

Performance management frente a los riesgos empresariales

Performance management against business risks

Aracely del Pilar Tamayo Herrera^{1,*}; Julio Ernesto Mora Aristega^{2,+};
Katherine Tatiana Troya Terranova^{2,++}; Johanna Elizabeth Remache Silva^{2,§}

¹Universidad de las Fuerzas Armadas.

²Universidad Técnica de Babahoyo.

{aptamayo@espe.edu.ec; jmora@utb.edu.ec;

ktroya@utb.edu.ec; jremache@utb.edu.ec}

Fecha de recepción: 26 de agosto de 2019 — **Fecha de aceptación:** 23 de septiembre de 2019

Resumen: La Gestión de Riesgo Empresarial, conocida como Enterprise Risk Management (ERM) se ha relacionado con la performance y el riesgo que asumen las empresas. Las compañías que usan ERM deben mejorar la comprensión de los riesgos a nivel agregado, mejorando la eficiencia del capital invertido, la rentabilidad, la mejora de la comunicación interna y de la reducción de las asimetrías informativas. El objetivo ha sido mostrar las características administrativas y el nivel de riesgo en las organizaciones. Además, estudiar el mejoramiento de dicha gestión sobre el rendimiento de las empresas y su impacto sobre la estabilidad financiera. Se ha utilizado el método hipotético-deductivo, con enfoque analítico, fundamentadas a partir de diferentes planteamientos teóricos y estudios empíricos previos. Los resultados obtenidos constatan que el riesgo al que se exponen las empresas depende de forma relevante de las decisiones que toman las personas implicadas en la gestión. Las conclusiones que se obtuvieron fueron que las empresas familiares se interesan en menor medida por implementar ERM salvo cuando los accionistas disponen de un mayor control de la empresa, en cuyo caso estarán más motivados a implementar sistemas de gestión del riesgo.

Palabras clave — riesgo, performance, gestión empresarial.

Abstract: Business Risk Management, known as Enterprise Risk Management (ERM) has been related to the performance and risk assumed by companies. Companies that use ERM should improve the understanding of risks at the aggregate level, improving the efficiency of the capital invested, profitability, improving internal communication and reducing information asymmetries. The objective has been to show the administrative characteristics and the level of risk in organizations. In addition, study the improvement of such management on the performance of companies and their impact on financial stability. The hypothetical-deductive method has been used, with an analytical approach, based on different theoretical approaches and previous empirical studies. The results obtained confirm that the risk to which companies are exposed depends significantly on the decisions taken by the people involved in the management. The conclusions that were obtained were that family businesses are less interested in implementing ERM except when shareholders have greater control of the company, in which case they will be more motivated to implement risk management systems.

Keywords — risk, performance, business management.

*Doctora en el Programa de Doctorado en Economía y Empresa.

+Magíster en Administración de Empresas.

++Ingeniera en Administración de Empresas Turísticas y Hoteleras.

§Magíster en Auditoría Integral.

INTRODUCCIÓN

La estructura de la propiedad y el gobierno de la empresa han mostrado ser importantes determinantes del nivel de riesgo asumido por las empresas (Tufano, 1996). En concreto, trabajos previos de Tufano (1996), Anderson y Reeb (2003) muestran que la estructura de la propiedad y la participación de los gestores o consejeros en el capital determinan la exposición al riesgo y expone que los accionistas con una participación relevante pueden influir en el nivel de apetito por el riesgo. En el caso particular de que dicha propiedad sea familiar, tradicionalmente se ha considerado que conlleva un comportamiento más conservador (Miller, Anderson y Reeb (2012) ya que su objetivo último no es sólo financiero (Gómez-Mejía et al., 2007). Al mismo tiempo, el perfil de riesgo puede cambiar considerablemente ante la presencia de múltiples accionistas con participaciones significativas, que en general tratarán de asumir un mayor nivel de riesgo (Mishra, 2011). También el tamaño y la composición del consejo pueden explicar el riesgo asumido por la empresa (Heslin y Donaldson, 1999).

