

La Divulgación del Riesgo en las Demostraciones Financieras: un Análisis al Anexo de las Sociedades no Financieras Portuguesas

Resumo

El presente estudio tiene por objetivo analizar la divulgación del riesgo efectuada por parte de las sociedades no financieras Portuguesas bien conceptuadas en la *Euronext* de Lisboa a lo largo de los años 2011 y 2012. Fueron analizadas las características de la información divulgada en materias relativas al riesgo, teniendo en cuenta el ámbito temporal, el carácter cuantitativo o cualitativo de la información, la naturaleza y la clasificación del riesgo divulgado. Los datos para este estudio fueron recogidos a partir del análisis de contenido al anexo de los informes y cuentas (cuentas consolidadas) de las entidades pertenecientes a la población, durante el período de 2011 y 2012, resultando en una población de 36 entidades. Los referidos datos fueron posteriormente, sometidos a técnicas de análisis Univariado y Bivariado, basado en tests no paramétricos, especialmente el test de *Wilcoxon*. Los resultados demuestran que predomina la divulgación de información financiera de forma cualitativa, referente al pasado, y clasificada como “buenas noticias”. Se pretende que los resultados de esta investigación puedan contribuir para la comprensión del tema desarrollado, como es el caso de los elementos que se encuentran en la base de la divulgación de información de materias relativas al riesgo.

Palabras Clave: Anexo, Control Interno, Divulgación, Teorías Justificativas del Riesgo, Riesgo

Maria de Lima e Silva

Máster por el Instituto Superior de Contabilidad y Administración de Lisboa y Auditora de la Pricewaterhouse Coopers.
Contacto: Rua Augusto Gil, 29, Lisboa. Lisboa-Portugal. CEP.: 1000-063
E-mail: marialimsilva@gmail.com

Fábio Henrique Ferreira de Albuquerque

Doctorado por la Universidad de Extremadura y Profesor Adjunto en el Instituto Superior de Contabilidad y Administración de Lisboa **Contacto:** Av. Miguel Bombarda, 20, Lisboa. Lisboa-Portugal. CEP.: 1069-035
E-mail: fhalbuquerque@iscal.ipl.pt

Manuela Maria Marcelino

Máster por el Instituto Superior de Contabilidad y Administración de Lisboa Técnica Superior en el Área Financiera y Patrimonial en la Facultad de Farmacia de la Universidad de Lisboa. **Contacto:** Av. Professor Gama Pinto, Lisboa. Lisboa-Portugal. CEP.: 1649-003
E-mail: mmarcelino@ff.ulisboa.pt

Joaquín Texeira Quirós

Doctorado por la Universidad de Extremadura y Profesor Coordinador de la Universidad Autónoma de Lisboa. **Contacto:** Rua de Santa Marta, 56, Lisboa. Lisboa-Portugal. CEP.: 1169-023
E-mail: jquiros@ual.pt

1. Introducción

Con la globalización de la economía, se ha hecho sentir un creciente aumento de la competitividad, que ha forzado a las entidades a innovar como forma de crear valor para sus *stakeholders*. La problemática del fraude, por su componente económico y social, es una cuestión bastante presente y relevante en diversas esferas de la sociedad.

Así pues, y frente a la frecuente divulgación de casos de fraude en entidades multinacionales, hubo dos corrientes que, más recientemente, emergieron, una en los Estados Unidos de América (EE. UU.), con el advenimiento de la *Sarbanes-Oxley Act* (SOX), conocida como Ley Sarbanes-Oxley, y otra en Europa. En ambos los casos, tienen como *target* las empresas que cotizan en mercados reglamentados, lo que no evitó, no obstante, la desaparición de los crímenes económicos.

Todas las entidades enfrentan incertidumbres, siendo el desafío de esas entidades determinar el nivel de incertidumbre que están dispuestas a aceptar. El riesgo puede ser definido como una probabilidad de que algún acontecimiento desfavorable venga a ocurrir y que afecte a la entidad, pudiendo originarse de las más variadas situaciones y estar relacionado a decisiones de inversiones, creación de un nuevo producto, estrategia de *marketing*, competitividad de mercado, etc. Bajo ese punto de vista, el riesgo es un factor inherente a la propia entidad. La gestión de riesgo permite identificar, evaluar y administrar riesgos delante de incertidumbres e integra el proceso de creación de valor. Entre otros documentos identificados en la literatura, los informes y modelos de control interno de referencia internacional, conocidos como Informe Treadway, Informe Cadbury, Informe Turnbull, *Criteria of Control Framework* (Coco), *Committee of Sponsoring Organizations* (Coso) y *Control Objectives for Information and Related Technology* (Cobit), antecedentes de la SOX, identifican cuestiones relevantes relacionadas con la gestión del riesgo.

La adecuada divulgación de las políticas de contabilidad seguidas por la entidad y la observación de las características cualitativas que están en la base de la preparación de las demostraciones financieras (DF) – conjuntamente con el adecuado cumplimiento del referencial de contabilidad (normas de contabilidad y de relato financiero) aplicable – constituyen la primera garantía de la calidad y, asimismo, de la utilidad de la información financiera por parte de los diversos utilizadores de esa información. Igualmente relevantes en el contexto de las divulgaciones a efectuar por una entidad, se encuentran los principales presupuestos relativos al futuro y otras fuentes de incertidumbre de las estimativas efectuadas a la fecha del balance que presenten un riesgo significativo de provocar un ajustamiento material en las cuantías escrituradas de activos y pasivos durante el próximo año financiero.

De hecho, la relevancia de esta materia se encuentra intrínsecamente relacionada con la capacidad que tienen las referidas fuentes de incertidumbre, presentes en la elaboración del relato, de influenciar la toma de decisión de los usuarios. Se debe, no obstante, que aunque el relato del riesgo, *lato sensu*, no sea una exclusividad de las DFs, el alcance de la Estructura Conceptual (EC), como un documento que establece las características cualitativas que la información financiera debe observar, se encuentra limitado a esa información, particularmente en el contexto del anexo. El riesgo divulgado en el anexo es, asimismo, complementado con las disposiciones legales internas (nacionales) relevantes, relativamente, a ese asunto.

El presente estudio pretende analizar, en líneas generales, el riesgo divulgado en el informe y cuentas (RC), más precisamente en el anexo, por parte de las entidades cotizadas en la *Euronext* de Lisboa durante los años 2011 y 2012. Después de la recogida entonces efectuada, la población identificada para este estudio se encuentra constituida por 36 entidades. El estudio incide sobre las divulgaciones asociadas al riesgo que asuman un carácter obligatorio divulgado en el relato financiero de las entidades, en particular en el anexo, sea por vía de la *International Accounting Standard* (IAS) 1: “*Presentation of Financial Statements*” del *International Accounting Standards Board* (Iasb), sea por fuerza del cumplimiento de requisitos obligatorios previstos en la legislación nacional, especialmente en el Código de las Sociedades Comerciales (CSC).

El objetivo del presente trabajo consiste en la análisis de la información divulgada en lo que se refiere al ámbito temporal (*backward versus (vs.) forward*), al carácter de la información (cualitativa *vs.* cuantitativa) y, asimismo, en relación a la naturaleza de la divulgación (“buenas” *vs.* “malas” noticias) y a la respectiva clasificación del riesgo divulgado (financiero *vs.* no financiero).

La divulgación de riesgos para efectos de este estudio fue clasificada en dos categorías principales:

- Riesgos financieros, donde se incluyen los riesgos de mercado, de liquidez, de crédito y de capital; y
- Riesgos no financieros, que incluyen los riesgos operacionales, de negocio (o estratégicos) y legales (o de conformidad).

Para el efecto, el riesgo analizado en este estudio abarca las exigencias de divulgación de los “principales presupuestos relativos al futuro y otras principales fuentes de incertidumbre de las estimativas efectuadas”, previsto en la IAS 1 (f116), y en legislación nacional específica (CSC).

Esta pesquisa se insiere, así, en el contexto de la divulgación del riesgo en el relato financiero consolidado de las entidades (no financieras) en Portugal a partir de la análisis del anexo. En ese sentido, la selección de esta fuente de recolección de información se presenta como una de las principales motivaciones para la realización de esta investigación, en la medida en que la generalidad de los estudios relacionados con esa temática, a saber, la divulgación del riesgo, se ha centrado, mayoritariamente, en el análisis del informe de gestión y no específicamente en las DF, donde se incluye el anexo.

2. Encuadramiento teórico

La mayor parte de los estudios efectuados sobre la divulgación del riesgo se basa en evidencias empíricas a partir de reglamentaciones de origen anglosajón (Abraham & Cox, 2007; Deumes & Knechel, 2008; Lajili & Zéghal, 2005; Linsley & Shrivés, 2006; Oliveira, Rodrigues & Craig, 2011a), así como en el ámbito de los países continentales (Beretta & Bozzolan, 2004).

Con la publicación por parte de los principales organismos de normas o recomendaciones específicas en materia de divulgación de información sobre instrumentos financieros, en particular sobre instrumentos derivados, han sido varios los autores que se preocupan en estudiar el grado de cumplimiento con las exigencias de divulgación contenidas en las normas, o con el impacto provocado por la obligatoriedad de adopción de determinada norma en la información divulgada, por parte de las entidades financieras. Sobre este asunto, Lemos y Rodrigues (2011, p. 10) refieren que “a pesar de que las instituciones bancarias utilicen instrumentos derivados, [...] la información que divulgan, en sus documentos de prestaciones de cuentas [...] es, todavía, bastante limitado”. En el estudio de Lemos y Rodrigues (2011), los autores analizaron el nivel de divulgación sobre los instrumentos financieros derivados, por parte de las 34 entidades financieras que operaron en Portugal durante el ejercicio económico de 2009. De este estudio resultó que la información cualitativa tiene una divulgación superior a la información cuantitativa. También Alves (2005) siguió por un análisis semejante, al analizar el grado de cumplimiento para con las recomendaciones del Comité de Basilea (sobre riesgo operacional), relativamente a los mayores bancos del Brasil y nueve bancos de los EE. UU. y de Europa. El autor identificó un aumento del nivel de divulgación en el año de 2003 para 2004, tanto en el Brasil como en el extranjero, y que los bancos de los EE. UU. y de Europa divulgaron más información que los bancos del Brasil. Linsley y Shrivés (2006), al analizar la información divulgada en los mayores bancos del Reino Unido y del Canadá, constataron que la información divulgada que presenta un mayor foco es la información cuantitativa y la información sobre las políticas de gestión.

En Portugal, Oliveira *et al.* (2011a) analizaron los informes anuales de los 101 bancos comerciales portugueses que divulgaron la información en el Banco de Portugal a 31 de diciembre de 2007. De acuerdo con los resultados obtenidos, se verificó que la divulgación de información relacionada con el riesgo es reducida, teniendo por base las entidades que adoptan el normativo nacional. Tales resultados corroboraron la visión de que la adopción de las IAS/*International Financial Reporting Standards* (IFRS) ha llevado a un aumento de divulgación de materias relacionadas al riesgo.

