto a lo anterior, las variables de endeudamiento no resultan significativas en dichos trabajos (aunque los indicadores utilizados para medir el endeudamiento son muy distintos al aquí empleado) y la pertenencia al sector industrial no lo fue en Wallace y otros (1994). Estas circunstancias podrían justificarse si consideramos que la información acerca de las provisiones del grupo uno no es un indicador

⁷ Hemos introducido, alternativamente a Activo fijo bruto y Log activo fijo bruto, otras variables indicativas de tamaño, utilizadas en la literatura, que presentaban menores correlaciones univariantes con la variable ltopro como Ventas totales, el logaritmo de las ventas totales y el número de empleados sin que los resultados fueran significativamente distintos.

adecuado de la estrategia de información global seguida por las empresas españolas, estrategia que no sería este caso homogénea para diferentes tipos de información. Esta circunstancia también podría ser la razón por la que la variable de relevancia explica mejor que la de tamaño la revelación de información (siendo la variable tamaño la más significativa en la mayor parte de los trabajos de referencia en distintos ámbitos nacionales).

En el trabajo de Scott (1994) donde se utilizaba un indicador de suministro de información de características parecidas al nuestro (igual categoría general de información aunque menor número de subcategorías) se encontraba evidencia relativa al poder explicativo de la teoría de los costes del propietario (en Canadá) medida con similares indicadores de presión laboral. Depoers (2000) en Francia encontraba evidencia del poder explicativo de la variable gastos de personal/ facturación indicadora de presión laboral. La evidencia que aquí presentamos es contraria. Estos resultados se pueden interpretar de dos formas:

a) La teoría de los costes del propietario, en lo que a presión laboral se refiere, no explica adecuadamente la revelación de información en nuestro mercado.

b) Los indicadores elegidos no son capaces de medir adecuadamente dichos costes (menor presión sindical o un menor uso de la información contenida en los EEFF como instrumento negociador).

Relacionando lo anterior con nuestras hipótesis podemos concluir que, en nuestro trabajo:

a) No hemos encontrado evidencia alguna que nos permita aceptar las hipótesis H3 (cuanto mayores sean los requisitos informativos a los que se encuentra sujeta una empresa mayor será el nivel de información revelada) y H5 (las empresas que son auditadas por compañías grandes revelan más información que aquellas que no lo son) que deben ser rechazadas.

b) Respecto a H1 (cuanto menores sean los costes del propietario a los que se encuentra expuesta una empresa mayor será el nivel de información revelada por la misma) los datos no son concluyentes por los motivos ya expuestos y podríamos aceptarla parcialmente por lo que se refiere a los costes del propietario relacionados con los posibles

competidores y rechazarla por lo que se refiere a los posibles costes laborales.

c) La hipótesis H2 (cuanto mayores sean los costes de agencia a los que se encuentra expuesta una empresa mayor será el nivel de información revelada por la misma) se ve parcialmente refrendada por los datos en cuanto a los costes de agencia "externos" (relativos a los acreedores) pero no a los "internos" (relativos a los accionistas).

d) La hipótesis H4 (Las empresas pertenecientes al mismo sector revelan similares niveles de información), debe ser aceptada.

7.- CONCLUSIONES

El análisis univariante reveló que las teorías de la agencia y de los costes del propietario no explican convincentemente la estrategia de divulgación de información. Tampoco mostraron poder explicativo las variables indicativas de requisitos informativos, sector y auditor. Presentaron correlaciones significativas con la variable dependiente los costes políticos – medidos por la variable "precio regulado"- así como las variables indicadoras de tamaño y relevancia. Todas ellas mostraron el signo previsto por la literatura.

El análisis multivariante identificó como variables más influyentes: la cifra de provisiones, la pertenencia al sector industrial y el porcentaje de financiación bancaria partido por el activo total. Todas ellas presentan coeficientes significativos y con el signo esperado. La variable "mercado continuo" es significativa pero muestra un signo contrario al pronosticado por la teoría. Dos variables que resultaron significativas en el análisis univariante, no lo son en el multivariante: la variable indicadora de tamaño y la variable "precio regulado". La ausencia de una variable representativa del tamaño en el modelo final podría deberse a su elevada correlación con la variable de relevancia que es, en definitiva, la que presenta una relación más robusta con la revelación de información sobre provisiones del grupo uno.

Resumen, Conclusiones y líneas Futuras de Investigación

RESUMEN Y CONCLUSIONES

Aunque cada capítulo finaliza con un apartado dedicado a resumen y conclusiones, aquí recogeremos las que consideramos más relevantes para nuestro trabajo de manera que permitan una visión lineal del mismo.

Primera Parte

- El concepto de riesgo que hemos considerado más relevante para nuestro trabajo es un concepto múltiple que se concreta en función del problema de decisión abordado.

- Entendemos que son tres los problemas de decisión bajo los cuales se ha desarrollado la investigación del riesgo en la contabilidad: la decisión de inversión, la decisión de crédito y la decisión de gestión. En los tres casos el usuario considerado casi de manera exclusiva es un usuario sofisticado de los EEFF.

- Junto a estas tres categorías consideramos que el riesgo relativo al sistema que genera la información y a la calidad de esta en si misma juega un papel importante. La información en si misma es portadora de incertidumbre, aspecto que debe estar presente en el sentido, tanto de delimitar la incertidumbre generada por el propio sistema (utilización de estimaciones, determinación de las asunciones básicas del sistema contable, temporalización y formato de la información...) como de considerar en que manera contribuye la información aportada por el mismo a completar el conjunto de información ya en poder del decisor.

- El riesgo considerado desde la decisión de inversión o riesgo de mercado tiene un significado muy preciso bajo la teoría de cartera y los modelos que se basan en la misma, relacionado con la variabilidad futura de los resultados esperados de un título o cartera.

- El modelo de valoración CAPM considera el riesgo de manera explícita, teóricamente sólida y proporciona para el mismo una medida precisa.

- No obstante lo anterior, el modelo tiene una validez limitada, como demuestran sus contrataciones empíricas. Esto no impide que continúe siendo un modelo de referencia y que la beta (obtenida por diferentes vías metodológicas) sea utilizada por los inversores en la práctica (aunque no por todos y no como el único método).

- Otros métodos de valoración de activos, que introducen el riesgo ajustando los tipos de descuento utilizados o de naturaleza multifactorial tampoco han logrado imponerse como alternativa claramente más aplicable. Capturar el riesgo continua siendo uno de los problemas clave en el desarrollo de modelos de valoración.

- Las medidas contables del riesgo de mercado se encuentran relacionadas con el riesgo sistemático que mide la beta de mercado y algunos modelos construidos a partir de estas medidas contables han demostrado un poder predictivo importante sobre las betas de mercado futuras. A pesar de los avances realizados por la investigación contable a este respecto, principalmente en los años setenta y ochenta, esta corriente investigadora se encuentra prácticamente estancada en la actualidad. Los motivos podrían ser los siguientes:

- La desconexión existente entre los estudios teóricos y los empíricos hacen a estos últimos difícilmente comparables entre sí (algo que resulta especialmente grave cuando los resultados son divergentes) y a algunos de sus resultados difícilmente justificables. El avance de la investigación se resiente de esta inconsistencia.

- La utilización de la beta del CAPM como medida de referencia del riesgo sistemático de mercado no parece tan razonable después de las múltiples contrastaciones del modelo con resultado negativo realizadas en la década de los noventa. Al dejar de ser una medida inequívoca de referencia, la búsqueda de relaciones explicativas y predictivas entre variables contables y beta, pierde gran parte de su atractivo.

.- Los datos contables tal y como hoy se presentan no parecen idóneos para construir medidas de riesgo indicativas de la forma en la que el mercado considera y valora el riesgo. Haría falta una contabilidad que sea un reflejo más fiel del mercado, los datos directamente tomados de los estados financieros no parecen medidas lo suficientemente sensibles. Se requiere información que permita ajustar los datos contables en función de las diferentes políticas contables utilizadas, de los activos y pasivos no incluidos en los balances, de los resultados extraordinarios... Es necesario desagregar en lo posible los datos presentes en los estados financieros para ofrecer a los usuarios una información a partir de la cual se puedan identificar las fuentes del riesgo. Por otra parte, no parece que se pueda informar adecuadamente la decisión de inversión exclusivamente utilizando datos contables.

.- Estas conclusiones consideran al inversor bursátil como el único usuario objetivo de la información contable y a los valores del mercado como la representación válida de cómo los inversores utilizan la información disponible. Si asignamos otras funciones a la contabilidad financiera diferentes de la valoración de activos en los mercados de valores, la posible falta de sintonía entre variables contables y de mercado no resulta ser tan negativa ni determinante de cambios necesarios en la norma contable.

.- Diversas variables contables se han mostrado útiles para la evaluación del riesgo de crédito. La principal limitación de los modelos de evaluación del riesgo de crédito es su carácter exclusivamente predictivo que no permite entender los procesos subyacentes que determinan la solvencia.

.- Los gerentes, como decisores, parecen considerar que el riesgo a gestionar es el riesgo total. Las variables contables se relacionan de manera más natural con el riesgo total que con el riesgo sistemático o de crédito.

.- La percepción del riesgo total es asimétrica y su tratamiento se centra en su parte negativa. La división relevante del riesgo total parece estar más basada en separar la variación positiva de la negativa (o por encima/ debajo de un objetivo determinado) antes que en distinguir entre el riesgo sistemático y el no sistemático. Tampoco está claro que la medida del riesgo a partir de medidas de dispersión de la distribución de resultados contables sea la adecuada para los gestores de la empresa.

- No existe consenso acerca de la relación riesgo y rentabilidad medidos como media y varianza de la distribución de resultados contables.

- *En cualquier caso resulta evidente que bajo la perspectiva de cada usuario de los EEFF el concepto de riesgo y su medición difieren en gran medida lo que dificulta su tratamiento homogéneo.*

Segunda Parte

- El uso por parte de la norma contable de los enfoques del riesgo técnico (principalmente) y psicológico, en el sentido recogido en el capítulo primero, resulta claro. La medición del riesgo se considera posible, deseable y, aun más, necesaria para incluirlo dentro de los EEFF. A medida que aumenta la incertidumbre (en el sentido que le dábamos en el capítulo 1 de "probabilidad desconocida"), a medida que las probabilidades de ocurrencia comienza a ser más subjetivas, las técnicas de medida deben ser más sofisticadas y se hace necesario utilizar estimaciones de cantidades y probabilidades, técnicas de descuento, etc. al ampliarse el abanico de elecciones posibles se considera que el usuario externo necesita más información para poder evaluar con sus propios criterios las distintas situaciones y ajustar las valoraciones realizadas por la empresa a sus particulares percepciones. Llegado a un grado de incertidumbre determinado la valoración deja de ser posible, los criterios de reconocimiento y medida del sistema contable se ven superados y queda establecida, aunque de manera ambigua, la frontera con la incertidumbre. Esta frontera no es la misma para los activos y para los pasivos, la asimetría en el tratamiento de los mismos determina que *el sistema contable es capaz de asimilar más incertidumbre en sus pasivos, vía provisiones y contingencias, que en sus activos, para los que no posee un mecanismo similar.*

- No existe en la actualidad ningún informe obligatorio dirigido a informar sobre el riesgo en un sentido amplio aunque diversos organismos con gran influencia en el ámbito contable se han manifestado a favor de los mismos, proponiendo también información de carácter voluntario (con escasa aceptación hasta la fecha). Razones que justifiquen lo anterior, entre otras posibles, serían:

- la dificultad en cuantificar el riesgo al que la empresa está sometido, debido a los múltiples factores que pueden influir en el mismo, factores que varían para cada compañía;

.- la naturaleza a priori del concepto de riesgo que choca con unos estados financieros basados en datos históricos y que quizás no estén preparados hoy por hoy para incluir una información de este tipo.

.- La dificultad en elaborar normas que sean lo suficientemente precisas como para evitar que se genere una información vacía de contenido y lo suficientemente amplias como para no dejar de contemplar factores de riesgo que el usuario deba conocer.

.-La falta de medidas, principalmente de tipo cuantitativo, constituye una de las limitaciones más importantes.

.-La *sensibilidad comercial* de los datos que se requieran será siempre un factor que disminuirá la disposición de las empresas a informar de manera voluntaria.

.- El desconocimiento de los mecanismos determinantes de las estrategias informativas de las empresas.

.- Existen no obstante diversos estándares que obligan a las compañías a informar sobre determinados aspectos del riesgo total y que constituyen un punto de partida: provisiones y contingencias, información segmentada, empresas vinculadas, así como los instrumentos financieros utilizados por las empresas.

.- La gestión del riesgo puede tener un reflejo en los EEEF determinado por la lógica de la gestión empresarial antes que por una norma específica si se integran objetivos de gestión e información sobre riesgo entre las prioridades del control interno. Esta es la línea que parecen indicar los pronunciamientos más novedosos sobre gobierno corporativo.

.- *El soporte proporcionado por la investigación empírica respecto a la necesidad y oportunidad de este tipo de información es escaso.*

Tercera parte. Estudio empírico

.- Respecto a nuestro estudio empírico sobre datos de nuestro mercado, a través del cual hemos intentado, utilizando técnicas de análisis de contenido, describir la información sobre provisiones y contingencias revelada en las memorias de las sociedades con provisiones significativas y que cotizaban en la bolsa de Madrid en el ejercicio 1998, los resultados indican que:

.- Posiblemente, la primera aportación de la información revelada sea evidenciar la elección de criterios de contabilización o de clasificación no aceptados con carácter general. Esto se ha manifestado en una proporción pequeña (pero significativa) de sociedades cotizadas, auditadas y sometidas a la supervisión de la CNMV y de la prensa económica.

.- Con carácter general, además, las empresas cotizadas:

a) Sólo informan sistemáticamente de los saldos de las partidas y de los movimientos sufridos a lo largo del ejercicio.

b) No proporcionan información relevante sobre los criterios de contabilización empleados.

c) No describen los riesgos provisionados más allá de las definiciones genéricas contenidas en el PGC.

d) Informan sobre riesgos en términos de certeza. Además, las sociedades aprovechan sistemáticamente la oportunidad de no revelar información que pueda perjudicar su posición en disputas con otros grupos.

.- Aunque ni las sociedades con mayores provisiones para riesgos y gastos cumplen exhaustivamente con sus obligaciones, se ha comprobado que el contenido mínimo de la memoria condiciona fuertemente la información revelada. En el mejor de los casos (Provisiones para Pensiones), la información voluntaria es revelada con una frecuencia significativamente inferior, y en los peores (Provisiones para otras operaciones de tráfico y Otras provisiones del grupo 1), la información voluntaria es inexistente. Estos datos parecen pronosticar un escaso éxito de los documentos que animan a publicar información voluntariamente o que enuncian las obligaciones de

revelación tan ambiguamente que, en la práctica, permiten a las sociedades interpretar la extensión de sus obligaciones.