El ERM ayuda a las empresas a alinear el apetito del riesgo de la empresa con su estrategia y mejora la respuesta al riesgo, reduciendo las sorpresas derivadas de las operaciones y las pérdidas. Por esta razón, las empresas pueden obtener un mejor trade-off entre el riesgo y la performance a largo plazo (Farrell and Gallagher, 2015). Por otra parte, el ERM puede reducir el coste de cobertura de los riesgos al evitar la duplicación de coberturas y al centrarse exclusivamente en el riesgo residual. Hoyt and Liebenberg (2011) argumentan que el ERM al integrar la toma de decisiones entre todas las clases de riesgo ayuda a reducir los costes respecto a la opción de un tratamiento individualizado y permite la cobertura natural entre diferentes actividades de negocio. En este sentido, McShane et al. (2011) argumentan que el ERM puede aumentar el valor de la empresa porque el riesgo de una cartera agregada puede ser inferior que la suma de los riesgos individuales. Por otra parte, las empresas más implicadas en ERM pueden reducir su probabilidad de quiebra o distress (Hoyt y Liebenberg, 2011; Farrell y Gallagher, 2015). Así, Stulz (1996) sostiene que la gestión del riesgo reduce la probabilidad de que se destruya valor durante las crisis financieras, mediante la reducción o eliminación de los denominados “costly lower-tail outcomes”. Otros autores como Anderson (2008); Jafari, Chadegani y Biglari (2011); McShane, Nair y Rustambekov (2011) y Hoyt y Liebenberg (2011) también apoyan que el ERM reduce la posibilidad de bancarrota y el coste de capital medio al cual tiene acceso la empresa, lo cual tendrá efectos positivos sobre su valor. Las compañías de seguros que disponen de un ERM, pueden acceder mejor a los mercados de capitales y a otros recursos y, al mismo tiempo, mejorar la gestión del riesgo, por lo cual el ERM ayuda a reducir la probabilidad de tener problemas financieros.

Por otra parte, la mayor aversión al riesgo podría plasmarse en una mayor implicación en la gestión del riesgo, tanto a través de la adopción de la gestión integral del riesgo (ERM) como de la cobertura. Sin embargo, la concentración de capital en manos de empresas familiares puede ejercer un efecto negativo en la adopción de un ERM y en la cobertura del riesgo. Este planteamiento es propuesto por Beasley et al. (2005) y Brustbauer (2016), quienes consideran que la implementación del ERM precisa un gran apoyo por parte de los propietarios y de que estos sean conscientes del valor que aporta. Por eso consideran que cuando el que domina la empresa es un manager-propietario y no un manager profesional, es más probable que haya una menor implicación en la implementación de ERM. Por otra parte, la existencia de otros blockholders, en concreto, de inversores institucionales, podría modular el interés por la incorporación de sistemas ERM. Respecto a la influencia del consejo de administración, autores como Kleffner et al. (2003) consideran que es el factor más determinante de la empresa en la implementación sistemas de gestión integral de riesgos. Sin embargo, dicho aspecto apenas ha sido estudiado en la literatura económica, y en concreto, factores que pueden

resultar relevantes como el tipo de consejeros, la diversidad de género o el tamaño del consejo.

No obstante, la relación entre propiedad, consejo de administración y el riesgo no ha sido explorada suficientemente y los resultados empíricos obtenidos hasta el momento muestran una evidencia mixta (Miralles y Lisboa, 2015). Además, en general la mayor parte de los trabajos han considerado medidas del riesgo muy limitadas basadas principalmente en información contable. Lo mismo ocurre en el caso del efecto de la implantación del ERM y de su efectividad (Bromiley, McShane, Nair y Rustambekov, 2015).

En el análisis se han incluido diferentes variables dicotómicas relativas al ERM como son el cumplimiento de las normas ISO o COSO II.

Entre los principales estándares que buscan mejorar la eficacia de la gestión de riesgos se han tomado la norma internacional ISO 31000 publicada en noviembre del 2009 por la Organización Internacional para la Estandarización (ISO) y COSO II elaborada por la organización privada estadounidense llamada Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO), la cual es un referente internacional en gestión de riesgos. En la práctica, estándares como estos son usados por los diferentes auditores en su búsqueda de determinar si una empresa cumple o no con las mejores prácticas.

ISO 31000. La ISO 31000 presenta un marco de trabajo y un proceso genérico para gestionar los riesgos de cualquier tipo de organización, en su totalidad o en parte. La familia de normas ISO 31000 incluye la Guía ISO 73: 2009 (que complementa la norma ISO 31000: 2009) y la ISO 31010 (que proporciona técnicas y métodos de identificación y evaluación de riesgos). (AGERS).

ISO (International Organization for Standardization) es la Organización Internacional de Normalización que publicó en noviembre de 2009 la norma ISO 31000: 2009 - Risk management – Principles and guidelines (en adelante, ISO 31000: 2009).