Guthrie, Petty, Youngvanich y Ricceri (2004) refieren que el informe anual se revela como una fuente de obtención de información bastante útil, una vez que los gestores de las entidades utilizan los informes como vehículo de señalización de información importante al mercado. Es, tal vez, el documento más divulgado por las entidades y que es presentado en una base regular.

Aunque el informe de gestión sea considerado como una herramienta de comunicación por parte de las entidades, otros autores, en los últimos años, han usado otros medios como fuente de información. Es el caso de Hernández-Madrigal, Blanco-Dopico y Aibar-Guzmán (2012), que analizaron el “*corporate governance annual reports*” publicado en los sitios web de las entidades.

El informe anual de las entidades es un documento formal que contiene informaciones cuantitativas, narrativas y gráficos, y que permite a los *stakeholders* obtener información sobre la situación financiera, y dirección esperada de la entidad. Se trata, también, de una respuesta a las exigencias de divulgación obligatoria de los órganos reguladores (Yampolskaya, 2006). El informe anual debe contener tanto información financiera como información no financiera, de modo a proporcionar una imagen verdadera y de amplio alcance de la situación de la entidad. Las informaciones contenidas en el informe precisan ser de confianza, de forma a evitar fallos del mercado (Johansson & Thöonberg, 2011).

Una de las posibles clasificaciones relativas al riesgo sirve al análisis entre la cantidad de información numérica/cuantitativa y la información no numérica/cualitativa divulgada por las entidades en ese ámbito, soportándose tales estudios en la hipótesis de que las entidades divulgan más información de naturaleza estrictamente cualitativa, comparativamente con la información de naturaleza cuantitativa (Beretta & Bozzolan, 2004; Lajili & Zéghal, 2005; Linsley & Shrides, 2006; Oliveira *et al.*, 2011a).

Los estudios relacionados con la divulgación del riesgo se basan en análisis de contenido a la información divulgada a partir de una previa clasificación de los riesgos en categorías o tipologías de riesgo.

El análisis de contenido es utilizada en una perspectiva cualitativa o cuantitativa (Hernández-Madrigal *et al.*, 2012). La clasificación de los riesgos en tales categorías se basa, fundamentalmente, en la creación de un índice de divulgación asociado a la tipología del riesgo definido el cual, en una fase siguiente, sirve, posteriormente, al análisis de las hipótesis definidas en el estudio (Beretta & Bozzolan, 2004; Deumes & Knechel, 2008). En una perspectiva cuantitativa, las formas de análisis de la cantidad del cumplimiento de la divulgación del riesgo, pasa por: “contar” frases (Beretta & Bozzolan, 2004; Ereira, 2007; Lajili & Zéghal, 2005; Linsley & Shrides, 2006; Michiels, 2008; Oliveira *et al.*, 2011a), por registrar el número de palabras (Abraham & Cox, 2007; Lajili & Zéghal, 2005), o registrar el número de párrafos (Hassan, 2012).

En suma, relativamente a la tipología de los riesgos, se identifican las clasificaciones relativas a los riesgos de control, riesgos financieros, riesgos operacionales, riesgo de negocio o estratégicos, riesgos de orden legal, además del riesgo ambiental y de seguridad (Ereira, 2007; Hernández-Madrigal *et al.*, 2012; Höring & Gründl, 2011; Jiang, 2008; Kongprajya, 2010; Meijer, 2011; Michiels, 2008; Oliveira & Rodrigues, 2011; Puga, 2012; Vandemaele, Vergauwen & Michiels, 2009; Yampolskaya, 2006), o incluso abordajes basados en los riesgos identificados en los modelos de control interno de referencia internacional (Deumes & Knechel, 2008; Tröster, 2005). En el estudio efectuado por Linsley y Shrides (2006), los autores concluyeron que la divulgación del riesgo financiero era bastante inferior a la divulgación por parte del riesgo operacional, con solamente un 23%.

En la literatura abordada, se encontraron, igualmente, estudios que clasifican la información relativa al riesgo consonante la naturaleza del contenido de la información divulgada en “buena”, “mala” o “neutra” (Ereira, 2007; Linsley & Shrides, 2006; Oliveira & Rodrigues, 2011; Puga, 2012). Linsley y Shrides (2006), especialmente, concluyeron que la naturaleza de la divulgación de noticias malas ronda el 20%, las buenas noticias el 26% y las noticias neutras respecto al 54% de las divulgaciones.

Otra clasificación de los riesgos pasa por clasificarlos en una visión *backward-looking* o *forward-looking* (Beattie, McInnes & Fearnley, 2004; Beretta & Bozzolan, 2004; Lajili & Zéghal, 2005; Linsley & Shrivés, 2006; Oliveira *et al.*, 2011a; Puga, 2012; Solomon, Solomon, Norton & Joseph, 2000). Algunos estudios, como, por ejemplo, el estudio de Linsley y Shrivés (2006), demuestran la reticencia en la divulgación de informaciones *backward-looking*, al paso que estudios como el de Beattie *et al.* (2004), Beretta y Bozzolan (2004) y Puga (2012) demostraron lo opuesto.

Solomon *et al.* (2000) constataron, asimismo, que los inversores prefieren obtener informaciones detalladas/específicas sobre los riesgos y no una información generalizada de los riesgos.

El estudio de Oliveira *et al.* (2011a) difiere de los resultados de Linsley y Shrivés (2006). La diferencia puede ser atribuida a los contextos ambientales divergentes de los estudios, o sea, hay mucho menos énfasis en los intereses de los inversores y en las necesidades de información de los mercados de valores mobiliarios en Portugal que en los del Reino Unido.

De acuerdo con diversos autores, para mejorar la calidad de la divulgación del riesgo es recomendado que las entidades cuantifiquen, en la medida de lo posible, la dimensión del riesgo (Beretta & Bozzolan, 2004; Linsley & Shrivés, 2006), lo que posibilita, a los utilizadores de la información divulgada, calcular su impacto en la entidad. En la medida en que se torna difícil cuantificar esos riesgos, una vez que están asociados diversos obstáculos (como por ejemplo falta de datos), existe una mayor información no monetaria en las divulgaciones (Ereira, 2007).

De acuerdo con las evidencias de las teorías justificativas del relato voluntario, las dos teorías más verificadas en la literatura como justificativas del relato voluntario son la teoría de la Agencia y la teoría de la Señalización.

La teoría de la Agencia y la teoría de la Legitimidad apuntan que las entidades de mayor dimensión presentan un mayor interés público y, como tal, presentan necesidades adicionales de divulgación, soportando la existencia de relación y/o asociación y/o diferencias significativas entre la dimensión de las entidades y la divulgación del riesgo (Beattie *et al.*, 2004; Deumes, 2008; Ereira, 2007; Höring & Gründl, 2011; Jiang, 2008; Kongprajya, 2010; Linsley & Shrivés, 2006; Meijer, 2011; Rajab & Handley-Schachler, 2009; Tröster, 2005; Vandemaele *et al.*, 2009; Yampolskaya, 2006).

La teoría de la Señalización refiere que las entidades más rentables podrán querer señalar su situación, divulgando, en ese caso, más información, para que se puedan distinguir de las entidades menos rentables del mercado, esto por forma a explicar las razones de su menor desempeño y asegurar frente al mercado, las expectativas de crecimiento futuro. Así pues, hay quien entienda que haya una relación entre el nivel de la divulgación del riesgo y la performance (Ereira, 2007).

La teoría de la Agencia soporta igualmente hipótesis de relación y/o asociación y/o análisis de diferencias entre la divulgación de materias relativas al riesgo y el propio riesgo de la entidad (basado, especialmente, en el endeudamiento empresarial), rentabilidad y la política de distribución de dividendos (Ereira, 2007; Höring & Gründl, 2011; Kongprajya, 2010; Michiels, 2008; Oliveira & Rodrigues, 2011; Rajab & Handley-Schachler, 2009; Tröster, 2005; Vandemele *et al.*, 2009), así como entre el sector o mercado de encuadramiento de las entidades analizadas (Deumes, 2008; Jiang, 2008; Kongprajya, 2010; Oliveira & Rodrigues, 2011; Rajab & Handley-Schachler, 2009; Yampolskaya, 2006).

En síntesis, en la revisión efectuada a los diversos estudios acerca del nivel de riesgo divulgados por las entidades, ya sea de forma voluntaria o de forma obligatoria, se verifica, en la generalidad, la relación positiva entre el nivel de divulgación y la dimensión de la entidad. Esta relación positiva entre la dimensión de la entidad y la cantidad de información divulgada puede ser explicada por el hecho de las grandes entidades presentar un mayor número de *stakeholders* a quien tienen que reportar información relacionada con el riesgo (Linsley & Shrivés, 2006); o por el hecho de que estas entidades enfrenten más riesgos y, como consecuencia, presentar una mayor cantidad de información relacionada con el riesgo (Yampolskaya, 2006).

La relevancia de la dimensión de la entidad en el contexto de la divulgación del riesgo es fácilmente comprendida por la teoría de la Agencia, una vez que destaca el hecho de que cuánto mayor la empresa, mayores los costes de agencia en virtud de la existencia de asimetrías informacionales (Zadeh & Eskandari, 2012).

En lo que se refiere al endeudamiento, los estudios desarrollados pretenden analizar la relación entre el relato efectuado por las entidades y su nivel de endeudamiento. A la luz de la teoría de la Señalización en su relación con el coste de capital, especialmente, cuánto más las entidades necesiten recorrer al endeudamiento, mayor será la cantidad de información divulgada (Ereira, 2007).

Semper y Beltrán (2014), especialmente, analizaron si el coste del capital propio de la empresa está, o no, relacionado con la divulgación de riesgo. Los resultados obtenidos, a partir del análisis de la información divulgada en los informes de gestión anuales de empresas no financieras que cotizaban en la Bolsa de Valores de Madrid, entre 2007 a 2009, permitieron verificar una relación estadísticamente significativa y positiva entre el coste del capital propio y la divulgación del riesgo financiero, no verificándose esta relación entre el coste del capital propio y la divulgación del riesgo no financiero. En ese sentido, Semper y Beltrán (2014) sugieren que las divulgaciones de riesgo efectuadas por las empresas parecen introducir contingencias desconocidas y factores de riesgo, y no únicamente una actualización de las informaciones sobre los riesgos conocidos.

Otros estudios se han centrado en la componente de *corporate governance*, donde se incluye el análisis de relaciones/asociaciones y o diferencias significativas conforme a la existencia, o no, de un comité de auditoría o al número de administradores no ejecutivos componentes de los órganos sociales de la entidad, la calidad de la auditoría, así como la estructura de la propiedad de capital y composición de los órganos sociales, especialmente, la concentración del capital y las acciones no poseídas por los accionistas mayoritarios (Abraham & Cox, 2007; Deumes & Knechel, 2008; Hernández-Madrigal *et al.*, 2012; Höring & Gründl, 2011; Jiang, 2008; Michiels, 2008; Tröster, 2005; Vandemaele *et al.*, 2009).