.- La presentación de los riesgos en términos de certeza pervierte los mecanismos desarrollados por el Marco Conceptual para tratar con la incertidumbre, otorgándose a las cifras de provisiones de un grado de incertidumbre menor del real, que se mantiene desconocido para el usuario.

.- Los niveles de cumplimiento de la norma y de los supuestos que la sostienen nos ha llevado a preguntarnos por los motivos de las empresas para desarrollar estas estrategias informativas y no otras.

.- La literatura desarrollada en torno a los determinantes de la información suministrada por las empresas es amplia aunque dista de ser concluyente. La presencia de variables de diversa naturaleza y que actúan de manera encontrada determinan diversos equilibrios informativos, generalmente parciales, donde las empresas no revelan toda la información privada de la que disponen. En la segunda parte de nuestro trabajo empírico hemos contrastado las diferentes teorías explicativas con los índices de información construidos. Los resultados de nuestro estudio han sido los siguientes:

a) El análisis univariante reveló que las teorías de la agencia y de los costes del propietario no son explicativas de la estrategia de divulgación de información. Tampoco mostraron poder explicativo las variables indicativas de requisitos informativos, sector y auditor. Presentaron correlaciones significativas con la variable dependiente las barreras de entrada –medidos por la variable “precio regulado”- así como las variables indicadoras de tamaño y relevancia. Todas ellas mostraron el signo previsto por la literatura.

b) El análisis multivariante identificó como variables más influyentes: la cifra de provisiones, la pertenencia al sector industrial y el porcentaje de financiación bancaria partido por el activo total. Todas ellas presentan coeficientes significativos y con el signo esperado. La variable “mercado continuo” es significativa pero muestra un signo contrario al pronosticado por la teoría. Dos variables que resultaron significativas en el análisis univariante, no lo son en el multivariante: la variable indicadora de tamaño y la variable “precio regulado”. La ausencia de una variable representativa del tamaño en el modelo final podría deberse a su elevada correlación con la variable de relevancia.

.- Consideramos que nuestro trabajo contribuye a clarificar los conceptos de riesgo e incertidumbre aplicados al área de la contabilidad financiera tanto en el campo de la investigación como en el de la práctica; a delimitar la capacidad del sistema de información contable para manejar el riesgo; a proporcionar una visión sistemática de las posibilidades presentes y futuras de la información sobre el riesgo incluida en informes financieros dirigidos al usuario externo; a contextualizar el suministro de información describiendo los mecanismos que parecen determinarlo así como a conocer algo más acerca de la realidad de la revelación de información sobre riesgo por parte de las empresas de nuestro mercado.

EXTENSIONES FUTURAS

Destacamos las siguientes extensiones de este trabajo:

.- Nuestro estudio se ha limitado a uno de los canales informativos utilizados por las empresas, sus cuentas anuales, aunque es este el que posee una tradición más extensa, se encuentra regulado por la ley, que le confiere una estructura homogénea y unos contenidos mínimos y es auditado, no es en ningún modo el único. La inclusión de otros canales podría ser de gran interés.

.- Una extensión longitudinal del estudio sería necesaria para determinar la estabilidad de las políticas informativas de las empresas.

.- La metodología de análisis de contenido utilizada se ha limitado a sus técnicas descriptivas más elementales. Aunque las memorias y, en menor medida, los informes de gestión presentan las características –rígidas- de los textos técnicos, existen otros niveles de análisis, más profundos, que podrían resultar aplicables (a las cuentas anuales o a la información suministrada a través de otros canales). Así Core (2001) propone, para poder medir de manera eficiente las características de la información revelada, el uso de técnicas de análisis lingüístico capaces de evaluar otras características como la legibilidad de los informes, intentando obtener mayor información acerca de las “condiciones de producción” de la información. El uso de aplicaciones informáticas más sofisticadas, que permitan el tratamiento ágil de mayores volúmenes de información, permitiría soslayar uno de los principales problemas con los que nos hemos encontrado en nuestro trabajo

empírico: el enorme consumo de tiempo necesario para el análisis de los documentos, abriendo la posibilidad de acometer estudios más ambiciosos.

.- La interrelación de diversos factores, principalmente las políticas óptimas de información, las características del gobierno corporativo así como los incentivos de la dirección para manipular (o no) la información se han presentado como factores determinantes de esta. Lo que se ha quedado en el nivel teórico se podría desarrollar empíricamente, aunque somos conscientes de la dificultad en el diseño de un estudio de estas características. La aproximación al problema del suministro de información sobre riesgo basado en las posibles sinergias entre la dirección, auditoría interna y externa, dentro de una gestión empresarial orientada al riesgo (recogida en el capítulo cuatro) estaría en sintonía con este enfoque.

.- El papel y las motivaciones de la regulación contable distan de estar claros. Para Verrechia (2001) el papel del regulador es alisar los obstáculos que frenan la revelación (costes de agencia, costes del propietario,...) o los incentivos que puedan hacerla demasiado extensa (competencia por los inversores) resultando fundamental avanzar en la determinación de las formas de proporcionar racionalidad económica a la regulación de la revelación de información. Healy y Palepu (2001) también le otorgan a la regulación el cometido de evitar problemas de asimetría y de agencia. La regulación es necesaria habida cuenta el carácter de bien público de la información (p.e. los actuales accionistas pagan por la emisión de una información que cualquiera puede usar), también es preciso regular la redistribución de la información desde los usuarios sofisticados a los menos sofisticados y en cualquier caso responder a la pregunta: ¿Qué información debería ser obligatoria?. Para estos autores *"la investigación empírica acerca de la regulación de la información virtualmente no existe"* (Healy y Palepu, 2001, Pág. 412). Aunque este problema no es exclusivo de la información sobre riesgo aparece inevitablemente cuando hablamos de propuestas normativas de cualquier índole. Resulta sorprendente como muchas de estas propuestas parecen hechas solo a partir de buenas intenciones o percepciones difícilmente contrastables.

.- No debemos olvidar las ventajas que supone trabajar con datos de nuestro mercado. Verrechia (2001) y Leuz y Verrechia (200) consideran que el mercado estadounidense (en cuyo marco se han desarrollado la mayor parte de los estudios en el área) ofrece niveles muy elevados información, de manera que el carácter altamente incremental de la nueva información

dificulta su análisis, recomendando el estudio en países con mercados financieros menos desarrollados donde la extensión de los requerimientos informativos o del suministro voluntario resulta más perceptible. En este sentido, el estudio sobre la implantación efectiva de las nuevas normas sobre riesgos medioambientales recogida en la resolución de 25 de marzo de 2002 del ICAC podría ser muy interesante.

ANEXOS

ANEXO 1: MEDIDAS DE RIESGO

1. INTRODUCCIÓN

Principalmente desde el ámbito de los intermediarios financieros encontramos diversas aproximaciones al problema de la medida de los riesgos asociados a los instrumentos financieros (IF). Algunas de estas medidas han sido incorporadas y/ o recomendadas por algunos organismos reguladores y todas son usadas por los diversos actores implicados en los mercados financieros. Algunas de ellas son aplicables en ámbitos diferentes.

Las medidas cuantitativas del riesgo asociado a los IF se pueden agrupar en tres grandes categorías :

Medidas de riesgo estadísticas: Considerando el riesgo como la posible variabilidad futura de los valores o de los flujos de caja asociados a los IF podemos utilizar medidas del riesgo basadas en medidas estadísticas de variación. Este tipo de medidas suelen resumir el riesgo en un solo valor.

Medidas de sensibilidad: Miden la sensibilidad de los valores o de los flujos de caja asociados a los IF a la variación en alguno o en varios de los factores que influyen en los mismos. Presentan diversos escenarios finales en función de la diferente evolución de determinados factores de riesgo.

Otras Medidas.

2.1. Medidas estadísticas .

2.1.1 La Volatilidad.

La medida estadística clásica del riesgo en los mercados financieros es la volatilidad o dispersión (medida generalmente por la desviación típica o estándar) del rendimiento esperado para el mercado.

Existe una volatilidad histórica calculada a partir de los movimientos registrados por el rendimiento en el pasado y una volatilidad implícita estimada a través de las primas de una opción (su cálculo necesita por tanto de la existencia de un mercado líquido para el tipo de opción de que se trate).

La facilidad del cálculo junto a una interpretación inmediata es su principal ventaja, entre sus inconvenientes destaca la imposibilidad de asegurar que el comportamiento futuro será coherente con el pasado (lo que puede derivar en la inutilidad de la medida, especialmente en el caso de mercados muy volátiles) así como lo poco significativa de la misma en mercados poco líquidos (si hay pocas transacciones los datos no serán significativos).

2.1.2 El Valor en riesgo (*Value At Risk* o *VAR*).

Es una medida muy utilizada por los analistas financieros desde finales de los años ochenta y ha sido popularizada en una de sus versiones por la empresa JP Morgan mediante la elaboración y publicación de sus Riskmetrics (1994)¹ y recomendada por diversos organismos reguladores como la SEC (1997) o el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (1996)² (esta última para instituciones financieras).

Se define como la pérdida máxima estimada que puede sufrir una cartera determinada en un periodo de tiempo dado y con una probabilidad establecida si los cambios en los precios se ajustan a la distribución de probabilidad asumida. El periodo lo determina el horizonte temporal de la empresa para la cartera considerada (para una entidad financiera con actividades de *trading* puede ser un día y para una entidad no financiera uno o diez meses) que se supone constante para ese periodo. La probabilidad de referencia (habitualmente entre un 1% y 5 %) es discrecional. Se puede referir también a la variación de beneficios (*Earning at Risk*) o del valor de los flujos de tesorería (*Cash Flow at Risk*).

El proceso de cálculo sería, a grandes rasgos, el siguiente (Gifford y Vasicek, 1997, Linsmeier y Pearson, 2000 o Cohen, 1998):

.- Se identifican los "factores de mercado" básicos o aquellos tipos, precios, índices, etc. de mercado, que determinan el valor y rendimiento de

¹ Desde 1998 la división de JP Morgan dedicada a la elaboración y puesta al día de Riskmetrics se constituye en una empresa independiente. Las bases de datos de mercado necesarios para su cálculo son actualizadas diariamente y puestas a disposición de sus clientes en Internet en <http://www.riskmetrics.com>. Las actualizaciones y el software necesarios fueron gratuitos durante años. Los documentos técnicos que soportan y explican detalladamente la metodología empleada se encuentran en esa dirección a disposición pública. Existen otros sistemas de cálculo del VAR diseñados por otros importantes bancos como el Risk\$ del Chase Manhattan Bank o el RORAC2000 del Bankers Trust.

² Recomienda el uso del VAR para determinar los fondos propios mínimos de garantía.

la cartera actual. En muchas ocasiones es necesario descomponer determinados IF, para los que no existe un mercado lo suficientemente líquido como para determinar un precio de mercado, en otros más simples posible (pensemos en el caso de instrumentos derivados financieramente equivalentes a una combinación de operaciones más elementales). Se trata de reducir en lo posible los parámetros a calcular al tiempo que se buscan aquellos para los que existen valores de mercado de referencia.

.- Se calcula el valor de mercado de la cartera en el momento presente.

.- Posteriormente se calcularán o estimará las distribuciones de probabilidad futuras de los valores de dichos factores de riesgo de mercado (resulta evidente que, sin el paso anterior, este cálculo sería, en carteras formadas por instrumentos medianamente complejos, inabordable) y su consecuencia en la distribución de las pérdidas y ganancias, valores o flujos de caja futuros asociados. La modelización de las distribuciones se puede hacer de diversas formas:

.- Utilizando datos de la variación histórica de los factores de mercado o método de la simulación histórica.

.- Considerando que dichas distribuciones son normales multivariantes lo que supone que la distribución de pérdidas/beneficios de la cartera también lo es. Este enfoque se denomina enfoque delta-normal o varianza-covarianza.

.- Utilizando la simulación de Monte-Carlo donde, supuesta una determinada distribución estadística de los factores de mercado, se generan, utilizando un algoritmo de generación de números seudo-aleatorios, múltiples variaciones en los factores que, a su vez, determinan sus correspondientes múltiples valores de pérdidas y ganancias de las carteras a partir de las cuales se puede determinar su distribución de probabilidad.

.- Agregación de las posiciones individuales para incorporar los efectos de la diversificación de carteras.

.- Una vez hecho esto se puede determinar la pérdida máxima teórica con un determinado intervalo de confianza.

Entre sus ventajas destacaríamos que resulta una información breve y concisa que no revela la dirección de las "apuestas" sobre el riesgo de mercado que la compañía realiza (circunstancia de gran importancia para

determinadas compañías). El uso del VAR presenta también distintos inconvenientes, estos varían en función del método elegido:

- Es una medida que, fuera del entorno de los especialistas en IF, no es bien entendida.

- El elevado coste del tipo de sistemas de información que son necesarios para el cálculo del VAR que, por su naturaleza, debe ser constantemente actualizado (diariamente en muchos casos).

- Utilizar datos pasados o estimados a partir del comportamiento pasado de la cartera y los factores de riesgo para la construcción de las distribuciones de probabilidad cuando los resultados se están refiriendo al futuro. En este sentido resulta crítica la elección del periodo de datos pasados utilizados para informar al modelo, la ponderación o no de los mismos en función de su cercanía a la fecha del cálculo, la eliminación de valores extremos, etc.

- La gran sensibilidad de esta medida a variaciones en los métodos de cálculo empleados y los datos históricos utilizados, Beder (1995), deriva en que se puedan obtener datos muy distintos para carteras iguales. Sin una comprensión profunda del modelo elegido y una coherente selección de los parámetros utilizados el VAR pierde cualquier utilidad.

- Muchos factores de riesgo no son considerados por el modelo como son el riesgo político, operativo, de liquidez o de cambios en la regulación. No obstante se debe tener en cuenta que ninguna medida cuantitativa de riesgo puede tener en cuenta todos los factores de riesgo posibles y especialmente los citados.

- Es una medida Inter. día, los valores de variación registrados y que sirven para construir el modelo, son los del final del día, no contemplándose las variaciones parciales que se han producido a lo largo de la jornada sino la variación total de la misma, compensándose variaciones de distinto signo.

- Los modelos que suponen normalidad en las distribuciones no responden a la realidad observada en el comportamiento de determinados instrumentos financieros (opciones por ejemplo).