La norma ISO 31000: 2009 ofrece una metodología general para la gestión del riesgo de una forma planificada, al ser su objetivo ayudar a las organizaciones de todo tipo y tamaño a gestionar el riesgo con efectividad, pudiendo ser aplicada a lo largo de la vida de cualquier tipo de organización, que pertenezca a cualquier industria o sector, así como a cualquier tipo de riesgo, cualquiera que sea su naturaleza, causa u origen.

La norma ISO 31000: 2009 no se centra en un sistema de gestión de riesgos en particular, sino en proporcionar una guía y mejores prácticas para todas las operaciones relacionadas con la gestión eficaz de riesgos.

Tabla 1. Elementos clave para una efectiva gestión de riesgos

1. Once principios de gestión de riesgos
2. Marco de trabajo de gestión de riesgos
3. El proceso de gestión del riesgo

Elaborado por: los autores

Los principios de gestión del riesgo proporcionan orientación sobre la base y características para gestionar eficazmente el riesgo, pueden ser vistos como directrices de carácter genérico. Creación y protección de valor a través de la gestión de riesgos, hacer de la gestión de riesgos una parte integral de todos los procesos efectuados en la organización que se involucre en la toma de decisiones, la integración de los factores humanos y culturales, y la mejora continua de la organización son algunos de los principios de gestión de riesgos sobre los que gira esta norma que busca la transparencia y participación dinámica y receptiva al cambio de las empresas.

El segundo elemento clave es el marco de trabajo que tiene como objetivo actuar como estructura de soporte para la gestión del riesgo. Debido a que el éxito de la gestión de riesgos depende de la eficacia del marco de trabajo, es necesario integrar al gobierno corporativo en el proceso de gestión de riesgos de toda la organización teniendo presente siempre la búsqueda de la mejora continua.

El tercer elemento clave de la norma ISO es el proceso de gestión del riesgo, el cual se divide en tres etapas: establecimiento del contexto, la apreciación del riesgo (incluye identificar, analizar y evaluar los riesgos) y el tratamiento del mismo. El seguimiento y revisión se realizan en todas las etapas del proceso.

COSO II. La organización COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission) ha sido creada a partir de cinco asociaciones profesionales, la AAA (American Accounting Association), AICPA (American Institute of Certified Public Accountants), FEI (Financial Executives International), IMA (Association for Accountants and Financial Professionals in Business) y el IIA (Institute of Internal Auditors).

Es una organización dedicada a proveer liderazgo a través del desarrollo de marcos y guías sobre control interno e impedimento de fraude, sirviendo de guía en la dirección de empresas para mejorar la eficacia, eficiencia y ética empresarial. Fue pionera en iniciar el diseño de un marco de actuación formal en gestión de riesgo con el objetivo de representar un punto de referencia útil para que los directores evalúen, controlen y mejoren la gestión de riesgos en sus organizaciones.

En 1992 se logró la publicación del informe Internal Control - Integrated Framework (COSO I) y en 2004 el informe Enterprise Risk Management - Integrated Framework (COSO II), que se han establecido como referencias usadas y aplicadas en la gestión integral de riesgos.

Como respuesta a una serie de escándalos económicos y financieros de consecuencias adversas para las partes interesadas en las empresas nació COSO II, en un intento por ampliar y mejorar COSO I. En ese sentido, COSO II presenta una delimitación conceptual del control interna más amplia y una guía más detallada para la gestión integral de los riesgos.

El tamaño de una entidad, su complejidad, tipo de industria, cultura empresarial, estilo de administración y otros atributos afectan el grado de eficiencia de la manera en que los principios y conceptos son implementados. (COSO, 2004)

Una implantación exitosa del ERM en la empresa parte de su concepción como un proceso que exige un diseño e implantación gradual, que se amplía y mejora con el paso del tiempo, en esta medida se aprovechan las fases iniciales para tener una medida más acertada de los recursos necesarios a futuro.

MÉTODOLÓGÍA

Se trata de una investigación hipotético-deductiva, con enfoque analítico, fundamentada a partir de diferentes planteamientos teóricos y estudios empíricos previos. La información necesaria para la recolección de información se ha obtenido de diferentes fuentes secundarias.

Los datos relativos a la propiedad y otros de carácter económico-financiero fueron obtenidos a través de la base de datos SABI. Dicha información fue complementada con los indicadores de riesgo disponibles en la base Morningstar Direct. Como indicadores del ERM, se han utilizado diversas variables Dummy obtenidas a partir de la información de la memoria de las empresas cotizadas. La muestra está formada por las 162 empresas españolas que cotizan en la bolsa de valores excluyendo las empresas financieras e inmobiliarias.