Como punto aparentemente común de los estudios más recientes relativos a la divulgación del riesgo, se encuentra el incremento de la divulgación observada en esa materia, sobre todo por fuerza de las mayores exigencias prescritas por organismos normalizadores (sea por recomendación de implementación de nuevas formas de relato sea por la exigencia de relato obligatorio).

Ejemplo de esto es el estudio de Rajab y Handley-Schachler (2009), teniendo por base 53 entidades no financieras que cotizaban en el Reino Unido. Los autores constataron que la divulgación aumentó en determinados períodos de tiempo (1998-2000, 1998-2004, 2001-2004), como resultado de la aplicación de reglamentaciones. El estudio de Liu (2006) contenía una población de siete entidades de telecomunicaciones, cotizadas de 2001 a 2006, también del Reino Unido, y verificó un aumento de la divulgación en el período de 2001 a 2002 y de 2005 a 2006 (este último con un porcentaje superior de número de palabras relacionadas con la divulgación del riesgo). Oliveira *et al.* (2011a), al evaluar 42 empresas cotizadas en la Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios (CMVM), no registraron cualquier aumento en la cantidad de información divulgada sobre el riesgo como resultado de la adopción de las IAS y de las IFRS. En el estudio de Hernández-Madrigal *et al.* (2012), el período en análisis fue dividido en dos partes. La primera consistió en el período *pre-release* y la segunda en el período *pos-release*, entre 2006 y 2009. El primer período comprendió los años 2004 y 2005 y fue precedido por la publicación de importantes códigos y normas, tanto en España, por el Código *Olivencia* y el Código *Aldama*, como en otros países, como la publicación de la SOX, del Informe *Winter* y del Coso. Los autores identificaron un incremento, aunque reducido, en la divulgación de información cuantitativa y detallada sobre los riesgos, y una mejoría progresiva del valor medio de los índices de divulgación del riesgo en el período *pos-release*, comparativamente al período *pre-release*, indicando, así, una influencia por parte de la publicación de la legislación. Los resultados sugieren, asimismo, el esfuerzo por parte de las entidades, en el sentido de mejorar la información divulgada, aunque limitadas al cumplimiento de los requisitos mínimos establecidos por ley, no considerando otra información útil al utilizador/inversor.

Abraham y Shrivés (2014), por su vez, desarrollaron un modelo basado en tres cuestiones que puede ayudar a evaluar la divulgación del riesgo por parte de las entidades, especialmente: la “divulgación de informaciones debe ser simultáneamente específica para la empresa y regularmente actualizada”; los “gestores de las empresas deben evaluar las divulgaciones de riesgo en una base regular en el ámbito de los informes anuales”; y las “divulgaciones en el ámbito de los informes anuales deben incorporar la discusión de experiencias reales de riesgo”. De acuerdo con los autores, la pesquisa sobre el tema identifica que estas

tres cuestiones deben ser consideradas por los gestores relativamente a las divulgaciones de riesgo, permitiendo una mejoría de la calidad de la información. El modelo propuesto fue entonces aplicado a cuatro empresas del sector de producción y procesamiento de alimentos pertenecientes a la FTSE 100, y de forma a evaluar la forma como las divulgaciones de riesgo se alteraron a lo largo del tiempo, fueron analizados los informes anuales para los ejercicios de 2002-2007. Los resultados obtenidos sugieren que los gestores de las empresas prefieren proporcionar divulgaciones que son simbólicas, en vez de substantivas. Abraham y Shrivies (2014) argumentan que los factores institucionales y los costes de propiedad pueden contribuir y explicar ese comportamiento. Los autores llaman la atención, asimismo, para el papel que las partes interesadas, especialmente, los gestores, utilizadores, órganos reguladores y auditores pueden desempeñar en la mejoría de la calidad de los informes de riesgo.

Como técnicas estadísticas identificables en los diversos estudios, se identificaron técnicas de análisis de regresión y/o correlación estadística, en que se incluyen los tests de correlación de Pearson y Spearman, así como otras técnicas de análisis multivariado basadas en análisis de fiabilidad, análisis factorial y técnicas de análisis de componentes principales (Deumes, 2008; Höring & Gründl, 2011; Meijer, 2011; Michiels, 2008; Puga, 2012; Taylor, Tower & Neilson, 2010; Tröster, 2005; Vandemaele *et al.*, 2009), conforme a la normalidad, o no, de la distribución de las variables. Se identifican asimismo estudios que se basan en tests de diferencias de media como el *t-test*, el test de *Mann-Whitney-U* o incluso el test de las señales y de Wilcoxon y análisis de variancia ANOVA y Kruskal-Wallis (Hernández-Madrigal *et al.*, 2012; Meijer, 2011; Michiels, 2008; Oliveira & Rodrigues, 2011; Tröster, 2005; Vandemaele *et al.*, 2009).

Otros estudios procuran, asimismo, identificar de qué forma la percepción del riesgo influencia el comportamiento de los utilizadores de la información, especialmente, en lo que dice respecto a las decisiones de compra y venta de posiciones por parte de los inversores y/o el juzgamiento de los analistas (Deumes, 2008; Slovic, Fischhoff & Lichtenstein, 1980).

El análisis del riesgo bajo la óptica de los utilizadores también asume especial importancia, en la medida en que, de acuerdo con Slovic *et al.* (1980), las divulgaciones relacionadas con el riesgo son susceptibles de ser interpretadas por los utilizadores de las DFs de una forma diversa de la inicialmente pretendida.

En el contexto nacional, se identifican ya los estudios de Ereira (2007) y Oliveira y Rodrigues (2011). No obstante, en los referidos estudios, el anexo no fue objeto exclusivo de análisis.

3. Metodología

El presente capítulo pretende presentar las líneas metodológicas generales seguidas en la conducción de este estudio.

El objetivo de este estudio reside en el análisis de la divulgación de materias relativas al riesgo identificado en el relato financiero (específicamente en el anexo) que asuman un carácter obligatorio, identificados en las diversas fuentes legales, sea por vía de la IAS 1, sea por fuerza del cumplimiento de requisitos obligatorios previstos en la legislación nacional, especialmente en el CSC.

En ese sentido, la divulgación relativa a los riesgos fue clasificada en diversas categorías o atributos principales. Fueron creadas cuatro hipótesis (H1-H4), deducidas a partir de la revisión de la literatura efectuada en esta área y de forma a atender a los objetivos definidos para este estudio. El desarrollo de cada una de las hipótesis será presentado en los puntos que siguen.

3.1 Hipótesis del estudio

3.1.1 La divulgación financiera vs. no financiera

Aunque las entidades hayan mejorado la divulgación de la información de los riesgos financieros, esta divulgación no proporciona información suficiente acerca de la posición financiera de la entidad, una vez que el desempeño financiero de la misma es igualmente afectado por el riesgo no financiero (Beretta & Bozzolan, 2004). Importa, pues, evaluar si la tendencia de la divulgación del riesgo de las entidades portuguesas dice respecto más a la información financiera o no financiera.

En los últimos años, se asistió, por parte de los principales organismos emisores de normas, a un progresivo alargamiento del ámbito del relato financiero, de modo a que los riesgos y las incertidumbres inherentes a la actividad de las entidades puedan estar disponibles a los utilizadores (aunque los diferentes subtipos que integran el concepto de riesgo hayan sido objeto de tratamientos diferentes). En ese sentido, algunas IAS/IFRS, así como la legislación societaria en términos europeos, especialmente, vinieron a incorporar en las notas a las DFs varios aspectos del riesgo, especialmente, los requisitos de la gestión y de la divulgación del riesgo asociado a instrumentos financieros y el efecto de las contingencias sobre activos y pasivos. Se puede, pues, afirmar, en términos generales, la verificación de una tendencia, por parte de estos organismos, en introducir la divulgación del riesgo en el reporte financiero de una forma fragmentada, con foco especial en el riesgo financiero.

Por tanto, el riesgo financiero se presenta directamente introducido en las normas contables y de relato financiero o en legislación societaria (CSC) por medio de requisitos de divulgación, permitiendo a los utilizadores acceder a la exposición de las entidades a estos factores de riesgo. Las restantes tipologías de riesgo se presentan, en muchos casos, por su vez, como requisitos voluntarios de divulgación (Lajili & Zéghal 2005) o tales requisitos son definidos en términos menos precisos, dejando a los administradores la decisión de encontrar la mejor forma de divulgar (Dobler, 2008; Serrasqueiro, 2011).

A pesar de la tendencia anteriormente referida, los autores Beretta y Bozzolan (2004), Ereira (2007), Kongrajya (2010), Linsley y Shrives (2006), Liu (2006) y Serrasqueiro (2011) concluyeron que el número de divulgaciones referentes al riesgo no financiero se presentaba, significativamente, superior al número de divulgaciones de riesgo financiero. Dado que este estudio se centra en el anexo, es de esperar un mayor volumen de divulgación relacionada con el riesgo financiero, una vez que las mayores exigencias se centran en este tipo de riesgo, siendo así definida la hipótesis que se sigue:

H1: La divulgación de materias relacionadas al riesgo se presenta significativamente superior en lo que atañe al riesgo financiero comparativamente con el riesgo no financiero.

3.1.2 La divulgación de “buenas noticias” vs. “malas noticias”

Asumiendo que el RC es un medio para que las entidades controlen su reputación en el mercado (Kongrajya, 2010; Linsley & Shrives, 2006), las entidades tendencialmente prefieren divulgar “buenas noticias” (positivas). En ese sentido, es notable que la divulgación de las “buenas noticias” supere la divulgación de las “malas noticias”, una vez que la entidad tiende a encubrir las “malas noticias” de forma a no perjudicar su reputación en el mercado (Skinner, 1994). La causa de estas “malas noticias”, es normalmente atribuida a eventos externos a la propia entidad (Abrahamson & Park, 1994; Beretta & Bozzolan, 2004), de modo que la naturaleza de la información divulgada puede ser entendida por la teoría de la atribución.

Por otro lado, si las entidades no divulgasen “malas noticias”, eso sería interpretado de forma en que se estaría a esconder algún problema (Deegan & Gordon, 1996). Así, con base en la teoría de la legitimidad, los administradores disminuyen los *proprietary costs* y, consecuentemente, aumentan su credibilidad frente el mercado, al divulgar las “malas noticias” (Oliveira *et al.*, 2011a).

En el estudio de Serrasqueiro (2011), aunque no habiendo mucha discrepancia en el número de registros, la información divulgada referente a “malas noticias” se presentaba superior a las “buenas noticias”, al paso que Ereira (2007), Linsley y Shrides (2006) y Oliveira *et al.* (2011a) concluyeron que la información divulgada se presentaba mayoritariamente positiva. En ese sentido, y con base en la revisión de literatura anteriormente presentada, la próxima hipótesis se encuentra definida en los siguientes términos:

H2: La divulgación de materias relacionadas al riesgo se presenta significativamente superior en lo que toca a las “buenas noticias” comparativamente con las “malas noticias”.

3.1.3 La divulgación “forward” vs. “backward”

Uno de los problemas asociados a la información futura es su incertidumbre. No obstante, la información referente al futuro es más útil a los utilizadores que el riesgo referente al pasado (Linsley & Shrides, 2006).