Por todo ello se debe contrastar a posteriori la validez de los modelos contruidos (el denominado *back testing*), comprender sus limitaciones, así como complementar el VAR con otras medidas. Se ha dicho que el VAR está pensado para situaciones de normalidad en los mercados pero no para

registrar el efecto de crisis puntuales. Su extrapolación para la medida de riesgos no financieros no parece apropiada.

2.2.- Medidas de sensibilidad del riesgo.

Este tipo de medidas intenta recoger los efectos que tendrían en los valores, resultados o flujos de caja de las carteras de IF, determinadas variaciones de los factores de riesgo. Las más utilizadas son los test de estrés y el análisis de escenarios (ambas recomendadas por la SEC y la NIC 32):

2.2.1 El test de estrés.

Complementa a otras medidas estadísticas del riesgo y consiste en la especificación de diferentes escenarios en los cuales se producen variaciones extremas de los distintos factores de riesgo en un periodo determinado, calculándose las pérdidas o ganancias de la cartera para dichos escenarios. Sus principales ventajas son:

- No es necesario conocer la distribución de probabilidad del valor de la cartera ya que los valores de los factores de riesgo empleados para medir la variación consiguiente en las rentabilidades no tienen porqué responder a ninguna distribución determinada, son fijados por el analista.

- Refleja el impacto de cada factor de riesgo por separado.

- Es un método intuitivo, es más, depende absolutamente del usuario (lo que le hará perder validez si los valores empleados no tienen sentido).

- Permite evaluar el impacto de situaciones de crisis (anormales) no contempladas en el VAR para el cual resulta un complemento muy útil ya que puede aportar información sobre las situaciones extremas de las que el VAR no informa.

2.2.2 Análisis de escenarios o “que pasaría si”:

Consiste en proyectar los beneficios, valores o flujos de caja de los IF que componen la cartera actual ante variaciones establecidas de los factores de riesgo, la variación se fija de manera arbitraria (el test de estrés es una modalidad de análisis de escenarios para escenarios extremos). Se encuentra entre las medidas recomendadas por la SEC

Se deben realizar asunciones sobre determinadas variables como la evolución futura de los factores de riesgo, los tipos a los que se reinvertirán los flujos de caja, las técnicas de actualización o descuento, etc.

Es una medida concisa y simple de calcular que, combinada con un conocimiento de las magnitudes empleadas, da una imagen precisa del riesgo de carteras sujetas a pocos factores de riesgo.

Las deficiencias aparecen cuando los factores de riesgo son numerosos y su agregación en un solo número hace que este sea difícil de interpretar. Por otra parte al señalar la dirección del resultado ante las variaciones de los tipos/ precios se está explicitando la "apuesta" de riesgo de la compañía.

Los test de estrés y los análisis de sensibilidad son técnicas que consideramos podrían adecuarse a la medida de riesgos no financieros.

2.2.3 Análisis de la duración.

Es una medida del riesgo de tipo de interés, utilizada en la gestión de carteras y fondos. Duración es la vida media ponderada de una operación considerando todos los flujos en valor presente. Matemáticamente representa la sensibilidad del precio de un bono, préstamo o inversión respecto al tipo de interés.

Es una medida fácil de calcular y de interpretación relativamente sencilla, solo es válida para pequeños movimientos en los tipos de interés y para desplazamientos paralelos en la curva de rentabilidad (para su determinación se considera que la relación entre el precio del bono y los desplazamientos en la curva de tipos de interés es lineal cuando en la realidad es convexa). No considera posibles correlaciones entre los tipos de interés de los distintos plazos.

2.2.4 Los "griegos".

Son denominados así determinados instrumentos de medida habitualmente utilizados para riesgos específicos de los IF derivados, entre ellos podemos destacar:

- *Delta* (ratio *edge*): Cambio del valor de una cartera producida por variaciones en el valor de su subyacente. Sensibilidad de la cartera respecto al precio de su subyacente.

.- *Gamma*: Cambio del valor del factor delta de una cartera producida por variaciones en el valor de su subyacente. Sensibilidad de delta al precio del subyacente.

.- *Vega*: El valor de las opciones y otros derivados exóticos (derivado cuyo subyacente es otro derivado) aumenta con la volatilidad de los subyacentes (se puede ganar más y no obligan a realizar la operación si el movimiento es desfavorable). Vega es el cambio de valor de una cartera producida por variaciones en la volatilidad del subyacente o sensibilidad de una cartera respecto a la volatilidad de su subyacente.

.- *Theta*: Sensibilidad de la cartera respecto a su plazo de validez (temporal), la volatilidad de una cartera aumenta con el aumento de su plazo de vencimiento o ejercicio.

.- *Rho*: Sensibilidad de la cartera respecto al tipo de interés (que actualiza el precio de ejercicio)

2.3.- Otras medidas.

2.3.1 Presentación tabular:

Recogida por la normativa del SEC de forma extensa y por la NIC 32, está dirigida a compañías con una exposición limitada al riesgo de mercado y que utilicen un número pequeño de IF. Estas compañías no acostumbran a utilizar herramientas cuantitativas sofisticadas por lo que supondría un elevado coste implementarlas. Se pretende proporcionar una información que, si bien no refleja el impacto de cambios en los factores de riesgo de mercado, si que permite al analista externo disponer de los datos suficientes para estimar dicho impacto.

La información se presenta agregada por categorías de IF similares. De cada categoría se especifican determinadas características (por ejemplo: activos y pasivos a tipo fijo o variable; opciones y futuros a corto y a largo plazo; opciones *put* o *call* con similares precios de ejercicio etc.) y se deben incluir los flujos de caja esperados para cada uno de los grupos y para los años siguientes (en la norma de la SEC son cinco años los incluidos, recogiendo en un sexto la suma de todos los flujos de caja correspondientes a los ejercicios posteriores).

ANEXO 2 EMPRESAS INCLUIDAS EN LA MUESTRA

Anexo 2. Empresas incluidas en la muestra

<u>Nombre</u>	<i>Provisiones de pasivo (en miles de Ptas.)</i>	<i>(Provisiones pasivo / fondos propios)*1000</i>
Acciona S.A.	3.341.000	43
Aceites y Proteínas S.A.	576.100	153
Aceralia Corporación Siderúrgica	19.869.000	52
Acerinox S.A.	3.043.159	22
Aegis España S.A.	109.592	294
Aguas de Valencia S.A.	3.787.887	458
Altadis S.A.	15.983.000	142
Amadeus G.T.D. S.A.	782.000	101
Amper S.A.	4.452.000	271
Asturiana de Zinc S.A.	5.077.000	204
Autopistas Concesionaria Esp. S.A.	111.142.000	406
Autopistas de Navarra S.A.	2.862.242	100
Autopistas del Atlántico S.A.	17.914.371	276
Autopistas del Mare Nostrum S.A.	61.304.000	337
Azucarera Ebro Agrícolas S.A.	11.115.092	105
Bami S.A. Inmobiliaria	652.370	101
Campofrío Alimentación S.A.	588.756	20
Cementos Portland S.A.	837.000	12
Centros Comerciales Continente S.A.	2.643.000	29
Centros Comerciales PRYCA S.A.	3.524.000	23
Compañía Española de Petróleos S.A.	49.061.000	261
CLH S.A.	29.558.000	290
Compañía Trasmediterránea S.A.	2.680.000	59
Companyia de Aigües de Sabadell S.A.	699.267	288
Construcciones Lain S.A.	592.000	29
Construcciones y Aux. de Ferroc.S.A.	1.966.896	110
Cristalería Española S.A.	18.986.239	258
Endesa S.A.	209.862.000	246
Ercros S.A.	3.218.000	319
Europistas	61.536.000	759
Fab. de Automóviles Renault	8.794.000	67
Ferrovial Agromán S.A.	8.767.000	861

Anexo 2 Empresas incluidas en la muestra

Nombre	Provisiones de pasivo (en miles de Ptas.)	(Provisiones pasivo / fondos propios)*1000
Fomento de Construc.y Contratas	24.896.000	286
Gas Natural Sdg S.A.	34.319.000	157
Global Steel Wire S.A.	1.002.000	35
Grupo Dragados S.A.	31.204.000	271
Grupo Duro Felguera S.A.	7.337.760	765
Grupo Empresarial Ence S.A.	1.201.000	34
Hidroeléctrica del Cantábrico S.A.	10.770.000	67
Hullas del Coto Cortés S.A.	532.836	99
Iberdrola S.A.	116.687.000	93
Ibérica de Autopistas S.A.	18.951.000	468
Indra Sistemas S.A.	3.295.000	242
Inmobiliaria Alcázar S.A.	1.078.078	305
Inmobiliaria Urbis S.A.	10.982.000	262
Koipe S.A.	673.936	17
La Seda de Barcelona S.A.	1.133.427	54
Metrovacesa S.A.	3.436.864	47
Obrascon Huarte Lain S.A.	4.485.394	163
Papelera Navarra S.A.	639.741	87
Pascual Hermanos S.A.	390.000	413
Portland Valderrivas S.A.	970.000	24
Red Eléctrica de España S.A.	2.588.951	22
Repsol S.A.	52.075.000	98
S.A. El Águila	5.136.000	279
S.A. Hullera Vasco Leonesa	629.807	35
Sniace S.A.	1.655.586	1.520
Soc. de Aparcamientos de Barcelona	3.015.312	234
Soc. Española del Acumulador Tudor	716.000	26
Sociedad General Aguas de Barcelona	6.942.000	62
Telefónica Publicidad e Información	1.025.858	89
Telefónica S.A.	768.113.000	384
Uniland Cementera S.A.	1.880.000	80
Unión Eléctrica Fenosa S.A.	136.339.000	358
Uralita S.A.	3.179.000	84
Vallehermoso S.A.	1.850.000	19
Zardoya Otis S.A.	7.138.393	397
Zayer S.A.	722.983	163

ANEXO 3 LISTA DE CATEGORÍAS, DEFINICIONES, ACLARACIONES Y PRINCIPALES RESULTADOS

Anexo 3.1 Lista de categorías, definiciones, aclaraciones y principales resultados

<i>Categorías</i>	<i>Origen de la solicitud de información</i>	<i>Aclaraciones sobre las variables</i>	<i>Valores de cada variable</i>	<i>Número de Compañías</i>
<i>Provisión para pensiones y obligaciones similares</i>				37
Descripción de los riesgos cubiertos	PGC Apartado n 12 de la Memoria	Jubilación, viudedad, orfandad, etc.	1= si, 0 = no.	32
Análisis del movimiento durante el ejercicio	PGC Apartado n 12 de la Memoria		1= si, 0 = no.	33
Desglose del coste anual en coste de los servicios, componente financiero, efecto de las variaciones en la hipótesis actuariales y otros efectos	Principios Contables. Doc. N 16 AECA, apartado 4.9	Si se desglosa coste del servicio y financiero	1= si, 0 = no.	15
Tipo de capitalización utilizado	PGC Apartado n 12 de la Memoria		1= si, 0 = no.	21
Descripción general del método de estimación	PGC Apartado n 4.i.de la Memoria	Tablas utilizadas, sistema actuarial o detalle del cálculo financiero	1= si, 0 = no.	19
Criterio de contabilización	PGC Apartado n 4.i.de la Memoria	Información adicional al tipo de capitalización y al sistema actuarial (incluido en las dos filas anteriores)	0 = no hay información adicional al contemplado en las dos filas anteriores, 1 = la información adicional suministrada no aporta datos adicionales a los contemplados en las definiciones o normas de valoración contenidas en el PGC, 2 = la información adicional suministrada aporta datos adicionales a los contemplados en las definiciones o normas de valoración contenidas en el PGC.	0 = 15 1 = 8 2 = 14
Especiales dificultades surgidas en la estimación	PGC Apartado n 4.i.de la Memoria		1= si, 0 = no.	0

<i>Categorías</i>	<i>Origen de la solicitud de información</i>	<i>Aclaraciones sobre las variables</i>	<i>Valores de cada variable</i>	<i>Número de Compañías</i>
Cálculo de cada uno de los riesgos cubiertos	PGC Apartado n 4.i.de la Memoria	Por distintos riesgos o colectivos (personal activo, pasivo, viudas, huérfanos)	0 = no se revela información, 1= sólo existe un riesgo, que se cuantifica, 2 = existen varios riesgos, pero no se desglosan las cuantías, 3 = existen varios riesgos y se desglosan las cuantías.	0 = 13 1 = 6 2 = 13 3 = 5
Financiación del Plan	Principios Contables. Doc. N 16 AECA, apartado 4.9	Parte correspondiente a la empresa y al trabajador	1= si, 0 = no.	5
Naturaleza de las prestaciones	Principios Contables. Doc. N 16 AECA, apartado 4.9	Si se trata de una renta, un capital, un premio etc.	1= si, 0 = no.	18
Activos concretos afectos al fondo	Principios Contables. Doc. N 16 AECA, apartado 4.9		1= si, 0 = no.	0
Costes pendientes de reconocer contablemente, originados por situaciones transitorias derivadas de la entrada en vigor del documento	Principios Contables. Doc. N 16 AECA, apartado 4.9.		1= si, 0 = no.	11

Anexo 3.2 Lista de categorías, definiciones, aclaraciones y principales resultados

<i>Categorías</i>	<i>Origen de la solicitud de información</i>	<i>Aclaraciones sobre las variables</i>	<i>Valores de cada variable</i>	<i>Número de Compañías</i>
<i>Otras Provisiones del grupo 1 (excepto provisiones para responsabilidades)</i>		Fiscales, de reestructuración, medioambientales, etc.		52
Información sobre los riesgos y gastos cubiertos.	PGC. Apartado 13 de la Memoria	Descripción más explícita que la del PGC.	1= si, 0 = no.	35
Análisis del movimiento durante el ejercicio.	PGC. Apartado 13 de la Memoria		1= si, 0 = no.	42
Criterio de contabilización.	Apartado 4.j de la Memoria		0 = no se indica criterio de contabilización, 1 = el criterio de contabilización indicado no es más informativo que los genéricos contemplados en las definiciones o normas de valoración contenidas en el PGC, 2 = el criterio de contabilización indicado es más informativo que los contenidos en el PGC.	0 = 24 1 = 17 2 = 11
Descripción general del método de estimación.	Apartado 4.j de la Memoria		1= si, 0 = no.	9
Especiales dificultades surgidas en la estimación.	Principios Contables. Doc. N 11 de AECA, apartado 1.2.5b.		1= si, 0 = no.	1
Cálculo de cada uno de los riesgos y gastos cubiertos.	PGC Apartado n 4.j.de la Memoria		0 = no se revela información, 1= sólo existe un riesgo, que se cuantifica, 2 = existen varios riesgos, pero no se desglosan las cuantías, 3 = existen varios riesgos y se desglosan las cuantías.	0 = 17 1 = 14 2 = 8 3 = 13
Incertidumbres sobre la cantidad o momento de la salida de beneficios económicos.	NIC 37. Apartado 85. b. IASC		1= si, 0 = no.	0
Cuando fuera necesario, hipótesis relativas a los sucesos futuros.	NIC 37. Apartado 85. b. IASC		1= si, 0 = no.	2
Cantidad de cualquier reembolso esperado.	NIC 37. Apartado 85. c. IASC		1= si, 0 = no.	0