Se utilizaron diferentes indicadores de riesgo, tanto basados en el mercado como en información contable. En concreto, se han considerado diversas variables de mercado como son:

Tabla 2. Resumen de variables relativas al riesgo

Variables	Definición	Fuente
Quantitative Financial Health Score	Es un rating cuantitativo basado en la medida desarrollada por Morningstar sobre la probabilidad de sufrir una crisis financiera.	Morningstar Direct
Value at Risk	Máxima pérdida que puede obtener un inversor en una cartera a un plazo determinado en condiciones normales de mercado, en un periodo de tiempo dado por la actividad actual y con un nivel de confianza dado (1-p) como:	Morningstar Direct
Beta (riesgo sistemático)		Morningstar Direct
Volatilidad	Es la desviación estándar, de los rendimientos de un activo o portafolio. Es la cuantificación de los riesgos de mercado, representa una medida de dispersión de los rendimientos con respecto a la media de los mismos en un periodo determinado.	Morningstar Direct
Altman Z-score		Sabi

Elaborado por: los autores

- **Quantitative Financial Health Score (QFHS).** Por ser un indicador de la probabilidad de quiebra. Se basa en la medida desarrollada por Morningstar sobre la probabilidad de sufrir una crisis financiera en el futuro próximo. Un mayor valor indica que la empresa goza de una buena salud financiera y tiene una menor probabilidad de sufrir una quiebra a corto plazo.
- **La Beta.** Como indicador de riesgo sistemático, que asume que las variaciones en el precio de las acciones está motivada por la co-variación con el mercado, se estima a través del siguiente modelo de regresión:

$$R_i = \alpha + \beta_i R_{m,t} + \epsilon_i$$

Donde:

- = Intercepto de la regresión o rendimiento autónomo
- = Riesgo sistemático
- = rendimiento del mercado.
- = término de error aleatorio de la regresión.
- = Rendimiento del activo i en el periodo t

- **La Volatilidad.-** Como medida de la intensidad de los cambios en el precio de un activo y calculada a partir de las variaciones logarítmicas de los rendimientos de las acciones durante un período de tiempo determinado:

$$\sigma_x = \sqrt{\frac{1}{n-1} \times \sum_{t=1}^n (r_t - \bar{r})^2}$$

Siendo:

r_t =Variaciones logarítmicas de los rendimientos del título calculadas como $\ln(P_t/P_{t-1})$

n =número de observaciones.

- **El VaR.-** Es la máxima pérdida que se puede esperar para un plazo e intervalo de confianza determinados en condiciones normales de mercado. Es el nivel de pérdidas tal que exista una probabilidad p de que las pérdidas sean iguales o mayores que :

$$VaR_p(Y) = Prob(Y \geq Y^*) = p$$

- **El Altman Z-score.-** El objetivo de Puntuación Z es obtener un indicador compuesto a partir de ratios contables que tengan poder predictivo sobre la probabilidad de quiebra, el cual responde a la siguiente expresión:

$$Z = 0.104 X_1 + 1.010 X_2 + 0.106 X_3 + 0,003 X_4 + 0.169 X_5$$

Siendo:

Liquidez (X1= Fondo de Maniobra/Total Activo)

Rentabilidad (X2= Beneficio Retenido / Total Activo)

Rentabilidad (X3 = BAIT / Total Activo)

Solvencia(X4= Capital /Deuda)

Rotación(X5= Ventas / Total Activo)

RESULTADOS

Los resultados obtenidos muestran que la relación entre el nivel de concentración de la propiedad familiar y el grado de implementación del sistema de gestión de riesgos (ERM) presenta una estructura no lineal, de modo que se observa una reducción de los niveles de implementación para niveles medios, pero que se incrementa en valores elevados de propiedad.

La presencia de inversores institucionales es muy determinante, afectando muy positivamente a la totalidad de las variables relativas a la gestión del riesgo. Respecto al gobierno corporativo, este trabajo confirma la importancia de ciertas características del *consejo de administración* en la implementación de sistemas formales de gestión del riesgo.

Además, se constata que el riesgo al que se exponen las empresas depende de forma relevante de las decisiones que toman las personas implicada en la gestión: propietarios y órganos de control. En este sentido, las empresas con elevada o baja concentración de capital familiar, sin blockholders financieros, son más conservadoras; máxime si en su consejo de administración hay diversidad de género.