Linsley y Shrides (2000) refieren que la divulgación de información *forward* es una información incierta, y los administradores tienen miedo de que su inseguridad pueda exponerlos a posibles reclamaciones, al paso que la información *forward* es más útil para los *stakeholders*, para su toma de decisión, que la información *backward*. Es probable que los directores se muestren reluctantes en divulgar información sobre el riesgo futuro, tanto como en cuantificar ese riesgo.

A pesar de Linsley y Shrides (2006) y Serrasqueiro (2011) haber registrado que la información divulgada sobre el riesgo se presentaba orientada hacia el futuro, en los estudios de Beretta y Bozzolan (2004), Ereira (2007), Lajili y Zéghal (2005), Liu (2006) y Oliveira *et al.* (2011a, 2011b), la información relativa al riesgo se presentaba tendencialmente como enfocada en el pasado.

Así, y teniendo en cuenta la realidad identificada por la mayoría de los estudios, fue definida la siguiente hipótesis:

H3: La divulgación de materias relacionadas al riesgo se presenta significativamente superior en lo que toca a la información *backward* comparativamente con la información *forward*.

3.1.4 La divulgación “cualitativa” vs. “cuantitativa”

De acuerdo con algunos autores, para mejorar la calidad de la información divulgada, las diversas entidades deben cuantificar, en la medida de lo posible, la dimensión del riesgo a que están sujetas (Beretta & Bozzolan, 2004; Linsley & Shrides, 2006). La información cuantitativa se torna más relevante para los diversos inversores (Oliveira *et al.*, 2011a), una vez que esta cuantificación del riesgo proporciona una imagen más clara/desobstruida del resultado previsto de ese riesgo (Kongprajya, 2010), lo que reduce las incertidumbres y mejora la transparencia y la eficiencia del mercado (Oliveira & Rodrigues, 2011). También Beretta y Bozzolan (2004) refieren que esta cuantificación del riesgo por parte de las entidades posibilita a los diversos utilizadores de la información tener una idea del impacto que esos riesgos van a tener en la entidad.

En la práctica, esta cuantificación del riesgo en términos monetarios no es de fácil aplicabilidad (Kongprajya, 2010). Uno de los problemas que se coloca a la cuantificación de esos riesgos es la subjetividad, dado que esta información depende mucho del juzgamiento de quien la prepara (Kongprajya, 2010); otra cuestión se relaciona con la falta de datos y de posibles censuras futuras (a los administradores por haber usado el buen sentido para estimar la dimensión del riesgo, cuando el resultado de ese riesgo difiere de la estimativa inicialmente divulgada) (Linsley & Shrides, 2006). Estas problemáticas de divulgar información cuantitativa, hace que las entidades tengan una mayor propensión a divulgar más información cualitativa que cuantitativa. Beretta y Bozzolan (2004), Lajili y Zéghal (2005), Linsley y Shrides (2006),

Oliveira *et al.* (2011a) y Serrasqueiro (2011) registraron que la información divulgada sobre el riesgo es esencialmente cualitativa. Así pues, y en el sentido de los estudios anteriores, la próxima hipótesis se presenta de la siguiente forma:

- H4:** La divulgación de materias relacionadas al riesgo se presenta significativamente superior en lo que se refiere a la información cualitativa comparativamente a la información cuantitativa.

3.2 Caracterización de la metodología

3.2.1 Población

Para la realización del presente estudio, se recurrió, inicialmente, a la identificación de las entidades que cotizaban, el 31 de Diciembre de 2012, en el índice *Portuguese Stock Index* (PSI) General de la *New York Stock Exchange* (NYSE) *Euronext Lisbon* - Bolsa de Valores de Lisboa. Esta elección se basa en el hecho de que estas entidades presenten su RC de una forma accesible al público en general.

El acceso a la información fue obtenido por medio de la consulta a la página *web* de la NYSE *Euronext* de Lisboa. Los datos analizados en el presente estudio fueron obtenidos a partir de la recogida de los RC consolidados, relativos al período contable anual finalizado el 31 de Diciembre de 2011 y 2012, correspondiendo, así, en una primera fase, a un abordaje basado, fundamentalmente, en el análisis de contenido. Importa señalar que, para la realización del estudio, fueron excluidas las Sociedades Anónimas Deportivas (SAD), por presentar un período de relato diferente del año civil y diferente del período de las otras entidades que constituyen la población, así como las entidades que no tienen sede en el territorio nacional y las sociedades financieras, por cuestiones igualmente relacionadas con la posibilidad de comparación de la información. Fueron igualmente excluidas, para garantía de una mayor posibilidad de comparación, las entidades que remiten su divulgación del riesgo para otra componente del RC que no el anexo, especialmente, el Especial de Gestión. Se pretende asimismo que el análisis sea efectuado en términos de muestra constante a lo largo de los dos años propuestos para este estudio, lo que hace que la selección de las entidades tenga subyacente la divulgación ininterrumpida de información en ese período. Por tanto, y después de los criterios de selección anteriormente referidos, un total de 36 entidades integrantes del PSI General fueron incluidas en la población de este estudio.

La Tabla 1 presenta la selección de las entidades en estudio.

Tabla 1

Entidades que constituyen la población

| | N.º empresas |
|--|--------------|
| Total entidades que cotizaban en la Euronext Lisbon a 31/12/2012 | 48 |
| Entidades excluidas debido a: | |
| Año contable diferente (SAD) | 3 |
| Sociedades Financieras | 7 |
| Entidades sin información en el anexo | 2 |
| Total de entidades incluidas en el estudio | 36 |

En Portugal, son conocidos algunos estudios que ya anteriormente analizaron la divulgación relativa al riesgo por parte de las entidades nacionales, especialmente, los trabajos de Ereira (2007), Oliveira *et al.* (2011a, 2011b) y Serrasqueiro (2011). No obstante, diferentemente de Oliveira *et al.* (2011b), el presente estudio no incorpora únicamente las instituciones de crédito portuguesas con los informes publicados en el Banco de Portugal. Por otro lado, distintamente de Serrasqueiro (2011), este estudio no se centra en las entidades no financieras del PSI 20, sino, en las entidades no financieras del PSI General de la NYSE *Euronext Lisbon*.

El presente estudio se distingue también de los trabajos de Ereira (2007) y Oliveira *et al.* (2011a), una vez que la metodología de estos autores incidió sobre el informe de *corporate governance* y sobre el informe de gestión, respetivamente, y este estudio se centra en el análisis de contenido del anexo (exclusivamente) de cada una de las entidades que integran el estudio. La elección del anexo como documento base del análisis de contenido recae sobre el hecho de ser un documento obligatorio y reglamentado, en que su contenido es de fácil comparación entre las diversas entidades.

3.2.2 Definición de las variables

Teniendo en cuenta el objetivo de este estudio, especialmente, la identificación de la divulgación relativa del riesgo prevista en diversas fuentes legales (IAS/IFRS y CSC), fueron identificados los siguientes ítems que están en el origen de los referidos requisitos, y que se encuentran desarrollados en las líneas siguientes:

- Las sociedades deben prestar información, en el anexo a las cuentas, sobre la naturaleza y el objetivo comercial de las operaciones no incluidas en el balance y el respetivo impacto financiero, cuando los riesgos o los beneficios resultantes de tales operaciones sean relevantes y en la medida en que la divulgación de tales riesgos o beneficios sea necesaria para efectos de evaluación de la situación financiera de la sociedad (CSC, art. 66-A, n.º 1, letra a);
- Divulgar la información en una base de continuidad, y caso no se verifique, divulgar las incertidumbres que puedan lanzar esas dudas (IAS 1, § 25-26);
- La entidad debe divulgar información sobre las premisas que hiciere sobre el futuro y otras fuentes importantes de incertidumbre en la estimativa en el final del período del informe, que posean un riesgo significativo de resultar en un ajuste relevante en los valores contables de activos y pasivos dentro del próximo ejercicio financiero (IAS 1, §125-133).

La recogida de la información relativa a la divulgación del riesgo tiene presente la necesidad de caracterización/clasificación de las frases a partir de los atributos definidos en cada hipótesis, especialmente:

- En relación a la naturaleza de la información: si la información es financiera o no financiera;
- En relación a las características de la información: si son “buenas noticias”, “malas noticias” o “noticias neutras”;
- En relación al ámbito temporal de la información: si dice respecto al pasado o al futuro; y
- En relación al carácter de la información: si la información es cualitativa o cuantitativa.

La clasificación de las frases, en términos de la naturaleza de la información, pretende identificar si la información divulgada se refiere a riesgos financieros o a riesgos no financieros, especialmente, los riesgos operacionales, los riesgos de liderazgo y gestión, los riesgos de información y tecnológicos, los riesgos de integridad y los riesgos de estrategia.

Otra clasificación posible se refiere a las características de la información, o sea, si las frases transmiten noticias buenas, noticias malas o sin cualquier impacto (la información es considerada como noticias positivas si tuviere o potencialmente viniere a tener impacto en el negocio).

La clasificación en torno del ámbito futuro o pasado dice respecto a la perspectiva temporal implícita en cada una de las frases, o sea, si se refieren al pasado o al futuro.

Por fin, la clasificación y lo referente al carácter de la información se refiere a la explicitación en términos monetarios o no monetarios del ítem de divulgación. Una vez que el riesgo puede ser dividido en distintas categorías, fue utilizada la categorización del riesgo efectuada en los estudios de Ereira (2007), Kongprajya (2010) y Linsley y Shrivés (2006) presentados en la Figura 1:

| Tipo de Riesgo | Atributo de divulgación |
|--|---|
| Riesgo Financiero | <ul style="list-style-type: none"> • tasa de interés • tasa de cambio • riesgo de liquidez • riesgo de crédito |
| Riesgo Operacional | <ul style="list-style-type: none"> • satisfacción del cliente • desarrollo del producto • eficiencia y desempeño • obsolescencia de stock • falla en el producto o del servicio • salud y seguridad |
| Riesgo de Liderazgo y Gestión | <ul style="list-style-type: none"> • liderazgo y gestión • outsourcing • incentivos de desempeño • comunicación |
| Riesgo de Información y Riesgo Tecnológico | <ul style="list-style-type: none"> • integridad • disponibilidad • infraestructura |
| Riesgo de Integridad | <ul style="list-style-type: none"> • fraudes • actos ilegales |
| Riesgo de Estrategia | <ul style="list-style-type: none"> • evaluación ambiental y del desempeño • industria/competencia • precios • planificación • vida útil • reglamentos/ política |

Figura 1. Atributos de divulgación del riesgo

Fuente: Linsley y Shrives (2006)

Como es posible observar en la Figura 1, y teniendo en cuenta la naturaleza de la información, el riesgo puede ser dividido en diversas categorías, especialmente en: riesgo financiero y riesgo no financiero, que incluye el riesgo operacional; el riesgo de liderazgo y gestión¹; el riesgo de información y tecnológico; el riesgo de integridad; y el riesgo de estrategia.