Anexo 3.3 Lista de categorías, definiciones, aclaraciones y principales resultados

<i>Categorías</i>	<i>Origen de la solicitud de información</i>	<i>Aclaraciones sobre las variables</i>	<i>Valores de cada variable</i>	<i>Compañías</i>
Provisiones para responsabilidades		Cuando la compañía la considere así o exista un litigio.		26
Información sobre los riesgos y gastos cubiertos.	PGC. Apartado 13 de la Memoria	Descripción más explícita que PGC.	1= si, 0 = no.	9
Análisis del movimiento durante el ejercicio.	PGC. Apartado 13 de la Memoria		1= si, 0 = no.	20
Criterio de contabilización.	Apartado 4.j de la Memoria		0 = no se indica criterio de contabilización, 1 = el criterio de contabilización indicado no es más informativo que los genéricos contemplados en las definiciones o normas de valoración contenidas en el PGC, 2 = el criterio de contabilización indicado es más informativo que PGC	0 = 7 1 = 18 2 = 1
Descripción general del método de estimación.	Apartado 4.j de la Memoria		1= si, 0 = no.	2
Especiales dificultades surgidas en la estimación.	Principios Contables. Doc. N 11 AECA, apartado 1.2.5b.		1= si, 0 = no.	1
Cálculo de cada uno de los riesgos y gastos cubiertos.	Apartado 4.j de la Memoria		0 = no se revela información, 1= sólo existe un riesgo, que se cuantifica, 2 = existen varios riesgos, pero no se desglosan las cuantías, 3 = existen varios riesgos y se desglosan las cuantías	0 = 19 1 = 3 2 = 0 3 = 4
Incertidumbres sobre la cantidad o momento de la salida de beneficios económicos.	NIC 37. Apartado 85. b. IASC		1= si, 0 = no.	1
Cuando fuera necesario, hipótesis relativas a los sucesos futuros.	NIC 37. Apartado 85. b. IASC		1= si, 0 = no.	1
La cantidad de cualquier reembolso esperado.	NIC 37. Apartado 85. c. IASC		1= si, 0 = no.	0

<i>Categorías</i>	<i>Origen de la solicitud de información</i>	<i>Aclaraciones sobre las variables</i>	<i>Valores de cada variable</i>	<i>Compañías</i>
Motivos de la provisión.	Principios Contables. Doc. N 11 AECA, apartado 1.2.10.2.		1= si, 0 = no.	2
Breve exposición del hecho que causó la demanda.	Castrillo Lara		1= si, 0 = no.	6
En el supuesto de que la demanda haya sido formulada:	Castrillo Lara		1= si, 0 = no.	
- Fecha en la que la acción fue establecida.			1= si, 0 = no.	3
- Factores básicos en los que se sustenta la demanda.			1= si, 0 = no.	2
- Cuantía reclamada.			1= si, 0 = no.	2
- Tribunal que conoce la causa en la actualidad.			1= si, 0 = no.	3
- Fase del proceso en el que se encuentra.			1= si, 0 = no.	0
- Si ha habido sentencia: una breve exposición.			1= si, 0 = no.	0
- Acciones a emprender por la empresa y perspectivas			1= si, 0 = no.	2

Anexo 3.4 Lista de categorías, definiciones, aclaraciones y principales resultados

<i>Categorías</i>	<i>Origen de la solicitud de información</i>	<i>Aclaraciones sobre las variables</i>	<i>Valores de cada variable</i>	<i>Compañías</i>
Provisiones para otras operaciones de tráfico				19
Criterios utilizados para dotar la provisión.	Castrillo Lara		1= si, 0 = no.	3
Características de las garantías otorgadas (cobertura, plazos).	Castrillo Lara		1= si, 0 = no.	2
Importe de las garantías otorgadas vivas al cierre del ejercicio.	Castrillo Lara		1= si, 0 = no.	4
Incertidumbres sobre la cantidad o momento de la salida de beneficios económicos.	NIC 37. Apartado 85. b. IASC		1= si, 0 = no.	0
Cuando fuera necesario, hipótesis relativas a los sucesos futuros.	NIC 37. Apartado 85. b. IASC		1= si, 0 = no.	0
La cantidad de cualquier reembolso esperado.	NIC 37. Apartado 85. c. IASC		1= si, 0 = no.	0
Movimiento.			1= si, 0 = no.	5

Anexo 3.5 Lista de categorías, definiciones, aclaraciones y principales resultados

<i>Categorías</i>	<i>Origen de la solicitud de información</i>	<i>Aclaraciones sobre las variables</i>	<i>Valores de cada variable</i>	<i>Compañías</i>
<i>Contingencias</i>				
Naturaleza.	PGC. Apartado 16 de la Memoria		1= si, 0 = no.	5
Sistema de estimación.	PGC. Apartado 16 de la Memoria		1= si, 0 = no.	1
Factores de los que depende la estimación.	PGC. Apartado 16 de la Memoria		1= si, 0 = no.	0
Eventual efecto sobre patrimonio y resultados.	PGC. Apartado 16 de la Memoria		1= si, 0 = no.	3
Razones que impiden la evaluación.	PGC. Apartado 16 de la Memoria		1= si, 0 = no.	0
Riesgos máximos y mínimos.	PGC. Apartado 16 de la Memoria		1= si, 0 = no.	1
Evolución previsible	Principios Contables. Doc. N 11. AECA, apartado 1.3.5.		1= si, 0 = no.	1
Incertidumbre relativa a cantidades o fechas de realización.	NIC 37. Apartado 86. b. IASC		1= si, 0 = no.	2
Cantidad de cualquier reembolso esperado.	NIC 37. Apartado 86. c. IASC		1= si, 0 = no.	0

Anexo 3.6 Lista de categorías, definiciones, aclaraciones y principales resultados

<i>Categorías</i>	<i>Origen de la solicitud de información</i>	<i>Aclaraciones sobre las variables</i>	<i>Valores de cada variable</i>	<i>Compañías</i>
<i>Efecto 2000</i>				
Efectos en la estructura, hechos más significativos.	Resolución de 20/07/98 del ICAC		1= si, 0 = no.	23
Desglose de las incertidumbres y riesgos asegurados.	Resolución de 20/07/98 del ICAC		1= si, 0 = no.	7
Planes de actuación y plazos.	Resolución de 20/07/98 del ICAC		1= si, 0 = no.	43
Compromisos futuros sobre inversiones.	Resolución de 20/07/98 del ICAC		1= si, 0 = no.	33
Inversiones realizadas.	Resolución de 20/07/98 del ICAC		1= si, 0 = no.	23
Gastos derivados de la adecuación.	Resolución de 20/07/98 del ICAC		1= si, 0 = no.	36
Provisiones realizadas y su justificación.	Resolución de 20/07/98 del ICAC		1= si, 0 = no.	25
Aplicaciones afectadas en su vida útil y repercusión en su amortización.	Resolución de 20/07/98 del ICAC		1= si, 0 = no.	10

ANEXO 4 COEFICIENTES DE CORRELACIÓN

Anexo 4. Coeficientes de correlación de Pearson

	A1	A2	A3	CP1	CP2	CP3	RI1	RI2	RI3	SE	TA	CPO	R1	R2	T
A1	1,000														
A2	-,185	1,000													
A3	-,122	-,169	1,000												
CP1	,022	-,103	,020	1,000											
CP2	,007	-,047	-,227	* ,278	1,000										
CP3	** ,350	-,066	-,122	-,056	-,147	1,000									
RI1	* ,271	* ,244	** -,503	-,192	,073	* ,276	1,000								
RI2	,137	-,096	,063	-,166	-,073	-,138	,220	1,000							
RI3	-,063	-,063	,136	-,024	-,006	,027	,064	,161	1,000						
SE	* ,249	-,028	-,061	,130	,196	,044	,230	,175	** ,450	1,000					
TA	-,063	* ,262	,207	,026	,063	-,044	,141	,121	,026	-,046	1,000				
CPO	,046	,137	-,097	-,012	,035	,036	-,058	-,229	** -,446	* -,319	-,017	1,000			
R1	,052	,051	* -,241	-,083	,181	,146	** ,409	,006	-,165	-,158	,198	** ,555	1,000		
R2	-,073	-,030	,050	-,050	-,001	,040	-,095	-,149	-,195	-,073	,127	** ,343	** ,445	1,000	
T	,165	* ,286	-,133	-,177	,125	,066	** ,377	,094	-,176	-,040	** ,322	** ,546	** ,706	,150	1,000

** La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

* La correlación es significativa al nivel 0,05 (bilateral).

A1 Activo/ Pasivo Ajeno
A2 % Financ. bancaria/ Activo
A3 Principales accionistas
CP1 % Sueldos y salarios/ ventas
CP2 Huelgas
CP3 ROA empresa-industria
RI1 Mercado continuo
RI2 Accionistas extranjeros

RI3 % Exportaciones/ ventas
SE Sector industrial
TA Tamaño del auditor
CPO Precio regulado
R1 Log. Provisiones
R2 Dotaciones/ resultado
T Log. de Activo fijo bruto

ANEXO 5. REGRESIÓN LINEAL MULTIVARIANTE

Anexo 5.a. Regresión lineal multivariante por pasos.

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(constante)	-5,864E-02	,084		-,701	,486
	Log. Provisiones	3,682E-02	,010	,421	3,770	,000
2	(constante)	-,129	,086		-1,497	,139
	Log. Provisiones	4,112E-02	,010	,470	4,274	,000
	Sector industrial	8,082E-02	,034	,259	2,359	,021
3	(constante)	-,165	,085		-1,934	,058
	Log. Provisiones	4,209E-02	,009	,481	4,510	,000
	Sector industrial	8,082E-02	,033	,259	2,434	,018
	% Financiación bancaria/Activo	2,376E-03	,001	,239	2,279	,026
4	(constante)	-,199	,085		-2,353	,022
	Log. Provisiones	5,181E-02	,010	,592	5,062	,000
	Sector industrial	,105	,034	,337	3,050	,003
	% Financiación bancaria/Activo	2,482E-03	,001	,249	2,438	,018
	Mercado continuo	-8,277E-02	,040	-,245	-2,075	,042

a Variable dependiente: total items / máximo posible

Anexo 5.a. Regresión lineal multivariante por pasos. Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,421	,177	,165	,1419
2	,492	,242	,219	,1372
3	,547	,299	,266	,1330
4	,586	,344	,302	,1297

a Variables predictoras: (Constante), Log. Provisiones

b Variables predictoras: (Constante), Log. Provisiones, Sector industrial

c Variables predictoras: (Constante), Log. Provisiones, Sector industrial, % Financiación bancaria/Activo

d Variables predictoras: (Constante), Log. Provisiones, Sector industrial, % Financiación bancaria/Activo, Mercado continuo

Anexo 5 Regresiones lineales multivariantes

Anexo 5.b. Regresión lineal multivariante por pasos.

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados		t	Sig.
		B	Error típ.	Beta			
1	(Constante)	-5,864E-02	,084			-,701	,486
	Log. Provisiones	3,682E-02	,010	,421		3,770	,000
2	(Constante)	-,129	,086			-1,497	,139
	Log. Provisiones	4,112E-02	,010	,470		4,274	,000
	Sector industrial	8,082E-02	,034	,259		2,359	,021
3	(Constante)	-,165	,085			-1,934	,058
	Log. Provisiones	4,209E-02	,009	,481		4,510	,000
	Sector industrial	8,082E-02	,033	,259		2,434	,018
	% Financiación bancaria/ Activo	2,376E-03	,001	,239		2,279	,026

a Variable dependiente: total items / máximo posible

Anexo 5.b. Regresión lineal multivariante por pasos.

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,421	,177	,165	,1419
2	,492	,242	,219	,1372
3	,547	,299	,266	,1330

a Variables predictoras: (Constante), Log. Provisiones

b Variables predictoras: (Constante), Log. Provisiones, Sector industrial

c Variables predictoras: (Constante), Log. Provisiones, Sector industrial, Financiación bancaria/Activo

ANEXO 6. ESTUDIOS RELATIVOS A LOS DETERMINANTES DEL SUMINISTRO DE INFORMACIÓN UTILIZANDO ÍNDICES

Anexo 6. Estudios relativos a los determinantes del suministro de información utilizando índices

<i>Autor</i>	<i>Fecha</i>	<i>País, periodo estudiado y n° de empresas</i>	<i>Índice utilizado, características</i>	<i>Variables independientes</i>	<i>Metodología</i>	<i>Resultados, variables encontradas significativas</i>
Buzby	1974	EE.UU. 1970 88 (pequeñas y medianas)	Construido por los autores (categorías elegidas por revisión de la literatura y ponderadas por encuesta entre analistas) 38 categorías. Ponderado No distingue info. voluntaria/ obligatoria	No (descriptivo)	Análisis descriptivo del índice (medias/ intervalo de valores por categoría...)	Se observan carencias informativas respecto a la información demandada por los analistas.
Buzby	1975	EE.UU. 1970 88 (manufactureras, no extractivas)	Construido (revisión de la literatura, encuesta entre analistas) 39 c. Ponderado No distingue info. voluntaria/ obligatoria	Tamaño (Activos totales) Industria Modalidad de cotización (Cotiza/ OTC)	Tau de Kendal Prueba de Wilcoxon para pares de empresas (por modalidad de cotización y con = tamaño e industria).	Si tamaño No Modalidad de cotización
McNally, Hock y Hasseldine	1982	Nueva Zelanda 1979 103	Construido (literatura, informes considerados de "alta calidad", encuesta a editores financieros y miembros del mercado de capitales) 41 c. Ponderado Voluntaria	Tamaño (Activos totales) Rentabilidad (ROA) Crecimiento (en ROA) Sector (10 sectores) Auditor (grande/ no)	Comparación de <i>rankings</i> para el índice y la opinión de usuarios (test T) Rho Spearman y Kruskal-Wallis	La información es menor que la deseada por los usuarios SI Tamaño No Sector
Cooke	1989	Suecia 1985 90	Construido (literatura, norma IASC, organismos reguladores suecos, ley, opinión de expertos en un estudio piloto) 224 c. Voluntaria y obligatoria	Modalidad de cotización (cotiza en Suecia/ cotiza en más mercados/ no cotiza) Relación con la matriz (n° de subsidiarias propiedad de la matriz y subsidiarias con matriz extranjera) Tamaño (Ventas anuales, total activos y número de accionistas)	Tablas de contingencia (índice/ m. de cotiz.) Regresión lineal multivariante (por pasos)	SI Modalidad de cotización y Tamaño No Relación con la matriz
Lang y Lundholm	1993	EE.UU. 1985-89 751	Índice proporcionado en los informes de la FAF (<i>Federation Corporate Information Committe</i>) parte de la AIMR's CIC (<i>Association of Investment Management and Research Corporate Information Committee Reports</i>)	Estructurales = -Tamaño (valor de mercado) - Rentabilidad (variación de rent. mdo.) -Correlación resultados/ rentabilidad mdo Rendimiento = -rendimientos anormales -beneficios no esperados Actividad en el mercado = emisión de acciones o deuda	Regresión lineal multivariante (valores de la variable ordenadas). Transversal y longitudinal para cambios en rendimiento.	Correlación positiva con el tamaño y rendimiento, baja correlación con el resto.

<i>Autor</i>	<i>Fecha</i>	<i>País, periodo estudiado y n° de empresas</i>	<i>Índice utilizado, características</i>	<i>Variables independientes</i>	<i>Metodología</i>	<i>Resultados, variables encontradas significativas</i>
Malone, Fries y Jones	1993	EE.UU. 1987 125 (Sector gas y petróleo)	Construido (encuesta a analistas acerca de 129 items encontrados en los 10-k y CC.AA.) 129 c. Ponderado No distingue Voluntaria/ obligatoria	Apalancamiento (<i>debt to equity</i>) Estructura de la propiedad (número de accionistas) Tamaño (activos totales) Diversificación (+ de un sector) Rendimiento -Rentabilidad de los Recursos Propios -Beneficios/ ventas Tamaño auditor Modalidad de cotización Actividad exterior (operaciones en el extranjero) Presencia de consejeros independientes (%)	Regresión Lineal multivariante (por pasos)	Existen diferencias sistemáticas transversales en el suministro de información Relación positiva con: Apalancamiento Estructura de la propiedad Modalidad de cotización
García y Monterrey	1993	España 1990 100	Construido (P.G.C.) 13 c. Voluntaria	Sector (9 sectores) Propiedad del capital - Pública/ no - Nacional / no Salvedades en el informe de auditoria Dimensión - Cifra de negocios - Activo neto total - Número de empleados Rentabilidad - % Beneficio neto s. RR.PP.) - Recursos generados x operaciones/ RR.PP. - Beneficio por acción Solvencia - Activo circulante/ pasivo circulante - RR.PP / RR. Ajenos Actividad exterior - %, Deuda moneda ext./ D. Total - % exportaciones /cifra neta de negocios Crecimiento - Tasa media crecimiento cifra de negocios - % Tasa m. c. del activo total neto Indicadores bursátiles - V. Mercado /V. contable - P.E.R.	Probit	Predomina la información sobre: Rentabilidad Penetración mercados internacionales Crecimiento Determinada información x sector como: Medioambiental en cementeras y Social en empresas con muchos empleados Las relaciones más significativas son con: Cifra de negocios Crecimiento de las ventas

<i>Autor</i>	<i>Fecha</i>	<i>País, periodo estudiado y n° de empresas</i>	<i>Índice utilizado, características</i>	<i>Variables independientes</i>	<i>Metodología</i>	<i>Resultados, variables encontradas significativas</i>
Scott, T.W.	1994	Canadá 1987 288	Construido. Dos índices uno con 3 c. otro con 6 c. Voluntaria. (Información complementaria sobre Pensiones)	Costes del propietario - Conflictividad laboral (n° de huelgas en los 3 ejercicios anteriores) - Salario promedio respecto al sector - ROA/ ROA medio respecto al sector Costes de obtención de información para los usuarios - Negociación bursátil - Emisiones acciones en últimos 3 años - % acciones ordinarias >10% Buenas / malas noticias - Coste plan pensiones/ tamaño plan Control - Materialidad (provisión / activo total) - Tamaño (log. ventas) - Cotización en EE.UU. (si/ no)	Logit	SI Costes del propietario SI buenas/ malas noticias NO Costes de la información
Wallace, Naser y Mora	1994	España 1991 16	Construido (PGC y CNMV) 16 c. Ponderado Obligatoria	Estructura - Tamaño (ventas y activos totales) - Apalancamiento Rendimiento - Liquidez (ratio liquidez) - BAT/ activo - BAT/ ventas Mercado - Auditor (grande/ no) - Industria - Modalidad de cotización	Regresión lineal multivariante (ordenada)	SI Tamaño, Modalidad de cotización y Liquidez
Hossain, Mei y Adams	1994	Malasia 1991 67	Construido (literatura) 78 c. Voluntaria	Tamaño (log. capitalización) Estructura de la propiedad (% 10 mayores accionistas) Cotización internacional Apalancamiento (<i>debt to equity</i>) Inmovilizado (activos fijos netos/ total activo) Auditor (grande/ no)	Correlación univariante (Pearson) y regresión lineal multivariante	SI Tamaño En menor medida: Estructura de la propiedad y Cotización internacional
Kelly.	1994	Australia 1984 132	Información segmentada voluntaria (no aporta datos precisos)	Costes del propietarios (ROI) Costes de agencia (apalancamiento) Sector Tamaño (log. capitalización) Tamaño auditor	probit	Si ROI

<i>Autor</i>	<i>Fecha</i>	<i>País, periodo estudiado y n° de empresas</i>	<i>Índice utilizado, características</i>	<i>Variables independientes</i>	<i>Metodología</i>	<i>Resultados, variables encontradas significativas</i>
Ahmed y Nicholls	1994	Bangladesh 1988 65	Construido (ley) n° de categorías no especificada Obligatoria	Tamaño (log. total activo, log. ventas anuales) Valor total de la deuda Carácter multinacional (subsidiaria/ no) Cualificación profesional del director financiero. Auditor (grande/ no)	Logit (por pasos)	SI Carácter multinacional Cualificación profesional Tamaño de la auditora NO Tamaño Valor total de la deuda
Gray, Meek y Roberts	1995	EE.UU., G.B. 1989 180	Construido (literatura, práctica) 12 c. (128 items) Voluntaria	Cotización multinacional (local/ EE.UU. o G.B./ ambos mercados)	ANOVA	SI la cotización en diferentes mercados, existe variación según categoría informativa
Gray, Meek y Roberts	1995	EE.UU., G.B., Francia, Alemania, Holanda 1989 272	Construido (literatura, práctica) 3 c. (85 items) Voluntaria	Tamaño (volumen de negocio) País de origen Industria (4) Apalancamiento (<i>debt to equity</i>) Carácter multinacional (% ventas "exteriores") Rentabilidad (ROS) Cotización multinacional (local/ multinacional)	Regresión lineal multivariante	SI tamaño, país y cotización multinacional No el resto
Raffournier	1995	Suiza 1991 161	Construido (4ª y 7ª directivas comunitarias) 30 c. Voluntaria	Tamaño (activo total, log. activo total, ventas, log. ventas) Estructura de la propiedad (% capital en pequeños accionistas) Rentabilidad (rentabilidad RR.PP.) Actividad Internacional (Exportaciones/ ventas) Financiación externa (Apalancamiento, % activos fijos) Auditor (grande/ no) Sector (manufacturera/ no)	Regresión lineal univariante y multivariante (por pasos) Análisis de la varianza	SI Tamaño y Actividad internacional
Gamble, Hsu, Kite y Radtke	1995	EE.UU. 1986-1991 234 (12 industrias elegidas por su impacto ambiental)	Construido (interpretación de los autores, FASB y SEC) 23 c Voluntaria / obligatoria (Información medioambiental)	Sector Evolución temporal	T-test para buscar diferencias significativas	Se detecta un incremento de información en el período estudiado Información de calidad media/ baja Existen diferencias por sector

<i>Autor</i>	<i>Fecha</i>	<i>País, periodo estudiado y n° de empresas</i>	<i>Índice utilizado, características</i>	<i>Variables independientes</i>	<i>Metodología</i>	<i>Resultados, variables encontradas significativas</i>
Giner	1995	España 1989-91 55	Construido (ley, PGC) 50 c (descompuesto en 4 sub-índices) Voluntaria/ obligatoria	Tamaño (log. Activo y Volumen de negocio) Modalidad de cotización (+ de 1 bolsa) Rentabilidad (Rentab. económica del activo y Rentab. fra. del Neto) Endeudamiento (<i>debt to equity</i> .) Auditor (grande/ no) Sector (3 sectores) Política de dividendos (dividendos/ resultado)	Regresión lineal multivariante (por pasos) Datos de panel	Aumento de la información suministrada a lo largo del periodo Nivel bajo de información voluntaria Relación positiva con el Tamaño, Auditor y modalidad de cotización
Lang y Lundholm	1996	EE.UU. 1984-88 751	Proporcionado por los informes de la FAF	Seguimiento analistas -Número de analistas Precisión de los pronósticos - Dispersión de los p. - Precisión de los p. - Volatilidad de la revisión de p. Control - Tamaño (valor mercado) - Variación resultados anuales - Correlación Resultado/ rentabilidad mdo. - Resultado no esperado (<i>Earning surprise</i>) - % nuevos pronósticos	Regresión lineal simple y multivariante (ordenada)	SI Seguimiento de los analistas SI Precisión en los pronósticos y menor volatilidad en su revisión
Moneva y Llana	1996	España 1992 47 (sectores elegidos por impacto)	Se busca información social (personal, labor social y medio ambiente) y se describe por tipo encontrado.	Sector Regulado Rentabilidad (ROE, <i>cash flow</i> por acción) Medio de difusión	probit	No se encuentra relación Existencia de información voluntaria aunque escasa ,fuera de los canales obligatorios y de tono positivo
Botosan.	1997	EE.UU. 1990 122 (Sector maquinaria)	Construido (<i>Jenkins Report</i> , literatura, diversas encuestas publicadas) 5 c. con un n° de subcategorías total no especificado Ponderado Voluntaria	Coste de capital (modelo EBO) Control: - Beta de mercado - Tamaño (Valor de mercado) - Seguimiento analistas (n° máximo, superior / inferior a la media)	Regresión lineal multivariante	Una mayor revelación supone menor coste de capital en empresas con bajo seguimiento
Giner	1997	España 1989-91 55	Construido (literatura y ley) 4 c. (50 ítems) Voluntarios (20) (literatura) y obligatorios	Tamaño (log. ventas, log. activo) Cotización (Bolsa de Valencia / otros) Rentabilidad (resultado operativo/ activo, Resultado neto/ activo) Apalancamiento (<i>debt to equity</i>) Auditor (grande/ no) Sector (3) Reparto de dividendos (dividendos/ Resultado neto)	Regresión lineal multivariante (por pasos) Datos de panel	SI Tamaño, Auditor y Cotización La legislación determina un aumento a lo largo del tiempo de la información suministrada

<i>Autor</i>	<i>Fecha</i>	<i>País, periodo estudiado y n° de empresas</i>	<i>Índice utilizado, características</i>	<i>Variables independientes</i>	<i>Metodología</i>	<i>Resultados, variables encontradas significativas</i>
Sengupta	1998	EE.UU. 1987-1991 103	Proporcionado por los informes de la FAF	Coste de la deuda - Rendimiento (<i>yield to maturity</i>) - Coste efectivo Control - Características de la emisión - Características del mercado - Características del emisor (<i>debt to equity</i> , margen sobre ventas, cobertura de los intereses con el beneficio, log. activo, desviación std. del resultado bursátil)	Logit Regresión lineal multivariante	Incrementos en la información suponen un menor coste de la deuda
Healy, Hutton y Palepu	1999	EE.UU. 1978-1991 97 (seleccionadas por incrementos en sus índices de revelación)	Proporcionado por los informes de la FAF	Incrementos con respecto al sector en: - Rentabilidad de las acciones - Liquidez (<i>bid-ask spread</i>) - Seguimiento analistas (n°) - Dispersión de pronósticos - Propiedad institucional Oportunidad de la información: - Ofertas de acciones - Ejercicio de opciones Control. - Riesgo (Beta) - Tamaño (log. total activos)	Regresión lineal univariante y multivariante	Relación positiva con la rentabilidad de las acciones, la propiedad institucional, la liquidez y el Seguimiento por los analistas
Depoers	2000	Francia 1995 102	Construido (revisión de informes) 65 c. Voluntaria	Tamaño (log. ventas) Actividad exterior (exportaciones/ ventas totales) Estructura de la propiedad (% capital 3 mayores accionistas) Apalancamiento (<i>debt to equity</i>) Auditor (grande/ no) Costes del propietario (total activos) Presión laboral (costes laborales / facturación)	Regresión lineal univariante y multivariante (por pasos)	Si Tamaño y Actividad exterior
Archel y Lizarraga	2000	España 1995-98 56 (7 sectores)	Construido (a partir de un estudio de Erns & Erns) 10 c. Voluntaria y obligatoria (Información Medioambiental)	Sector Evolución temporal Afiliación de ciudadanos españoles a organizaciones ecologistas	Evolución temporal de la media	Bajo valor del índice aunque existe un incremento progresivo en el tiempo Diferencia sectorial en la información
Moneva y Llena	2000	España 1992-94 70 (sectores elegidos por impacto ambiental)	Construido (literatura) 5 c. Voluntaria y obligatoria (Información medioambiental)	Modalidad de cotización Precio regulado Nacionalidad de la matriz Tipo de informe (voluntario/ obligatorio)	Wilcoxon test Friedman X ² Mann-Whitney	No se encuentra relación Bajo nivel de información Carácter predominantemente cualitativo Suministro en informes de carácter voluntario