Para la categorización de las frases, será efectuada una primera lectura a los informes de gestión con clasificaciones provisorias de las frases, de forma a crear reglas de decisión en lo relativo a las clasificaciones que se pretendían efectuar. Después de esta primera lectura, se realizó una segunda lectura, de forma a categorizar las frases definitivamente. En la secuencia de la categorización definitiva de las frases, fue elaborado un test en lo relativo a la consistencia de las categorizaciones, comparándose frases con el mismo tipo de riesgo y validando, de ese modo, la clasificación efectuada. Este procedimiento fue igualmente seguido por Ereira (2007).

Así, además de la definición de los ítems de divulgación del riesgo (para la categorización de las frases), fue necesario crear reglas de decisión. Estas reglas fueron establecidas de acuerdo con la tabla que sirvió de base al estudio de Linsley y Shrives (2006), identificadas en la secuencia:

- Para identificar las divulgaciones del riesgo, debe ser adoptada una definición clara de riesgo.
- Las frases son codificadas como divulgaciones del riesgo si en ellas existiere una información de cualquier oportunidad o peligro, daño, amenaza o exposición, que ya haya tenido o venga a tener un impacto sobre la entidad.
- Aunque la definición de riesgo sea amplia, las divulgaciones de riesgo deben ser claramente indicadas, no pudiendo ser informaciones implícitas.
- Las divulgaciones de riesgo deben ser registradas y clasificadas de acuerdo con el Figura 2.

¹ Traducción libre en el autor. En el original: *empowerment*.

- Las divulgaciones de riesgo cuantitativas son las divulgaciones que divulgan claramente el impacto financiero del riesgo o divulgan informaciones suficientes para que el lector pueda calcular el impacto financiero de ese riesgo.
- En el caso de que la frase en análisis tenga más de una clasificación posible, las informaciones serán clasificadas en la categoría de riesgo con más destaque (énfasis).
- Las tablas (con información tanto cuantitativa o cualitativa) que proporcionan información del riesgo deben ser interpretadas como frases.
- La información cuantitativa contenida en las tablas será clasificada como monetaria y neutra, de modo a tornar la información lo más posible objetiva y evitar juicios de valor que dificulten el análisis.
- En el caso de haber repetición en las frases divulgadas, esta debe ser registrada cada vez que sea mencionada.
- En el caso de que la divulgación sea muy vaga en su referencia al riesgo, entonces no debe ser registrada.

Para la categorización de los RC, fue necesario utilizar una plantilla de registro de la información divulgada, ilustrado en el Figura 2, para que en el final del análisis de contenido se tenga la información sintetizada.

| | Riesgo No - Financiero | | | | | Total % |
|-------------------------------|------------------------|--------------------|-------------------------------|-------------------------------------|----------------------|---------|
| | Riesgo Financiero | Riesgo Operacional | Riesgo de Liderazgo y Gestión | Riesgo de Información y Tecnológico | Riesgo de Integridad | |
| Cuantitativa/ Futuro/ Buenas | | | | | | |
| Cuantitativa/ Futuro/ Neutras | | | | | | |
| Cuantitativa/ Futuro/ Malas | | | | | | |
| Cuantitativa/ Pasado/ Buenas | | | | | | |
| Cuantitativa/ Pasado/ Neutras | | | | | | |
| Cuantitativa/ Pasado/ Malas | | | | | | |
| Cualitativa/ Futuro/ Buenas | | | | | | |
| Cualitativa/ Futuro/ Neutras | | | | | | |
| Cualitativa/ Futuro/ Malas | | | | | | |
| Cualitativa/ Pasado/ Buenas | | | | | | |
| Cualitativa/ Pasado/ Neutras | | | | | | |
| Cualitativa/ Pasado/ Malas | | | | | | |
| Total % | | | | | | |

Figura 2. Matriz de divulgación del riesgo

Después de ser rellenada la planilla referenciada en la Figura 2 para cada una de las entidades incluidas en el estudio, se elaboró un cuadro resumen con el nombre de las entidades y con el número de divulgaciones que cada una contenía referentes a cada tipo de riesgo, así como el total de divulgaciones por entidad.

3.2.3 Técnicas utilizadas

De forma a analizar las hipótesis anteriormente presentadas, fue utilizada en este estudio, para más allá de técnicas de estadística descriptiva (en que cada variable es analizada aisladamente), una técnica estadística bivariada (análisis que relaciona dos variables en el contexto de cada análisis). Para las hipótesis definidas, en que se torna necesaria la comparación de datos extraídos de la misma población en distintos períodos o situaciones de análisis, será utilizado el test de Wilcoxon.

El tratamiento estadístico de la información fue realizado con el soporte del *software Predictive Analytics Soft Ware* (PASW). El nivel de significancia (o *p-value*) es la probabilidad de obtener resultados fuera de la región de posibilidades de conclusión. Si el *p-value* fuere inferior al 5%, en los términos del nivel de significancia adoptado en el presente estudio, se verifica la existencia de diferencias significativas entre las variables en estudio.

En el capítulo siguiente, se presenta la discusión de los resultados, teniendo en cuenta los objetivos definidos y las líneas metodológicas anteriormente referenciadas.

4. Presentación y discusión de los resultados obtenidos

Este capítulo tiene por objetivo analizar los resultados obtenidos a partir de los tests estadísticos efectuados en el sentido de validar (o no) las hipótesis desarrolladas en la parte precedente de esta investigación.

4.1 Riesgo financiero vs. riesgo no financiero (H1)

En el contexto de esta hipótesis, relativa al análisis de la naturaleza del riesgo, fue inicialmente elaborado un análisis descriptivo del número de frases divulgadas en el anexo por cada año en análisis. A continuación, será presentada una caracterización estadística del análisis de contenido efectuado al riesgo divulgado en el anexo por parte de las entidades.

Así, en la Tabla 2, se presenta, de una forma sintetizada, las características de la información divulgada por las diversas entidades constituyentes de la población en estudio. A partir de los resultados obtenidos, es posible concluir que el grado de divulgación se encuentra dependiente del tipo/naturaleza de riesgo involucrado. De ese modo, se verifica que las entidades divulgan mucha más información relativa al riesgo financiero que al riesgo no financiero. En el ámbito del riesgo no financiero, existe, por su vez, una gran diversidad en la cantidad de riesgo divulgado, esto porque existen categorías de riesgo que son mucho más divulgadas que otras. Relativamente al riesgo no financiero, se constata que el riesgo más divulgado es el riesgo operacional, por oposición al riesgo de integridad, siendo divulgado en los años analizados una única vez (representando apenas 0,11%).

Tabla 2

Análisis estadístico: Características de la información divulgada

| | | Riesgo Financiero | Riesgo Operacional | Riesgo Gestión y Liderazgo | Riesgo de Información y Tecnológico | Riesgo Integridad | Riesgo Estratégico |
|------|--------|-------------------|--------------------|----------------------------|-------------------------------------|-------------------|--------------------|
| 2011 | Total | 645 | 223 | 3 | 5 | 1 | 19 |
| | % | 72% | 25% | 0% | 1% | 0% | 2% |
| | media | 18 | 6 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| | máximo | 41 | 40 | 3 | 5 | 1 | 11 |
| | mínimo | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2012 | Total | 629 | 219 | 3 | 5 | 1 | 19 |
| | % | 72% | 25% | 0% | 1% | 0% | 2% |
| | media | 17 | 6 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| | máximo | 33 | 40 | 3 | 5 | 1 | 11 |
| | mínimo | 5 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

En relación al riesgo operacional, debe referirse que este representa cerca del 24%, con 223 y 219 divulgaciones durante los años 2011 y 2012, respetivamente; al paso que el riesgo financiero registró el triple de las divulgaciones, tanto en 2011 como en 2012.

En las divulgaciones registradas a lo largo del año de 2011, es posible concluir que, en media, las entidades divulgaron 18 frases de riesgo financiero y 7 frases de riesgo no financiero por divulgación (en el anexo). Puede referirse, asimismo, que el máximo de información divulgada por entidad relativamente al riesgo financiero fue de 41, y de riesgo no financiero rondó las 60. Se identifican situaciones, por el análisis del valor mínimo, de no divulgación de riesgo no financiero, contrariamente a la información divulgada referente al riesgo financiero, que registró siempre divulgaciones por parte de las entidades, con un mínimo de 6 frases divulgadas.

Analizando las divulgaciones relativas al año 2012, se concluye que, en media, fueron divulgadas en el anexo 17 frases referentes a la información de riesgo financiero y solamente 7 frases referentes a la información de riesgo no financiero. En lo que se refiere al número mínimo de información divulgada, este presenta un valor inferior a 2011, con solamente 5 frases divulgadas referentes a riesgo financiero y ninguna divulgación para los restantes tipos de riesgo. Cuando analizado el máximo de frases divulgadas, se concluye que el valor de información referente al riesgo financiero es inferior al año 2011, con solamente 33 frases, y que se mantiene el máximo de frases divulgadas en lo relativo al riesgo no financiero, con 60 divulgaciones identificadas para el riesgo operacional.

A semejanza de las hipótesis anteriores, fue inicialmente elaborado un análisis comparativo del número de frases divulgadas en el anexo por año, siendo posible identificar que el año 2011 es aquel que presenta el mayor volumen de información divulgada, con una media de cerca de 25 frases por divulgación. El número medio de frases divulgadas en el año 2012 no difiere mucho y presenta, por su vez, cerca de 24 frases por divulgación y un total de 876 frases divulgadas.

Los resultados del análisis comparativo se encuentran en la Tabla 3.

Tabla 3

Análisis estadístico: Naturaleza de la información divulgada

| | N | Media | Desvío Estándar | Mínimo | Máximo |
|----------|-----|-------|-----------------|--------|--------|
| RF_2011 | 645 | 17,92 | 7,751 | 6 | 41 |
| RNF_2011 | 251 | 6,97 | 10,761 | 0 | 51 |
| RT_2011 | 896 | 24,89 | 15,131 | 6 | 77 |
| RF_2012 | 629 | 17,47 | 6,922 | 5 | 33 |
| RNF_2012 | 247 | 6,92 | 10,715 | 0 | 51 |
| RT_2012 | 876 | 24,39 | 14,944 | 7 | 79 |

Aún con base en la Tabla 3, es de destacar la existencia de un desvío estándar elevado entre la cantidad de información divulgada por las diversas entidades, lo que demuestra que algunas entidades presentan un volumen de información muy reducido (cerca de 7 frases por divulgación), por oposición a otras entidades que presentan más de 70 frases en su anexo.

Con el objetivo de identificar la existencia de diferencias estadísticamente significativas en la cantidad de información divulgada en cada uno de los años en análisis, fue aplicado el test de Wilcoxon. Tales resultados son presentados en la Tabla 4.