<i>Autor</i>	<i>Fecha</i>	<i>País, periodo estudiado y n° de empresas</i>	<i>Índice utilizado, características</i>	<i>Variables independientes</i>	<i>Metodología</i>	<i>Resultados, variables encontradas significativas</i>
Rojo y Sierra	2000	España 1999 20	Construido (literatura, FASB, Euroforum y revisión de informes) 23 c. Voluntaria / obligatoria (Información sobre intangibles)	Canal de difusión	Estudio de frecuencias	Solo se proporciona información obligatoria, de carácter legal, y principalmente fuera de las CCAA
Jaggi y Low	2000	Canadá, Francia, Alemania, Japón, GB y EE.UU. 1993 609	Índice del CIFAR (<i>Center for International Financial Analysis and Research</i>)	Valores Culturales Sistema legal (<i>Common law/Code Law</i>) Tamaño (log. Activo) Capitalización Carácter multinacional	Regresión lineal multivariante	El sistema legal es determinante Algunos valores culturales, en los países <i>code-law</i> , son determinantes del nivel de información revelado
Leuz y Verrecchia	2000	Alemania 1998 102	Adopción voluntaria (si/ no) de estándares IASC o EE.UU. GAAP (indica aumento de la calidad)	Componente de asimetría informativa del coste de capital = - Horquilla de precios (<i>bid-ask spread</i>) - Volumen negociado - Volatilidad del precio Tamaño (log. Valor mercado) Necesidades de financiación (Activos a L/P / Total Activos) Rendimiento (ROA) Dispersión propiedad (% pequeños acc.)	Regresión transversal en dos fases. Estudio de eventos	La mayor calidad supone: Decremento de la horquilla de precios Mayor volumen de negociación No se encuentra relación con la volatilidad de los títulos
Bhojraj, Blanconiere, D'Souza	2000	EE.UU. 1996-97 83 (Sector eléctrico)	Construido (a partir de un estudio de Coopers & Lybrand) 5 c. Voluntarios (Información estratégica acerca de cómo afrontar la desregulación del sector)	Incentivos de la Regulación - Costes "estancados" a recuperar Incentivos del mercado de Capitales - Costes de producción - Dependencia de clientes sensibles al precio (industriales) - Entorno favorable a la regulación Incentivos de los competidores - Demanda futura estimada	Regresión lineal multivariante probit	Las empresas con altos costes "estancados" en proceso de desregulación informan menos (imagen "débil" ante el regulador) Si la norma sobre costes "estancados" es efectiva las empresas con incentivos del mercado informan más, excepto si la demanda futura esperada es alta (y es indeseable la entrada de posibles competidores)
Bae y Sami	2001	EE.UU. 1980-94 490-511 (elegidas por su impacto ambiental)	Construido (literatura, SEC) Dos índices (Información sobre políticas medioambientales.)	Intensidad de la regulación (Costes de "limpieza" y nº de espacios contaminados) ROE Apalancamiento (<i>debt to equity</i>) Plan de incentivos (u.m. de incentivos – <i>bonus</i> - pagadas por acción) Costes políticos (concentración y tamaño) Responsabilidad social (% ventas a clientes gubernamentales y asociaciones de consumidores)	Probit	Relación positiva con la intensidad de la regulación y la rentabilidad Relación negativa con el apalancamiento y los planes de incentivos

<i>Autor</i>	<i>Fecha</i>	<i>País, periodo estudiado y n° de empresas</i>	<i>Índice utilizado, características</i>	<i>Variables independientes</i>	<i>Metodología</i>	<i>Resultados, variables encontradas significativas</i>
Lizarraga y Archel	2001	España 56 1995-1998	Construido (a partir de un estudio de Erns & Erns) 10 c. Voluntaria y obligatoria (Información Medioambiental)	Tamaño (log.ventas, log. activos totales, log. Valor de capitalización) Tipo de Empresa - Sector (sector de impacto/ no) - Pertenencia al Ibex 35 - Capital extranjero (si/ no) Salud financiera - Rentabilidad financiera - Rentabilidad FFPP: - Endeudamiento	Regresión lineal multivariante	Si Tamaño y pertenencia a sectores de potencial impacto ambiental Menor relación con la presencia de capital extranjero.

BIBLIOGRAFÍA

BIBLIOGRAFÍA

- Aaker, D. y Jacobson, R. (1987) The Role of Risk in Explaining Differences in Profitability. *Academy of Management Journal*, Vol. 30, nº 2, pp. 277-296.
- AARF/ AASB (1995) SAC-4. Definition and Recognition of the Elements of Financial Statements.
- AASB (2001) AASB 1044 *Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets*.
- AECA (1991) Principios Contables Documento nº 11 *Provisiones, Contingencias y Acontecimientos Posteriores al Cierre de los Estados Financieros*.
- AECA (1999) Marco conceptual de la información financiera.
- Ahmed, K. y 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, pp. 62-77.
- AICPA (1987) *Report of the Task Force on Risk and Uncertainties*
- AICPA (1973) Informe Trueblood
- AICPA (1994) Improving Business Reporting – A customer Focus.
- AICPA (1994) Statement of position: Disclosure of Risks and Uncertainties and Financial Flexibility (SOP 94-6)
- Akerlof, G. (1970) The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, pp.488-500.
- Altman, E. (1968) Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, Vol. XXIII, nº. 4, pp. 589-609.
- Altman, E., Haldeman, R. y Narayanan (1977) Zeta Analysis. *Journal of banking*

and Finance, Junio, pp. 29-54.

Ansón, J., Arcas, M., y Labrador M. (1997) Análisis de la información contable en la evaluación de riesgos por entidades financieras. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXVI, nº 92, pp. 777-803.

Arcas, J. (1991) Estudio de la asociación entre el riesgo sistemático del mercado y determinadas variables contables. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XX, nº 66, pp. 127-150.

Arcas, J. (1994) Reacción del precio de las acciones a la publicación de los beneficios anuales: análisis empírico en el sector bancario. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 20, nº 66, pp. 128-149.

Archel, P. (1991) Los pasivos contingentes. *Técnica Contable*, Vol. 43, pp. 468-486.

Archel, P. y Lizarraga, F. (2000) La divulgación de información ambiental en España: evolución de la misma en el periodo 1995-1998. *Comunicación presentada al IX encuentro de ASEPUC*. Las Palmas.

ASB (1993) Operating and Financial Review

ASB (1994) FSR 5 *Reporting the substance of transactions*.

ASB (1995) *Statement of principles Exposure Draft*.

ASB (1998) FRS 11 *Impairment of Fixed Assets and Goodwill*.

ASB (1998) FRS 12 *Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets*.

Ashton, D. y Tippett, M. (1998) Systematic Risk and Empirical Research. *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 25, nº 9. pp. 1325-1356.

Azcárate, F., Pérez, V. y Rovira, R. (2001) Estudio de la publicación de información medioambiental en empresas del sector de abastecimiento y saneamiento de agua tras la adaptación sectorial del Plan General Contable. *Comunicación presentada al XI Congreso de AECA*. Madrid.

Azofra, V., Rodríguez, A. y Valledado, E. (1997) Determinantes del Riesgo en las Empresas Industriales Españolas. *Revista Española de Financiación*

y *Contabilidad*, Vol. XXVI, nº 92, pp. 749-775.

- Babío, M^a. y Muiño, F. (2001) Prácticas de gobierno y transparencia informativa. Comunicación presentada al XI Congreso de AECA. Madrid.
- Bae, B. y Sami H. (2001) Characteristics and accounting policy choice for environmental liabilities. Comunicación presentada a Northeast Regional Meeting of the AAA.
- Baginski, S., Hassell, J y Kimbrough, M. (2002) The effect of legal environment on voluntary disclosure: evidence from management earnings forecasts issued in U.S. and Canadian markets. *The Accounting Review*. Vol. 77, nº 1, pp. 25-50
- Ball, R. y Brown, P. (1968) An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, pp. 159-78
- Ball, R. y Brown, P. (1969) Portfolio Theory and Accounting Theory, *Journal of Accounting Research*, Vol. 7, pp. 300-323.
- Ball, R. y Foster, G (1982) Corporate financial reporting: a methodological review of empirical research. *Journal of Accounting Research*, Vol. 20 (suplemento), pp. 161-234.
- Ball, R., Kothary y Robin, A. (2000) The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, nº 1, pp. 1-51.
- Banco de España (1991), *Circular 4/1991, de 14 de junio* sobre Normas de Contabilidad y Modelos de Estados Financieros para Entidades de Crédito.
- Banco de España (1999), *Circular 9/1999, de 17 de diciembre* modificación de la *Circular 4/1991, de 14 de junio* sobre Normas de Contabilidad y Modelos de Estados Financieros para Entidades de Crédito.
- Bardin, L. (1996) *El análisis de contenido*. Ed. Akal. Madrid.
- Barret, M. (1976) Financial reporting practices: disclosure and comprehensiveness in an international setting. *Journal of Accounting Research*, Spring, pp.10-26.

- Barth, M. y McNichols, M. (1994) Estimation and market valuation of environmental liabilities relating to Superfund sites. *Journal of Accounting Research*, Vol 32. pp. 177-200.
- Bawa, V. y Lindenberg, E. (1977) Capital Market Equilibrium in a Mean-Lower Partial Moment Framework. *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, pp. 189-200.
- Beaver, W. (1966) Financial Ratios as Predictors of Failure. *Journal of Accounting Research*, suplemento, pp. 71-111.
- Beaver, W., Kettler, P. y Scholes, M. (1970) The association between market determined risk measures and accounting determined risk measures. *The Accounting Review*, Vol. 68, nº 3, pp. 622-638.
- Beck, U. (1986) *La sociedad del riesgo*. Ed Paidós. Barcelona.
- Beder, T. (1995) VAR: Seductive but Dangerous. *Financial Analyst Journal*, Marzo, pp. 12-24.
- Belkaoui, A. (1989) *Human Information Processing*. Ed. Quorum books. Nueva York.
- Berstein, L. (1997) *Against the Gods: The unbearable history of Risk*. Ed. John Wiley & Sons, Inc. Nueva York.
- Bhojraj, S., Blanconiere, W. y D'Souza, J. (2000) Voluntary disclosure in a multi-audience setting: an empirical investigation. Working Paper SSRN Electronic Library
- Bildersee, J. (1975) The association between a market determined measure of risk and alternative measures of risk. *The Accounting Review*, enero, pp. 81-98.
- Blacconiere, W. y Patten, D. (1994) Environmental disclosures, regulatory costs and changes in firm value. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, nº 3, pp. 357-372 .
- Blacconiere, W. y Northcut, W. (1997) Environmental information and market reactions to environmental legislation. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 12, nº 2, pp. 149-178.
- Black, F. (1972) Capital Market equilibrium with restricted borrowing. *Journal*

- of Bussines*, Vol. 45, pp. 445-454.
- Bonilla, M., Molero, J. y Sevillano F. (1999) Información medioambiental ofrecida en las cuentas anuales de las compañías eléctricas españolas. *Comunicación presentada en las II Reunión de investigadores en contabilidad social y ambiental*. Valencia
- Bonner, S. (1999) Judgment and decision-making research in accounting. *Accounting Horizons*, Vol. 13, nº 4, pp. 385-398.
- Botosam, C. (1997) Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, Vol. 72, nº 3, pp. 323-349.
- Bowman, E. (1980) A Risk-return Paradox for Strategic Management. *Sloan Management Review*, Vol 21, nº 3, pp. 17-31
- Bowman, R. (1979) The theoretical relationship between systematic risk and financial (accounting) variables. *Journal of Finance*, Vol. 34, nº 2, pp 617-630.
- Bowman, R. (1980) The debt equivalence of leases: An empirical investigation. *The Accounting Review*, Vol. 40, nº 2, pp. 237-253.
- Brown, N. y Deegan, C. (1998) The Public Disclosure of Environmental Performance Information: a Dual Test of Media Agenda Setting Theory and Legitimacy Theory. *Accounting and Business Research*, Vol. 29, nº 1, pp. 21-41.
- Buñuel, L. (1965) *Simon del desierto* (guión de Alejandro, J y Buñuel, L.). México.
- Bushman, R. y Smith, A. (2001) Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, pp. 237-335
- Buzby, S. (1974) Selected items of information and their disclosure in Annual Reports. *The Accounting Review*, Vol. 49, nº 3, pp. 423-435.
- Buzby, S. (1975) Company size, listed versus unlisted stocks, and the extent of financial disclosure. *Journal of Accounting Research*, primavera, pp. 16-37.
- Cabos, F (2001) La Gestión de Riesgos: Un Enfoque Práctico. *Partida Doble*,

nº 124, pp. 64-76.

- Cadbury Committee (1992) Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance
- Cahan, S. (1992) The effect of the antitrust investigation on discretionary accruals: a refined test of the political cost hypothesis. *The Accounting Review*, Vol. 67, pp. 77-95.
- Caouette, J., Altman E. y Narayan P. (1998) *Managing credit risk. The next great Financial Challenge*. Ed. John Wiley & Sons, Inc. Nueva York.
- Carasco, F., Correa, C., Larinaga, C., Llena, F. y Moneva, J. (2000) An evaluation of mandatory environmental accounts. The case of spanish electricity industry. *Comunicación presentada al 23 Congreso de la European Accounting Association*. Munich.
- Castrillo, L. (1996) *Contingencias contables que pueden originar el nacimiento de pasivos: Un estudio empírico sobre su tratamiento en las empresas españolas*. Ed. ICAC, Madrid.
- Cea, J. (1996) *La Búsqueda de la Racionalidad Económica Financiera, Imperativo Prioritario para la Investigación Contable*. Ed. ICAC, Madrid.
- CICA, Criteria Of Control Committee (COCO) (1995) *Guidance for Directors-Governance Processes for Control*
- Cohen R. (1998) *Características Y Limitaciones Del Valor En Riesgo Como Medida Del Riesgo De Mercado*, en: *La Gestión del Riesgo de Mercado y de Crédito: Nuevas Técnicas de Valoración*. Ed. Fundación BBV, Bilbao
- Collins, J. y Ruefli, T. (1992) Strategic Risk: An Ordinal Approach. *Management Science*, Vol. 38, nº 12, pp. 1707-1731
- Collins, J. y Ruefli, T. (1996) *Strategic Risk: A State-defined Approach*. Ed. Kluwe Academic Publishers, Norwell. USA
- COM (2001) 1945 de 30/01/01 Recomendación de la Comisión, de 30 de mayo de 2001, relativa al reconocimiento, la medición y la publicación de las cuestiones medioambientales en las cuentas anuales y los informes anuales de las empresas

- Comité cadbury (1992) *Informe del comité cadbury*
- Comité de supervisión bancaria de Basilea (1996) *Suplement To The Capital Accord To Incorporate Market Risk*
- Comité de supervisión bancaria de Basilea (2001) Documento consultivo. Visión general del nuevo acuerdo de capital de Basilea.
- Comité Hampel (1998) Final Report of the Committee on Corporate Governance.
- Comité Olivencia (1998) *Informe del Comité Olivencia sobre el Gobierno de las Sociedades*
- Comité Vienot (1995) *Le Conseil D'Administration des Sociétés Coté es.*
- Conroy, B. y Harris, R. (1987) Consensus Forecasts of Corporate Earnings Analysts' Forecasts and Time Series Methods. *Management Science*, Vol. 33, pp. 725-738.
- Cooke, T. (1989) Disclosure in the corporate annual reports of swedish companies. *Accounting and Bussiness Research*, Vol. 19, nº 74, pp. 113-124.
- Cooke, T. (1992): The impact of size, stock market listing and industry type on disclosure in the annual report of japanese listed corporations. *Accounting and Business Research*, Vol. 22, pp. 229-237.
- Coopers & Lybrand (1996) *Generally Accepted Risk Principles.*
- Copeland, T y Weston, J. (1988) Financial theory and corporate policy. Ed. Addison-Wesley, Reading, Mass.
- Core, J. (2001) A Review of the empirical disclosure literature: Discussion *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, pp. 441-457
- Cormier, D. y Magnan, M. (2000) Environmental Reporting Management: A European Perspective
- Corominas, J. y Pascual, J. (1987) *Diccionario crítico etimológico castellano e hispánico.* Ed. Gredos. Madrid.

COSO(1992) *Internal Control –Integrated Framework*

Cowen, S., Ferreri, L. y Parker, L. (1987) The impact of corporate characteristics on social responsibility disclosure: a typology and frequency-based analysis. *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 12, pp. 111-122.

Craswell, A. y Taylor, S. (1992) Discretionary disclosure of reserve by oil and gas companies: an economic analysis. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 19, pp. 295-308.

Crawford, V y Sobel, J. (1982) Strategic Information Transmission. *Econometrica*, Vol. 3, pp. 465-472.

Cuccia, A; Hackenbrack, K. y Nelson, M. (1995) The ability of professional Standards to mitigate aggressive reporting. *The Accounting Review*, Vol. 7, nº 2, pp. 227-248.

Cyert, R. y March, J. (1963) Behavioral Theory of the Firm. Ed. Prentice-Hall, Englewood Cliffs.

Chow, C. y Wong-Boren A. (1987) Voluntary financial disclosure by Mexican corporations. *The Accounting Review*, Vol. 62, pp. 533-541.

Darrough, M. y Stoughton, N. (1990) Financial disclosure policy in an entry game. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12, pp. 219-243.

Day, J. (1986) The use of annual reports by UK investment analysts. *Accounting and Business Research*, otoño, pp. 295-307

De Andrés, P., Azofra, V. y López, F. (2001) Discrecionalidad directiva, dirección de resultados y gobierno de la empresa: un análisis empírico internacional. Comunicación presentada al XI Congreso de AECA. Madrid.

De la Cruz, J. (1998) *Nuevos enfoque cuantitativos para la medición y control del riesgo de crédito*, en *Predicción de la insolvencia empresarial*. Ed. AECA pp. 98-123.

Deegan, C. y Hallam, A. (1991) The voluntary presentation of value added statement in Australia: a political cost perspective. *Accounting and Finance*, junio, pp. 1-21.

- 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.
- Dhaliwal, D. (1986) Measurement of financial leverage in the Presence of Unfunded Pension Liabilities. *The Accounting Review*, octubre, 651-661.
- Díaz, J. (1998) El Consejo de Administración y la Gestión de Riesgos de Negocio. *Harvard-Deusto Finanzas y contabilidad*, n° x, pp. 62-67.
- Donton, A. (1989) Voluntary disclosure. *Journal of Accounting Auditing and Finance*, Vol. 4, pp. 480-511.
- Dye, R. (1985) Disclosure of nonproprietary information. *Journal of Accounting Research*, Vol 23, pp. 123-145.
- Elliott, R. y Jacobson, D. (1994) Costs and benefits of business information disclosure. *Accounting Horizons*, Vol. 4, n° 4, pp. 80-96.
- Ellsberg, D (1961) Risk, ambiguity, and the savage axioms. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 75, n° 4, pp. 643-669.
- Fama, E. y French, K. (1992) The Cross-section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 427-65.
- Farrell, J. y Gibbons, R. (1989) Cheap talk with two audiences. *American Economic Review*, Vol. 79, pp. 1214-1223.
- Farrelly, G., Ferris, K., Reichenstein, W (1985) Perceived Risk, Market Risk and Accounting Determined Risk Measures. *The Accounting Review*, Vol. LX, n° 2, pp. 278-288.
- FASB (1975) SFAS-5 *Accounting for Contingencies*
- FASB (1978) SFAC-1 *Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*
- FASB (1980) SFAC-2 *Qualitative Characteristics of Accounting Information*
- FASB (1984) SFAC-5 *Recognition and Measurement in Financial Statements of Business enterprises*
- FASB (1985) SFAC-6 *Elements of Financial Statements*

- Fernández, A. (2001) La gestión del riesgo de negocio. *Partida Doble*, nº 128 pp. 108-120.
- Firth, M. (1979) The impact of size, stock market listing and auditors on voluntary disclosure in corporate annual reports. *Accounting and Business Research*, otoño, pp. 273-280.
- Fishburn, P. (1977) Mean Risk Analysis with Risk Associated with Below Target Returns. *American Economic Review*, Vol. 67, pp.116-126
- Foster, G. (1986) *Financial Statement Analysis*. Ed. Prentice-Hall Int. Nueva Jersey.
- Francis, J., Philbrick, D. y Schipper, K. (1994) Shareholder litigation and corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, Vol. 32. nº 2, pp. 137-164.
- Frost, C. y Pownal, G. (1994) Accounting disclosure practices in the united states and the united kingdom. *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, nº 1. pp. 75-102.
- Gabás F. y Bellostas A. (2000). *Las necesidades de los usuarios y los objetivos de la información financiera*. En *El marco conceptual para la información financiera. Análisis y comentarios*. Ed. AECA. Madrid
- Gamble, G., Hsu, K., Kite, D. y Radtke, R. (1995) Enviromental disclosures in annual reports and 10Ks: An examination. *Accounting Horizons*, Vol. 9, nº 3, pp. 34-54.
- García de Diego, V. (1985) *Diccionario etimológico español e hispánico*. Ed Espasa-Calpe. Madrid.
- García M. y Vela, J. (1989) Contingencias. *Técnica Contable*, Vol. 41, pp. 117-130.
- García, M y Monterrey, J. (1993) La revelación voluntaria en las compañías españolas cotizadas en bolsa. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, nº 74, pp. 53-70.
- Garret, I. (1998) Discussion of Systematic Risk and Empirical Research. *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 25, nº 9, pp. 1357-136.
- Gifford, F. y Vasicek, O. (1997) *A multidimensional Framework for Risk Analysis*,

- Financial Analyst Journal, Julio-Agosto, pp. 51-57
- Giner, B. (1995) *La divulgación de información financiera: una investigación empírica*. Ed. ICAC. Madrid.
- Giner, B. (1997) The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by spanish firms. *The European Accounting Review*, Vol. 6, nº 1, pp. 45-68.
- Giner, B. (2000) *Marco Conceptual e investigación empírica* En *El marco conceptual para la información financiera. Análisis y comentarios*. Ed. AECA. Madrid.
- Giner, B., Laffarga, J. y Larrán, M. (1999) Asociación entre flujos de fondos contables y beta de mercado: Un estudio empírico. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXVIII, nº 98, pp. 105-136.
- Giner, B., Mora, A. y Arce, M. (1999) Análisis comparado de la normativa contable de AECA y el IASC. Ed. AECA. Madrid.
- Gómez Sala, J. (1993) Relación entre rentabilidad y riesgo total en la empresa española a partir de datos contables. *Boletín de Estudios Económicos*, Vol. XLVII, nº 148, pp. 185-198.
- Gomez-Bezares, F. (1992) CAPM versus Variables Fundamentales. *Boletín de Estudios Económicos*, Vol. XLVII, nº 147, pp. 337-352.
- Govindarajan, V. (1980) The objective of financial statements: an empirical study of the use of cash flow and earnings by security analysts. *Accounting, Organisations and Society*, Vol. 5, nº 4, pp. 383-392.
- Granger, M. y Morgan (1992) *Uncertainty: A guide to dealing with uncertainty in quantitative risk and policy analysis*. Ed. Cambridge University Press. Cambridge.
- Gray, S., Meek, G. y Roberts, C. (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, nº 1, pp. 43-65.
- Grossman, S. (1981) The informational role of warranties and private disclosure about product quality. *Journal of Law and Economics*, Vol.

24, pp. 461-483.

Hamada, R. (1972) The effect of the firm's capital structure on the systematic risk common stocks. *Journal of Finance*, Vol. 27, nº 2, pp. 435-452.

Han B. y Manry D. (2000) The implications of dispersion in analysts' earnings forecasts for future ROE and future returns. *Journal of business finance & Accounting*, Vol. 27, nº 1/2, pp. 99-125.

Harlow, W. y Rao, R. (1989) Asset Pricing in a Generalised Mean-Lower Partial Moment Framework: Theory and Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 24, nº 3, pp. 285-311.

Healy, P. y Palepu K. (2001) Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, pp. 405-440.

Healy, P., Hutton, A. y Palepu, K. (1999) Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 16, pp. 485-520.

Henríquez, N. (2000) Fracaso empresarial: Líneas Actuales de Investigación. Tesis Doctoral. Barcelona

Hodder, L., Koonce, L., McAnally, M. (2001) SEC market risk disclosures: Implications for judgement and decision making. *Accounting Horizons*, Vol 15, nº 1, pp. 49-70.

Hogarth, R. (1993) Accounting for decisions and decisions for accounting. *Accounting Organizations and Society*, Vol. 18, nº 5, pp. 407-424.

Holthausen, R. y Watts, R. (2001) The relevance of the value-relevance literature for financial accounting estándar setting. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, pp. 3-75.

Hossain, M, Perera, H. y Arman, A. (1995) Voluntary disclosure in the annual reports of the New Zealand companies. *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 6, pp. 69-87.

Hossain, M., Lin Mei Tan y Adams, M. (1994) Voluntary disclosure in an emerging capital market: some empirical evidence from companies listed on the Kuala Lumpur Stock Exchange. *The international Journal*

- of Accounting, Vol. 29, pp. 334-35.
- Hsia, C., Fuller, B. y Chen, B. (2000) Is beta dead or alive?. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 27, nº 3, pp. 283-311.
- IASB (1978) NIC 10 (reemplazada) *Tratamiento contable de las contingencias y de los sucesos acaecidos tras el cierre del balance*
- IASB (1989) *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*.
- IASB (1998) NIC Nº 36, *Impairment of Assets*
- IASB (1998) NIC nº 37, *Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets*.
- ICAC (1998) Resolución de 20 de julio de 1998 Sobre la información a incorporar en las cuentas anuales relativa al 'efecto 2000'
- ICAEW (1997) *Financial Reporting of Risk: Proposals for a Statement of Business Risk*
- ICAEW (1999) No surprises - the Case for Better Risk Reporting
- ICAEW (2001) Attitudes of UK managers to Risk and Uncertainty.
- IFAC y Pricewaterhouse Coopers (1999) *Enhancing Shareholder Wealth by Better Managing Business Risk*
- IOSCO (1998) *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listing by foreign Issuers*
- Jaggi, B. y Low, B. (2000) Impact of culture, Market forces, and legal system on financial disclosures. *The International Journal of Accounting*, Vol. 35, nº 4, pp. 495-519.
- Jensen, M y Meckling, W. (1976) Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and the ownership structure. *Journal of Financial Economics*, nº 3, pp. 305-360.
- Jiménez, S. M., García-Ayuso, M. y Sierra G. (1999) *Análisis Financiero*. Ed. Pirámide. Madrid
- Jiménez, S. M. (1996) Características de la Toma de Decisiones Relevantes

- para el Diseño de Sistemas de Información Eficaces. *Técnica Contable*, Vol. XLVIII, pp. 735-744.
- Jiménez, S. M. (1996) Una evaluación crítica de la investigación empírica desarrollada en torno a la solvencia empresarial. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXV, nº 87, pp. 459-479.
- Jonson, M., Kasznik, R. y Nelson, K. (2001) The impact of securities litigation on the disclosures of forward-looking information by high technology firms. *Journal of Accounting Research*, Vol. 39, nº 2, pp. 297-327
- Kaheman, D. y Teversky, A. (1979) Prospect Theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, Vol. 47, nº 2, pp. 263-291.
- Kajüter, P. (2001) Internal Control and Risk Reporting: A comparative study of the regulation and disclosure practice in US, UK and Germany. Working Paper Congreso de la EAA. Atenas
- Koonce, L., McAnally, M. y Mercer, M. (2000) How Do Investors Judge the Risk of Financial and Derivative Instruments?. Working Paper, <http://papers.ssrn.com>
- Kothari, S., Shanken J. y Sloan, G. (1995) Another Look at the Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*. Vol. 50, nº 1, pp. 185-224.
- Kottari, S. (2001) Capital Markets Research in Accounting. *Journal Of Accountings and Economics*, Vol. 31, pp. 105-231.
- KPMG Management Assurance Services (1999) Nuevas Estrategias y Prácticas de Auditoría Interna. *Partida Doble*, nº 103, pp. 84-96.
- Krippendorff, K. (1990) *Metodología de análisis de contenido: teoría y práctica*. Ed. Paidós. Barcelona.
- Laffarga, J. y Mora, A. (1998) *Los modelos de predicción empresarial: Un análisis crítico en El riesgo financiero de la empresa*, pp. 11-58. Ed. AECA.
- Lang, M. y Lundholm, R. (1993) Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, nº 2, pp. 246-271.
- Lang, M. y Lundholm, R. (1996) Corporate disclosure policy and analyst

- behavior. *The Accounting Review*, Vol. 71, nº 4, pp. 467-492.
- Larrán, M. (2001) El mercado de información voluntaria en las bolsas de valores. ICAC Madrid
- Larrán, M. y Rees, W. (2000) Técnicas y Recursos Informativos Utilizados por los Analistas Financieros para Valorar Acciones: El Caso Español. Comunicación presentada al IX Encuentro ASEPUC. Las Palmas de Gran Canaria
- Larriba, A. (2000) *Tratamiento de los riesgos en el Marco conceptual en El Marco conceptual para la información financiera*. Ed. AECA. Madrid.
- Leftwich, R., Watts, R. y Zimmerman, J. (1981) Voluntary corporate disclosure: the case of interim reporting. *Journal of Accounting Research*, Vol. 19, (suplemento), pp. 50-77.
- Leuz, C. y Verrecchia, R. (2000) The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, Vol. 38 (Suplemento), pp. 91-124
- Lev B. y Zarowin, P. (1999) The Boundaries of Financial Reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, nº 2, pp. 353-385
- Lev, B. (1974) *Análisis de estados financieros: un nuevo enfoque*. Ed. Prentice Hall Inc. Englewood Cliffs. Nueva Jersey. USA.
- Lev, B. (1992) Information Disclosure Strategy. *California Management Review*, Vol. 34, nº4, pp. 9-32.
- Ley 30/1995, de 8 de noviembre de 1995, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados.
- Ley 50/1998, de 30 de diciembre de 1998, de Medidas Fiscales, Administrativas y de Orden Social.
- Linsmeier, T y Pearson N. (2000) *Value at risk*. *Financial Analyst Journal*, marzo-abril pp. 47-67.
- Linsmeier, T. y Pearson, N. (1997) Quantitative Disclosures of Market Risk in the SEC Release. *Accounting Horizons*, Vol. 11, nº 1, Marzo, pp. 107-135 .