Tabla 4

Test Wilcoxon: Cantidad de información divulgada

| | 2011 | 2012 | RF | RNF | RT |
|-------------------------------|---------------------|---------------------|--------------------|---------------------|--------------------|
| | RNF_2011 – RF_2011 | RNF_2012 – RF_2012 | RF_2012 – RF_2011 | RNF_2012 – RNF_2011 | RT_2011 – RT_2012 |
| z | -4,393 ^a | -4,394 ^a | -,339 ^a | -,364 ^b | -,064 ^b |
| <i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i> | ,000 | ,000 | ,735 | ,716 | ,949 |

a. Based on positive ranks | b. Based on negative ranks | c. Wilcoxon Signed Ranks Test

Los resultados presentados en la Tabla 4 demuestran, teniendo en cuenta la probabilidad de significancia (*Asymp. Sig 2-tailed*) definida para este estudio ($p < 0,05$), diferentes constataciones.

Así, por un lado, los distintos tipos de riesgos divulgados en el mismo año (Riesgo No Financiero (RNF)_2011 – Riesgo Financiero (RF))_2011 y RNF_2012 - RF_2012) asumen valores que permiten afirmar que las diferencias se presentan estadísticamente significativas (*Asymp. Sig. (2-tailed)* de 0,00). Tales resultados permiten validar la H1 definida, presentándose, no obstante, inconsistentes con las evidencias internacionales identificadas anteriormente, especialmente, por Beretta y Bozzolan (2004), Ereira (2007), Kongprajya (2010), Linsley y Shrives (2006), Liu (2006) y Serrasqueiro (2011). La referida inconsistencia deriva, sobretodo, conforme ya mencionado, de la utilización de distintas fuentes en la comparación entre este y los anteriores estudios, visto que este se centra distintamente en la análisis del anexo como fuente de información, donde es expectable un mayor número de divulgaciones relacionadas con materias financieras.

Por otro lado, en la comparación entre el mismo tipo de riesgo (RF y RNF) divulgado en años diferentes (2012 vs. 2011), no se verifican diferencias significativas. Con efecto, se constata que esas diferencias (RF_2012 – RF_2011, RNF_2012 – RNF_2011 y Riesgo Total (RT)_2011 – RT_2012) asumen valores que no permiten afirmar que se presenten estadísticamente significativas (*Asymp. Sig. (2-tailed)* de 0,735, de 0,716 y de 0,949 respectivamente). Efectivamente, en detrimento de un aumento, se verifica realmente una ligera reducción en la cantidad de información divulgada relativamente a cada uno de los tipos de riesgo en análisis. Tal efecto deriva, probablemente, de la técnica del “*copy-paste*”, presente en los RC de las entidades, como referido, especialmente, por Liu (2006).

4.2 Buenas vs. malas noticias (H2)

Esta hipótesis pretende analizar la divulgación del riesgo, con el objetivo de identificar si las entidades, durante el período de 2011 y 2012, divulgaron un mayor número de información considerada “buena” o “mala”.

Fue elaborado, inicialmente, un análisis comparativo de la calidad de la información divulgada en el anexo relativamente a su naturaleza (si la información divulgada es buena o mala), cuyos resultados se encuentran en la Tabla 5. Por su análisis, es posible identificar que el año 2011 presenta un mayor volumen de información divulgada, con un valor de 279 frases divulgadas en el anexo. El número de frases que divulgaron información clasificada como “buena” fue de 186 frases, en oposición a las 93 frases divulgadas con información considerada como “mala”.

No obstante, es de destacar la existencia de un desvío estándar elevado entre la cantidad de frases que las diversas entidades divulgan sobre información “buena”, lo que demuestra que algunas de ellas presentan un volumen de información muy reducido, habiendo realmente entidades que no divulgan una única frase de esa naturaleza, por oposición a otras entidades que presentan 23 frases.

Tabla 5

Análisis estadístico: Naturaleza de la información divulgada

| | | N | Media | Desvío Estándar | Mínimo | Máximo |
|------|-----------|-----|-------|-----------------|--------|--------|
| 2011 | Buenas RF | 119 | 3,31 | 2,617 | 0 | 10 |
| | Buenas | 67 | 1,86 | 3,944 | 0 | 18 |
| | Buenas RT | 186 | 5,17 | 4,966 | 0 | 23 |
| | Malas RF | 17 | 0,47 | 1,108 | 0 | 5 |
| | Malas RNF | 76 | 2,11 | 3,717 | 0 | 16 |
| | Malas RT | 93 | 2,58 | 4,292 | 0 | 21 |
| 2012 | Buenas RF | 109 | 3,03 | 2,443 | 0 | 10 |
| | Buenas | 61 | 1,69 | 3,853 | 0 | 18 |
| | Buenas RT | 170 | 4,72 | 5,108 | 0 | 24 |
| | Malas RF | 20 | 0,56 | 1,107 | 0 | 5 |
| | Malas RNF | 78 | 2,19 | 4,348 | 0 | 22 |
| | Malas RT | 98 | 2,75 | 4,982 | 0 | 27 |

Con el objetivo de identificar la existencia de diferencias, estadísticamente significativas, en la naturaleza de la información divulgada, en cada uno de los años en análisis, fue aplicado el test de Wilcoxon. Tales resultados son presentados en la Tabla 6.

Tabla 6

Test de Wilcoxon: Naturaleza de la información divulgada

| | 2011 | | | 2012 | | |
|-----------------------|----------------------|------------------------|----------------------|----------------------|------------------------|----------------------|
| | Malas RF - Buenas RF | Malas RNF - Buenas RNF | Malas RT - Buenas RT | Malas RF - Buenas RF | Malas RNF - Buenas RNF | Malas RT - Buenas RT |
| z | -4,358 ^a | -,027 ^a | -3,233 ^a | -4,315 ^a | -,330 ^b | -3,100 ^a |
| Asymp. Sig (2-tailed) | ,000 | ,978 | ,001 | ,000 | ,742 | ,002 |

En lo que se refiere a la comparación de la naturaleza de la información divulgada, los resultados identificados en la Tabla 6 se presentan divergentes. Teniendo en cuenta la probabilidad de significancia (*Asymp. Sig (2-tailed)*) definida para este estudio ($p < 0,05$), se constata que solamente en una de las situaciones no se verifican diferencias significativas. Con efecto, se constata que las diferencias entre la información mala y buena, cuando se trata de RNF (Malas RNF – Buenas RNF), asumen valores que no permiten afirmar que esas diferencias se presentan estadísticamente significativas (*Asymp. Sig (2-tailed)* de 0,978 y 0,742 para 2011 y 2012 respectivamente). Por otro lado, los resultados que traducen las diferencias entre la naturaleza de la información, buena y mala, cuando divulgan RF y RT (Malas RF – Buenas RF y Malas RT - Buenas RT), se presentan estadísticamente significativas, dado que el valor de la probabilidad de significancia (*Asymp. Sig (2-tailed)*) es de 0,000 y 0,001, respectivamente, para el año 2011, y de 0,000 y 0,002, respectivamente, para el año 2012.

Nótese que la naturaleza de la información divulgada es efectuada de forma diferenciada, verificándose que se divulga más información buena que información mala. Estos resultados están en línea con las evidencias obtenidas por Ereira (2007), Linsley y Shrivs (2006) y Oliveira *et al.* (2011a).

4.3 Backward vs. forward (H3)

Esta hipótesis pretende identificar la tendencia de la información divulgada por las entidades que cotizaban en Portugal en términos de ámbito temporal, o sea, si la información es direccionada hacia el futuro o si relacionada con efectos pasados.

A semejanza de las hipótesis anteriores, fue inicialmente elaborado un análisis comparativo del número de frases divulgadas en el anexo por año, cuyos resultados se presentan en la Tabla 7.

Tabla 7

Análisis estadístico: Ámbito temporal de la información divulgada

| | | N | Media | Desvío Estándar | Mínimo | Máximo |
|------|------------|-----|--------|-----------------|--------|--------|
| 2011 | Pasado RF | 635 | 17,639 | 7,616 | 6 | 40 |
| | Pasado RNF | 173 | 4,806 | 9,251 | 0 | 43 |
| | Pasado RT | 808 | 22,444 | 13,781 | 6 | 69 |
| | Futuro RF | 10 | 0,278 | 0,882 | 0 | 5 |
| | Futuro RNF | 78 | 2,167 | 3,13 | 0 | 14 |
| | Futuro RT | 88 | 2,444 | 3,707 | 0 | 19 |
| 2012 | Pasado RF | 617 | 17,14 | 6,681 | 5 | 30 |
| | Pasado RNF | 172 | 4,78 | 9,169 | 0 | 43 |
| | Pasado RT | 789 | 21,92 | 13,338 | 7 | 71 |
| | Futuro RF | 12 | 0,33 | 0,986 | 0 | 5 |
| | Futuro RNF | 75 | 2,08 | 3,945 | 0 | 22 |
| | Futuro RT | 87 | 2,42 | 4,662 | 0 | 71 |

Es posible identificar, con base en la Tabla 7, que, en el año 2011, la información divulgada por las entidades fue mayoritariamente sobre acontecimientos pasados, con 808 divulgaciones, al paso que la información divulgada sobre impactos futuros fue solo de 88 divulgaciones. No obstante, es de destacar la existencia de un desvío estándar elevado entre la cantidad de información divulgada por las diversas entidades, lo que demuestra que algunas entidades presentan un volumen de información muy reducido (llegando a no tener una única frase por divulgación), en oposición a entidades que presentan más de 69 frases en su anexo. Se verifica, asimismo, que la variación en la información divulgada no se altera significativamente de un año para el otro. Relativamente a 2012, se verifica la misma realidad, o sea, hay una diferencia bastante significativa entre las divulgaciones de RF cuando referente al pasado o al futuro. Cuando se analizan las divulgaciones del RNF, esta diferencia en las divulgaciones no es tan acentuada como acontece en el caso de las divulgaciones relativas al RF, aunque se verifique igualmente más información divulgada relativa al pasado que al futuro.

En la secuencia, y atendiendo a la metodología delineada anteriormente, se recorrió al test de Wilcoxon para verificar eventuales diferencias estadísticamente significativas entre el nivel de divulgación del riesgo y el ámbito temporal de la información por parte de las entidades en estudio. Frente a este escenario, la Tabla 8 presenta los resultados obtenidos.

Tabla 8

Test de Wilcoxon: Ámbito temporal de la información divulgada

| | 2011 | | | 2012 | | |
|-------------------------------|--------------------------|----------------------------|--------------------------|--------------------------|----------------------------|--------------------------|
| | Futuro RF - Pasado RF | Futuro RNF - Pasado RNF | Futuro RT - Pasado RT | Futuro RF - Pasado RF | Futuro RNF - Pasado RNF | Futuro RT - Pasado RT |
| <i>z</i> | -5,234 ^a | -1,442 ^a | -5,234 ^a | -5,235 ^a | -1,930 ^a | -5,218 ^a |
| <i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i> | ,000 | ,149 | ,000 | ,000 | ,054 | ,000 |

Teniendo en cuenta la probabilidad de significancia (*Asymp. Sig (2-tailed)*) definida para este estudio ($p < 0,05$), los resultados identificados en la Tabla 8 se presentan contradictorios relativamente al RNF. Se enfatiza que, en 2012, en cualesquiera de los escenarios, se verifican diferencias significativas entre la información “Futura” y “Pasada” conforme estén en causa información de RF, RNF y RT. Estas diferencias asumen valores que permiten afirmar que son diferencias estadísticamente significativas (*Asymp. Sig. (2-tailed)* de 0,000, de 0,054 y de 0,000 respetivamente). En la misma línea, está el resultado que traduce la diferencia entre la información “Futura” y “Pasada” de RF y RT para 2011, dado que su valor es de 0,000 para ambos los casos (siendo, por eso, estadísticamente significativo a un nivel de significancia inferior a 0,05).