- Linsmeier, T., Boatsman, J., Herz, R., Jennings, R., Jonas, G., Lang, M., Petroni, K., Shores, D., y Whalen J. (1998) American Accounting Association's Financial Accounting Standards Committee: Response to IASC Exposure Draft, Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets. *Accounting Horizons*, Vol. 12, nº 2, pp. 192-200.
- Linter, J. (1965) The valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investments in the Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics*, Vol.47, pp. 13-37.
- Lipe, M. (1998) Individual investors' risk judgments and investment decisions: The impact of accounting and market data. *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 23, nº 7, pp. 625-640.
- Lizarraga, F. (1997) Utilidad De La Información Contable En El Proceso De Fracaso: Análisis Del Sector Industrial De La Mediana Empresa Española. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXVI, nº 92, pp. 871-915.
- Loftus, J. y Miller, M. (2001) *Reporting on solvency and cash condition*. Ed. Australian Accounting Research Foundation.
- London Stock Exchange (1998) *Combined Code on Corporate Governance*
- López, J. y Luján, J. (2000) *Ciencia y política del riesgo*. Ed. Alianza Editorial.
- López, I. (1995) *Cobertura de riesgos de interés y de cambio*. Ed. Instituto superior de técnicas y prácticas bancarias. Madrid.
- MacCrimmon, K. y Wehrung, D. (1986) *Taking Risk: The management of the Uncertainty*. Ed. Free Press. Nueva York
- MacCrimmon, K. y Wehrung, D. (1986) *The Management of Uncertainty: Taking Risks*. New York, Free Press, Londres.
- Maines, L. (1995) *Judgment and decision-making research in financial accounting: A review analysis*, en *Judgment and decision-making research in accounting and auditing*, Ed. Cambridge University Press. Nueva York
- Malone, D., Fries, C. y Jones, T. (1993) An empirical investigation of the extent of corporate financial disclosure in the oil and gas industry. *Journal of Accounting Auditing and Finance*, Vol. 8, nº 3, pp. 249-273.

- Mandelker, G. y Rhee, S. (1984) The impact of the degree of operating and financial leverage on systematic risk of common stocks. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 19, pp. 45-57.
- March, J. y Shapira, Z. (1987) Managerial perspectives on risk and risk taking. *Management Sciences*, Vol. 33, nº 11, pp. 1404-1418.
- Marhuenda, J. (1998) Estacionalidad de la prima por riesgo en el mercado de capitales español. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXVII, nº 94, pp. 13-36.
- Markowitz, H.M. (1959) Portfolio Selection: Efficient diversification of Investments. Ed. Yale University Press
- Marra, T. (2001) *The influence of proprietary disclosure costs on the decision to go public*. Ed.Center Dissertation series. Universidad de Tilburg. Holanda
- Marston, C. y Shrives, P. (1991) The use of disclosure indices in accounting research: a review article. *British Accounting Review*, Vol. 23, pp. 195-210.
- Martinez, J. (1985) Contabilidad y Contingencias Empresariales. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 14, pp. 157-182.
- Mascarreñas, J. (1999) *Innovación Financiera*. Ed. McGraw-Hill. Madrid.
- McAnally, M. (1996) Banks, Risk, and FAS105 disclosures. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 11, nº 3, pp. 453-490.
- McKinnon, J. y Dalimunthe, L. (1993) Voluntary disclosure of segment information by Australian diversified companies. *Accounting and Finance*, Vol. 33, nº 1, pp. 33-50.
- McNally, G., Hock, L. y Hasseldine, C. (1982) Corporate financial reporting in New Zealand: An analysis of user preferences, corporate characteristics and disclosure practices for discretionary information. *Accounting and Business Research*, Invierno, pp. 11-20.
- Meek, G., Roberts, C. y Gray, S. (1995) Factors influencing voluntary annual report disclosures by U.S., U.K. and continental european multinational corporations. *Journal of International Business Studies*,

Vol. 26, nº 3, pp. 555-571.

- Milgrom, P. (1981) Good news and bad news: representation theorems and applications. *Bell Journal of Economics*, Vol. 12, pp. 380-391.
- Milne, M. y Adler, R. (1999) Exploring the reability of social and environmental disclosures content analysis. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*. Vol 12, nº 2, pp. 237-256.
- Miller, K. y Reuer, J. (1996) Measuring organizational Downside Risk. *Strategic Management Journal*, Vol. 17, pp. 671-691.
- Moneva, J. (1990) Concepto y naturaleza de las provisiones y contingencias: especial referencia a la Cuarta Directiva. *Técnica Contable*, Vol. 42, pp. 61-76.
- Moneva, J. y Llena, F. (1996) Análisis de la información sobre responsabilidad social en las empresas industriales que cotizan en bolsa. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 25, nº 87, pp. 361-40.
- Moneva, J. Y Llena, F. (2000) Enviromental disclosures in the annual reports of large companies in Spain. *The European Accounting Review*, Vol. 9, nº 1, pp. 7-29.
- Mora, A y Rees, W. (1996) Un análisis empírico sobre la práctica de la consolidación contable en las empresas españolas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 25, nº 86, pp. 161-178.
- Mora, A. (1995). Utilidad de los modelos de predicción de la crisis empresarial. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. XXIV, pp. 281-300.
- Mora, A. y Rees, W. (1998) The early adoption of consolidated accounting in Spain. *The European Accounting Review*, Vol. 7, nº 4, pp. 675-696.
- Morgan Guaranty Trust (1994) *Riskmetrics Technical document*, 3rd ed mayo. New York. <http://fin.bwl.uni-mainz.de/riskmetrics.html>
- Myers, S. (1977) Determinants of the corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, pp. 147-175.
- Nelson, M. y Kinney W. (1997) The Effect of Ambiguity on Loss Contingency

- Reporting Judgments. *The Accounting Review*, Vol. 72, nº 2. pp. 257-274.
- Núñez, M. y Cano, M (2000) The behavioral Quadratic relationship between accounting risk and return: some spanish evidence. Comunicación presentada en el Congreso de la EAA
- Núñez, M. y Cano, M. (1999) La relación entre rentabilidad y riesgo contable: una revisión de la literatura a partir de la paradoja de Bowman. *Estrategia Financiera*, nº 10, pp. 3-15.
- OCDE (1999) Principios de la OCDE para el Gobierno de las Sociedades, Aprobados en la cumbre de 26-27 de mayo.
- Olsen R. y Troughton, G. (2000). Are risk premium anomalies caused by ambiguity?. *Financial Analysts Journal*, Marzo/Abril, pp. 24-31.
- Olshon, J. (1980) Financial ratios and the probabilistic prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, Spring, pp. 109-131
- Peasnell, K., Pope, P. y Young, S. (2000) Accrual management to meet earnings targets: UK evidence pre- and post-Cadbury. *British Accounting Review*, nº 32, pp. 415-445
- Plan General de Contabilidad. Real Decreto 1643/1990, de 20 de diciembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad
- Previts, J., Bricker, R., Robinson, T. y Young, S. (1994) A content analysis of sell-side financial analyst company reports. *Accounting Horizons*, Vol. 8, nº 2, pp. 55-70.
- PriceWaterhouseCoopers (2001) Gestión del riesgo de crédito en las empresas financieras españolas Acuerdo de Basilea <http://www.pwcglobal.com/es/esp/ins-sol/survey-rep/index.html>
- Raffournier, B. (1995) The determinants of voluntary financial disclosure by swiss listed companies. *The European Accounting Review*, Vol. 4, nº 2 pp. 261-280.
- Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores
- Real Decreto 437/1998 de 20 de marzo que aprueba las normas de

adaptación del PGC a las empresas del Sector Eléctrico

- Ríos, M. (1998) *Solvencia Empresarial y riesgos asociados*. Tesis doctoral, Universidad de Málaga
- Rodríguez, F. y Marazuela, A. (2001) *Análisis de la influencia de las variables contables en el riesgo sistemático de las empresas del nuevo mercado*. Comunicación presentada al XI Congreso de AECA. Madrid.
- Rodríguez, G., Gil, J. y García, J. (1996) *Metodología de la investigación cualitativa*. Ediciones Algibe. Granada.
- Rogers, R. y Grant, J. (1997) Content analysis of information cited in reports of sell-side financial analysts. *Journal of Financial Statements Analysis*, Vol. 3, nº 1, pp. 17-30.
- Rosenberg, B. y McKibben, W. (1973) The Prediction of Systematic and Specific Risk in Common Stocks. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, March, pp. 317-333.
- Rosenberg, B. y Guy, J. (1976) Beta And Investment Fundamentals. *Financial Analyst Journal*, Vol. 32 nº 3, pp. 60-72.
- Ross, S. (1976) The Arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of Economic Theory*, Vol. 13, pp. 341-360.
- Ross, S. (1976) The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*, Vol. 13, pp. 341-360.
- Rueffli, T. (1990) Mean-Variance approaches to Risk-Return Relationships in Strategy: Paradox Lost. *Management Science*, Vol 36, nº 3, pp. 368-380
- Rueffli, T., Collins, M. y Lacugna, J. (1999) Risk Measures in strategic management research: Auld Lang Shine?. *Strategic Management Journal*. nº 20, pp. 167-194.
- Ruiz, G., Jiménez, J. y Torres, J. (2000) *La gestión del riesgo financiero*. Ed. Pirámide. Madrid.
- Ryan, S. (1997) A Survey of Research Relating Accounting Numbers to Systematic Equity Risk with Implications for Risk Disclosure Policy and

- Future Research. *Accounting Horizons*, Vol. 11, nº 2, pp. 82-95.
- Sáez, J. y Martín-Casal, J. (2000) Una aproximación a las exigencias de la información contable relativa a contingencias y provisiones en función del IAS 37. *Estudios Financieros*, nº 206, pp. 185-218.
- Salamon, G. y Dhaliwal, D. (1980) Company size and financial disclosure requirements with evidence from the segmental reporting issue. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 7, pp. 555-568.
- Santoro, J. (1997) SOP 94-6, Disclosure of Certain Significant Risks and Uncertainties. *NP*, Octubre, pp. 26-31.
- Scott, T. (1994) Incentives and disincentives for financial disclosure: voluntary disclosure of defined benefits pension plan information by Canadian firms. *The Accounting Review*, Vol. 69, nº 1, pp. 26-43.
- Schipper, K. (1981) Discusión of voluntary corporate disclosure: the case of interim reporting. *Journal of Accounting Research*, Vol. 19 (suplemento), pp. 85-88.
- Schipper, K. (1991) Commentary on analysts forecast. *Accounting Horizons*, Vol. 5, pp. 105-121.
- Schoemaker, P. (1982) The expected utility model: its variants, purposes, evidence and limitations. *Journal of Economic Literature*, Vol. XX, pp. 529-563.
- Schrand, C., Elliott, J. (1998) Risk and Financial Reporting: A Summary of the Discussion at the 1997 AAA/FASB Conference. *Accounting Horizons*, Vol. 12, nº 3, pp. 271-282.
- 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.
- Selva, M. (1995) The Association Between Accounting Determined Risks Measures and Analyst Risk Perceptions in a Medium-Sized Stock Market. *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 6, nº 3, pp. 207-229.

- Sengupta, P. (1998) Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review*, Vol. 73, nº 4, pp 459-474
- Shalit, H y Yitzhaki, S. (1984) Mean-Gini, Portfolio Theory, and the pricing of risky Assets. *The Journal of Finance*, Vol. XXXIX, nº 5, pp. 1449-1468.
- Sharpe, W. (1963) A Simplified Model for Portfolio Analysis. *Management Science*, January, pp. 277-293.
- Sierra, G. y Orta M. (1996) *Teoría de la auditoría financiera*. Ed. Mc Graw Hill
- Simon, H. (1982) *Models of bounded rationality*. Ed. Cambridge (Mass.) MIT press.
- Singhvi, S. y Desai, H. (1971) An empirical análisis of the quality of corporate financial disclosure. *The Accounting Review*, Vol. XLVI, pp. 621-632.
- Singleton, K. (1998) *Activos de renta fija con riesgo de insolvencia: valoración y gestión del riesgo en La gestión del riesgo de mercado y de crédito, nuevas técnicas de valoración*. Ed. Fundación BBV. Bilbao.
- Skinner, D. (1994) Why firms voluntary disclose bad news. *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, nº 1, pp. 38-60.
- Smith, M y Taffler, R. (1992) Readability and Understandability: Different measures of the textual Complexity of Accounting Narrative. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol 5, pp. 84-98
- Sydseff, R. y Weetman, P. (1998) A texture index for evaluating accounting narratives. An alternative to readability formulas. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol. 12, nº 4, pp. 459-488.
- Tinker, A. y Neimar, M. (1987) The role of annual reports in gender and class contradictions at General Motors, 1917-1976. *Accounting Organizations and Society*, Vol. 12, nº 1, pp. 71-88.
- Tobin, J. (1958) Liquidity Preference as Behavior Toward Risk. *Review of Economic Studies*, Vol. 25, pp. 65-86.
- Túa, J. (1996) El marco conceptual de la información financiera (IASB). Instituto de Auditores-Censores Jurados de Cuentas de España Escuela de Auditoría. Madrid

- Verona, M. C. (2000) Aspectos generales del *rating*. *Actualidad Financiera*, nº 3, pp. 65-85.
- Verrecchia, R. (1983) Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 5, pp. 179-194.
- Verrecchia, R. (2001) Essays on Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, Vol- 32, pp.97-181
- Vidal, R. (1999) *Una aproximación conceptual a la información del riesgo empresarial*. Tesis doctoral, Universidad de Santiago de Compostela.
- Wagenhofer, A. (1990) Voluntary disclosure with a strategic opponent. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12, pp. 341-363.
- Wallace, R., Naser, K. y 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.
- Wallman, S. (1995) The Future of Accounting and Financial Reporting. Part II: The Colorized Approach. *Accounting Horizons*, Vol. 10, nº 2, pp. 138-48.
- Watts, R. y Zimmerman, J. (1986) *Positive Accounting Theory*. Ed. Englewood Cliffs, Prentice Hall.
- Weston, J. y Copeland, T. (1995) *Finanzas en Administración*. Ed. Mcgraw-hill Interamericana. México.
- White, G., Shondi A. y Fried, D. (1994) *The Analysis and Use of Financial Statements*. Ed. John Wiley & Sons, Inc. Nueva York.