De los resultados obtenidos, se puede confirmar que se divulgó más información de materias relacionadas al pasado que al futuro y que tales diferencias son estadísticamente significativas en el contexto del RF. Tales resultados están en línea de cuenta con los estudios de Beretta y Bozzolan (2004), Ereira (2007), Lajili y Zéghal (2005), Liu (2006) y Oliveira *et al.* (2011a, 2011b).

4.4 Cualitativa vs. cuantitativa (H4)

Esta hipótesis, pretende verificar si, tendencialmente, la información divulgada por las diferentes entidades pertenecientes a nuestra población es mayoritariamente cualitativa o cuantitativa. En ese sentido, fue desarrollado un análisis descriptivo relativamente a la información divulgada de forma cualitativa y cuantitativa. Tales resultados se presentan en la Tabla 9.

Tabla 9

Análisis estadístico: Carácter de la información divulgada

| | | N | Media | Desvío Estándar | Mínimo | Máximo |
|------|------------------|-----|--------|-----------------|--------|--------|
| 2011 | Cuantitativa RF | 85 | 2,361 | 2,031 | 0 | 7 |
| | Cuantitativa RNF | 121 | 3,361 | 4,865 | 0 | 21 |
| | Cuantitativa RT | 206 | 5,722 | 5,868 | 0 | 26 |
| | Cualitativa RF | 560 | 15,556 | 7,149 | 6 | 39 |
| | Cualitativa RNF | 130 | 3,611 | 9,415 | 0 | 44 |
| | Cualitativa RT | 690 | 19,167 | 12,473 | 6 | 64 |
| 2012 | Cuantitativa RF | 81 | 2,250 | 1,991 | 0 | 7 |
| | Cuantitativa RNF | 110 | 3,083 | 4,094 | 0 | 17 |
| | Cuantitativa RT | 191 | 5,333 | 4,980 | 0 | 22 |
| | Cualitativa RF | 548 | 15,222 | 6,419 | 5 | 32 |
| | Cualitativa RNF | 137 | 3,833 | 9,425 | 0 | 44 |
| | Cualitativa RT | 685 | 19,056 | 12,264 | 6 | 66 |

Se constata, a partir de la referida tabla (Tabla 9), que el número de divulgaciones de forma cuantitativa referente al RNF es bastante superior a las divulgaciones referentes al RF para ambos los años en análisis. La información divulgada de forma cualitativa es bastante superior cuando comparada en términos de naturaleza de la información, o sea, la información divulgada referente al RF es superior en más del doble comparativamente con la divulgación del RNF para ambos los años. Se puede concluir, asimismo, que las entidades tienen necesidades diferentes de divulgación de información, una vez que, de la presente población, hay entidades que no divulgan frases tanto de forma cualitativa como cuantitativa y otras entidades que divulgan más de 60 frases (realidad verificada en ambos los años). De forma a reconocer la existencia de diferencias estadísticamente significativas relativamente al carácter de la información divulgada, fue aplicado el test de Wilcoxon. Tales resultados son presentados en la Tabla 10.

Tabla 10

Test de Wilcoxon: Carácter de la información divulgada

| | 2011 | | | 2012 | | |
|-------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|---------------------------|---------------------------|-----------------------------|---------------------------|
| | Cualit. RF - Cuantit. RF | Cualit RNF - Cuantit RNF | Cualit RT - Cuantit RT | Cualit RF - Cuantit RF | Cualit RNF - Cuantit RNF | Cualit RT - Cuantit RT |
| z | -5,236 ^a | -1,855 ^b | -4,851 ^a | -4,315 ^a | -,330 ^b | -3,100 ^a |
| <i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i> | ,000 | ,064 | ,000 | ,000 | ,742 | ,002 |

a. Based on negative ranks. b. Based on positive ranks. c. Wilcoxon Signed Ranks Test

Teniendo en cuenta la probabilidad de significancia (*Asymp. Sig (2-tailed)*) definida para este estudio ($p < 0,05$), los resultados obtenidos en la Tabla 10 evidencian la existencia de diferencias estadísticamente significativas. En 2011, en cualesquiera de los escenarios, se verifican diferencias significativas entre la información divulgada de forma cualitativa y cuantitativa, conforme esté en causa la información relativa al RF y al RT (Cualit. RF - Cuant. RF y Cualit RT - Cuant. RT) con una *Asymp. Sig. (2-tailed)* de 0,000 para ambos los casos. En la misma línea está el resultado que traduce la diferencia entre la información cualitativa y cuantitativa de RNF (Cualit RNF - Cuant. RNF), para 2011, dado que su valor es de 0,064, siendo, por eso, estadísticamente significativo solamente a un nivel de significancia de 0,10.

En relación al año 2012, no se verifican diferencias significativas entre la información divulgada de forma cualitativa y cuantitativa de RNF. Con efecto, se constata que tales divergencias entre la información divulgada de forma cualitativa y cuantitativa de RNF (Cualit RNF – Cuant. RNF) asumen valores que no permiten afirmar que existan diferencias estadísticamente significativas. Sin embargo, se verifican diferencias estadísticamente significativas entre la información de forma cualitativa y cuantitativa, conforme estén en causa información de RF y RT (Cualit RF - Cuant. RF y Cualit RT – Cuant. RT), teniendo en cuenta la probabilidad de significancia asociada (*Asymp. Sig. (2-tailed)*) de 0,000 y de 0,002, respetivamente.

Este análisis permite afirmar que se divulgó mucho más información de forma cualitativa que cuantitativa. Los resultados obtenidos están en línea con los estudios de Beretta y Bozzolan (2004), Lajili y Zégghal (2005), Linsley y Shrivies (2006), Oliveira *et al.* (2011a) y Serrasqueiro (2011).

La última parte de este artículo se destina a presentar las principales conclusiones oriundas de los diversos estudios efectuados y presentados anteriormente, teniendo en cuenta las distintas hipótesis previamente definidas, así como las principales limitaciones y perspectivas futuras identificadas.

5. Conclusiones, limitaciones y futuras investigaciones

Esta última parte del artículo se destina a divulgar las principales conclusiones obtenidas, las limitaciones encontradas y posibles contribuciones para futuras investigaciones identificadas en el contexto de la divulgación de materias relacionadas al riesgo, temática propuesta en este estudio.

5.1 Conclusiones

En este capítulo, serán presentadas las conclusiones obtenidas relativamente al análisis de las características de la información divulgada en materias relativas al riesgo por parte de las entidades que integran el PSI General, a lo largo del año de 2011 y 2012, especialmente, el riesgo financiero *vs.* no financiero (H1), buenas *vs.* malas noticias (H2), la información *backward vs. forward* (H3) y, por fin, la información cualitativa *vs.* cuantitativa (H4). Los análisis relacionados con las distintas características de la información, anteriormente referidas, tienen en cuenta las hipótesis definidas en la Metodología.

Así pues, el objetivo de la H1 pasaba por analizar el tipo de información divulgada durante el período, o sea, si la información divulgada se encontraba mayoritariamente relacionada con riesgo financiero o con riesgo no financiero. Frente a este escenario, los resultados obtenidos a partir del test de correlación de Wilcoxon permitieron obtener soporte para la H1, demostrando, en línea con la literatura sobre el tema, que las entidades divulgaron más información relativa a materias relativas al riesgo financiero en oposición al riesgo no financiero. Tal constatación está en línea con la mayor relevancia, generalmente atribuida por las entidades, a las materias de naturaleza financiera en el anexo, objeto de este estudio, para las cuales es habitualmente perfeccionado un mayor nivel de riesgo por parte de los utilizadores de la información.

Los resultados obtenidos para la H2, por su vez, teniendo en cuenta los resultados del test de Wilcoxon, permitieron validar la referida hipótesis, sugiriendo que la información “buena” presenta un mayor grado de divulgación, comparativamente con la “mala” información. Una vez más confirmando la literatura, este resultado evidencia el énfasis generalmente atribuida a la información calificada como “buena”, lo que puede indiciar algún grado de desvío en la información divulgada por las entidades.

La hipótesis siguiente (H3) pretendía analizar la información divulgada en una perspectiva temporal. De los resultados obtenidos a través del análisis de Wilcoxon, fue posible soportar con adecuada fiabilidad la H3, confirmándose un mayor grado de información de materias relacionadas al pasado que al futuro. De hecho, los resultados se muestran adecuados a la idea, generalmente defendida en la literatura, según la cual la información financiera se presenta fuertemente concentrada en el elemento confirmatorio, en oposición al predictivo indicador de un elevado conservadurismo de la información divulgada.

Por su vez, la H4 se basó en el carácter de la información divulgada. Los análisis realizados permitieron obtener un razonable soporte para la referida hipótesis, pudiéndose concluir por la existencia de un mayor nivel de información presentada bajo la forma cualitativa, comparativamente con su forma de presentación cuantitativa, realidad verificada para ambos los años en análisis. De cierto modo, la referida constatación fortalece las ideas anteriormente presentadas, asociadas, por un lado, a un mayor desvío de la información sobre el riesgo divulgado en las demostraciones financieras, en la medida en que esta se presenta de una forma menos objetiva; y, por otro, a un mayor nivel de conservadurismo, en la medida en que presenta un menor grado de objetividad relativamente al nivel de riesgo que resulta de la evaluación realizada por la propia entidad. En ambos los casos, está en causa el riesgo posible de ser atribuido a la entidad, bajo distintos puntos de vista, por parte de los utilizadores.

Este trabajo presenta algunas limitaciones, especialmente, el reducido número de entidades que están incluidas en el PSI General, no permitiendo el análisis de la posible influencia de otros factores, como el sector empresarial. Otro aspecto que puede ser apuntado como limitación se relaciona con el hecho de que el análisis utilice, exclusivamente, dos años consecutivos de información.

Como sugerencias para futuras investigaciones, podría ser interesante averiguar las diferencias de divulgación entre las entidades cotizadas y las no cotizadas, de forma a comprender si existen diferencias en el comportamiento de divulgación de información, así como si las entidades cotizadas/no cotizadas divulgan información meramente mandataria o de forma voluntaria.

La existencia de un período de estudio más alargado que el utilizado permitiría, por su vez, obtener indicaciones más consistentes y robustas para las hipótesis ya propuestas en este estudio.

Se pretende que los resultados de esta investigación contribuyan para la identificación de los elementos que se encuentran en la base de la divulgación de información de materias ligadas al riesgo en el anexo de las DF de las entidades cotizadas.

6. Referencias bibliográficas

- Abraham, S., & Cox, P. (2007). Analysing the determinants of narrative risk information in UK: FTSE 100 annual reports. *The British Accounting Review*, 39(3), pp. 227-248. DOI: 10.1016/j.bar.2007.06.002
- Abraham, S., & Shrives, P. (2014). Improving the relevance of risk factor disclosure in corporate annual reports. *The British Accounting Review*, 46(1), pp. 91-107. DOI: 10.1016/j.bar.2013.10.002.
- Abrahamson, E. & Park, C. (1994). Concealment of negative organizational outcomes: an agency theory perspective. *Academy of Management Journal*, 37(5), pp. 1302-1334. DOI: 10.2307/256674.
- Alves, C. A. (2005). A divulgação do risco operacional segundo recomendações do comité da Basileia: Estudos em bancos com carteira comercial no Brasil. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Paraná, Paraná, Brasil. Recuperado em 15 fevereiro, 2013, em <http://dspace.c3sl.ufpr.br/dspace/bitstream/handle/1884/3010/Disserta;jsessionid=4A330818680296579CCE5ABA89E3C61D?sequence=1>.
- Beattie, V., McInnes, B. & Fearnley, S. (2004). A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, 28(3), pp. 205-236. DOI: 10.1016/j.accfor.2004.07.001.

- Beretta, S. & Bozzolan, S. (2004). A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, 39(3), pp. 265-288. DOI: 10.1016/j.intacc.2004.06.006.
- Código das Sociedades Comerciais. 29ª ed, Lisboa, Portugal: Almedina. ISBN 978-972-40-5370-7.
- Deegan, C. & Gordon, B. (1996). A study of the environmental practices of Australian corporations. *Accounting and Business Research*, 26(3), pp. 187-199. DOI: 10.1080/00014788.1996.9729510.
- Deumes, R. (2008). Corporate risk reporting: A content analysis of narrative risk disclosures in prospectuses. *Journal of Business Communication*, 45(2), pp. 120-157. DOI: 10.1177/0021943607313992.
- Deumes, R. & Knechel, W. R. (2008). Economic incentives for voluntary reporting on internal risk management and control systems. *Auditing: a Journal of Practice & Theory*, 27 (1), pp. 35-66. DOI: 10.2308/aud.2008.27.1.35.
- Dobler, M. (2008). Incentives for risk reporting – A discretionary disclosure and a cheap talk approach. *The International Journal of Accounting*, 43(2), pp. 184-206. DOI: 10.1016/j.intacc.2008.04.005.
- Ereira, S. (2007). O relato do risco - Uma análise no contexto das empresas cotadas na Euronext Lisbon. Dissertação de Mestrado, Instituto Politécnico de Leiria: Escola Superior de Tecnologia e Gestão, Leiria, Portugal. Recuperado em 15 fevereiro, 2013, em <http://hdl.handle.net/10316/9694>.
- Guthrie, J., Petty, R., Yongvanich, K & Ricceri, F. (2004). Using content analysis as a research method to inquire into intellectual capital reporting. *Journal of Intellectual Capital*, 5(2), pp. 282-293. DOI: 10.1108/14691930410533704.
- Hassan, M. (2012). Risk narrative disclosure strategies to enhance organizational legitimacy: Evidence from UAE financial institutions. *International Journal of Disclosure and Governance*, 11, pp. 1-17. DOI: 10.1057/jdg.2012.11.
- Hernández-Madrugal, M., Blanco-Dopico, M. I. & Aibar-Guzmán, B. (2012). The influence of mandatory requirements on risk disclosure practices in Spain. *International Journal of Disclosure and Governance*, 9, pp. 78-99. DOI: 10.1057/jdg.2011.22.
- Höring, D. & Gründl, H. (2011). Investigating risk disclosure practices in European insurance industry. *The International Association for the Study of Insurance Economics*, 36, pp. 380-413. DOI: 10.1057/gpp.2011.13.
- International Accounting Standards Board (IASB). (2011). International Accounting Standard (IAS) n.º 1: Apresentação das demonstrações financeiras. Recuperado em 5 fevereiro, 2013, em <http://www.ifrs.org/IFRSs/IFRS-technical-summaries/Documents/Port2011/IAS1.pdf>.
- Jiang, N. (2008). Examining risk management and risk disclosures practices in UK public companies. Dissertação de Mestrado, Universidade de Nottingham, Nottingham, Inglaterra.
- Johansson, S. & Thöonberg, S. (2011). Risk Disclosures in Listed Companies: Exploring the Swedish Context. Dissertação de Mestrado, Universidade de Kristianstad, Kristianstad, Suécia. Recuperado em 15 fevereiro, 2013, em <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:435268/FULLTEXT01.pdf>
- Kongprajya, C. (2010). The study of corporate risk disclosure in the case of Thai listed companies. Dissertação de Mestrado, Universidade de Nottingham, Nottingham, Inglaterra. Recuperado em 15 fevereiro, 2013, em [http://eprints.nottingham.ac.uk/11546/1/Chalida_Kongprajya_\(4097185\).pdf](http://eprints.nottingham.ac.uk/11546/1/Chalida_Kongprajya_(4097185).pdf).
- Lajili, K. & Zéghal, D. (2005). A content analysis of risk management disclosures in Canadian annual reports. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 22(2), pp. 125-142. DOI: 10.1111/j.1936-4490.2005.tb00714.x.

- Lemos, K. M. & Rodrigues, L. L. (2011). Estudo do Grau de Cumprimento com as Recomendações do Basel Committee on Banking Supervision e da Organisation of Securities Commissions, sobre divulgação de informação relacionada com instrumentos derivados, pelas entidades portuguesas pertencentes ao sector bancário. Congresso AECA: “Nuevo modelo económico: Empresa, Mercados y Culturas”, Granada, Espanha, 16. Recuperado em 5 abril, 2012, em http://www.aeca.es/pub/on_line/comunicaciones_xvicongresoaecca/cd/67a.pdf.
- Linsley, P. & Shrives, P. J. (2000). Risk management and reporting risk in the UK. *Journal of Risk*, 3(1), pp. 115-129.
- Linsley, P. & Shrives, P. J. (2006). Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*, 38(4), pp. 387-404. DOI: 10.1016/j.bar.2006.05.002.
- Liu, Y. (2006). A content analysis of external risk reporting in UK public telecommunications companies. Dissertação de Mestrado, Universidade de Nottingham, Nottingham, Inglaterra.
- Meijer, M. (2011). Risk disclosures in annual reports of Dutch listed companies during the years 2005-2008. Dissertação de Mestrado, Universidade de Twente, Overijssel, Holanda. Recuperado em 15 fevereiro, 2011, em <http://essay.utwente.nl/61150/>.
- Michiels, A. (2008). Corporate risk reporting practices in annual reports of Belgian companies: Intelligent risks or risky intelligence. Recuperado em 6 fevereiro, 2012, em URL: <http://doclib.uhasselt.be/dspace/bitstream/1942/8633/1/03206_692007411c.pdf>.
- Oliveira, J. & Rodrigues, L. L. (2011). Risk reporting practices among non-financial companies: Evidence from Portugal. Recuperado em 5 novembro, 2012, em http://ria.ua.pt/bitstream/10773/6833/1/Risk_reporting_practices_among_non-financial_companies._Evidence_from_Portugal.pdf.
- Oliveira, J., Rodrigues, L. L. & Craig, R. (2011a). Risk related disclosure by Non-finance Companies: Portuguese practices and disclosure characteristics. *Managerial Auditing Journal*, 26(9), pp. 817-839. DOI: 10.1108/02686901111171466.
- Oliveira, J., Rodrigues, L. L. & Craig, R. (2011b). Risk related disclosure practices in the annual reports of Portuguese credit institutions: An exploratory study. *Journal of Banking Regulation*, 12(2), pp. 100-118. DOI: 10.1057/jbr.2010.20.
- Puga, J. (2012). Relato dos riscos empresariais nas empresas da Euronext Lisbon. Dissertação de mestrado. Universidade de Aveiro: Instituto Superior de Contabilidade e Administração, Aveiro, Portugal. Recuperado em 10 junho, 2015, em <http://hdl.handle.net/10773/10982>.
- Rajab, B. & Handley-Schachler, M. (2009). Corporate risk disclosure by UK firms: Trends and determinants. *World Review of Entrepreneurship Management and Sustainable Development*, 5(3), pp. 224-243. DOI: 10.1504/WREMSD.2009.026801.
- Semper, D. & Beltrán, J. (2014). Risk disclosure and cost of ofequity: The Spanhis case. *Contaduría y Administración*, 59(4), pp. 105-135. DOI: 10.1016/S0186-1042(14)70157-3.
- Serrasqueiro, R. (2011). Corporate risk disclosure by non financial Portuguese firms in the prospectus between 2007 and 2009 Congresso AECA: “Nuevo modelo económico: Empresa, Mercados y Culturas”, Granada, Espanha, 16. Recuperado em 5 abril, 2012, em URL: <<http://www.aeca.es/xvicongresoaecca/principal.htm>>.
- Skinner, D. J. (1994). Why firms voluntary disclose bad news. *Journal of Accounting Research*, 32(1), pp. 38-60. Recuperado em 15 fevereiro, 2013, em http://sites.fas.harvard.edu/~ec970lt/Readings/April_20/Skinner%201994.pdf.
- Slovic, P., Fischhoff, B. & Lichtenstein, S. (1980). Facts and fears: Understanding perceived risk. R. New York: Plenum. Schwing and W. A. Albers Jr.. DOI: 10.1007/978-1-4899-0445-4_9.

- Solomon, J. F., Solomon, A., Norton, S. & Joseph, N. (2000). A conceptual framework for corporate risk disclosure emerging from the agenda for corporate governance reform. *British accounting Review*, 32(4), pp.447-478. DOI: 10.1006/bare.2000.0145.
- Taylor, G., Tower, G. & Neilson, J. (2010). Corporate communication of financial risk. *Accounting and Finance*, 50 (2), pp. 417–446. DOI: 10.1111/j.1467-629X.2009.00326.x.
- Tröster, K. (2005). The extent and determinants of narrative disclosures of risk management in annual reports of UK listed companies. [Working Paper Series]. Poole, Inglaterra: Bournemouth University. Recuperado em 15 fevereiro, 2013, em http://ibal.bmth.ac.uk/pdf_docs/439.pdf.
- Vandemaele, S., Vergauwen, P. & Michiels, A. (2009). Management risk reporting practices and their determinants: A study of Belgian listed firms. Recuperado em 6 outubro, 2012, em <https://uhdspace.uhasselt.be/dspace/handle/1942/9392>.
- Yampolskaya, N. (2006). Risk disclosure in UK companies annual reports. Dissertação de mestrado, Universidade de Nottingham, Nottingham, Inglaterra.
- Zadeh, F. & Eskandari, A. (2012). Firm size as company's characteristic and level of risk disclosure: review on theories and literatures. *International Journal of Business and Social Science*, 3(17), pp. 9-17. Recuperado em 15 fevereiro, 2013, em http://ijbssnet.com/journals/Vol_3_No_17_September_2012/2.pdf.