La presencia de accionistas consejeros y de consejos de gran tamaño induce a la toma de riesgos. Estos resultados son relevantes para las instituciones interesadas en el nivel de riesgo asumido por las empresas, como podrían ser las entidades de crédito u otros acreedores, así como a accionistas interesados en una gestión prudente de sus negocios. Asimismo, los resultados son de interés para las instituciones públicas que velan por la existencia de un sistema empresarial estable.

Tampoco se ha encontrado evidencia positiva en la performance y la probabilidad de quiebra de aquellas compañías que dispongan de un Comité de Riesgos, tal y como plantean Ellul y Yerramilli (2012). Este resultado puede significar que el hecho de disponer de un comité sea una condición necesaria pero no suficiente para obtener buenos resultados. Tampoco resulta significativo el hecho

de que la empresa disponga de un mapa de riesgos, que es un indicador del nivel de sofisticación del sistema de medición de riesgos.

Tabla 3. Matriz de correlaciones entre las diferentes variables de riesgo

	2012	2013	2014	2015
QFHS	0.4764	0.5329	0.5631	0.5923
VaR	15.6110	11.2090	14.4929	13.2153
Beta	0.8225	0.7498	0.8499	0.9983
Dv	25.2533	24.7040	24.5470	25.2364
Z-score	0.9381	0.6737	1.0660	1.0083

Elaborado por: los autores

En cuanto al efecto de la cobertura sobre la performance y el riesgo, en este trabajo sólo se obtiene evidencia positiva a favor de las teorías de cobertura cuando se considera el riesgo de cambio, donde la mejora en la rentabilidad también se refleja en una reducción del nivel de riesgo. En este sentido, la cobertura del riesgo de cambio apoyaría los planteamientos de Smith and Stulz (1985), que sostienen una reducción de los problemas financieros y de la creación de valor a través de la cobertura cambiaría. Sin embargo, también se ha observado que otras coberturas se relacionan negativamente con la performance.

Este resultado podría estar relacionado con el hecho de que cubrirse ante determinados escenarios que luego no se cumplen tiene un coste que puede afectar negativamente al negocio. Podría ocurrir cuando en una fase expansiva con tipos de interés muy reducidos permanentemente y tasa de default bajas, se destinan recursos a contratar seguros o productos derivados a cubrir riesgos como los tipos de interés o el riesgo de crédito. En estos casos, haber apostado por cerrar tipos fijos mediante swaps o a formalizar productos de cobertura del riesgo podría ser más un coste que una fuente de rentabilidad y estabilidad. Este hecho pone en cuestión que la cobertura del riesgo sea siempre beneficiosa y que su resultado dependerá del contexto en el que se pone en práctica.

DISCUSIÓN

Las diferencias encontradas en la investigación podrían tener relación con la calidad con la que se maneja el proceso de gestión del riesgo, aspecto que no depende exclusivamente del hecho de cumplir con un determinado estándar sino de cómo se lleva a cabo en las empresas el proceso de gestión y gobierno del riesgo.

Los hallazgos concuerdan con autores que cuestionan los trabajos previos por utilizar variables dicotómicas que no informan realmente de cómo el proceso ERM se implementa en la empresa y no permiten medir correctamente el grado de implantación e implicación en la gestión integral del riesgo (Liebenberg y Hoyt, 2003; Pagach y Warr, 2010; Gatzert y Martin, 2013, Mikes y Kaplan, 2014). Por otra parte, son diversos los trabajos que emplean la figura del jefe de gestión riesgos (“chief risk officer” o CRO) como proxy de la implantación de un proceso ERM, dado que normalmente las compañías comunican tal información al mercado, por lo que es información pública.

Además, se determinó que el hecho de implantar normas como COSO II o ISO 31.000 garantiza que habrá una mejora en el nivel de performance o de estabilidad financiera, resultados que están en línea con algunos trabajos previos como los de Pagach y Warr (2010), quienes no hayan evidencia de que las empresas creen valor a través del ERM, y concluyen que una mejor calidad del ERM no implica una mejor performance durante la crisis.

Esta investigación revela la dificultad de analizar los efectos de la calidad de sistema de gestión de riesgos a partir de la información que divulgan las empresas. Por este motivo, de este estudio se desprende la necesidad de que las entidades cotizadas ofrezcan información más detallada del proceso, estructura, gestión y gobernanza del riesgo. Sólo así se podrá disponer de suficiente información para saber cómo se lleva a cabo la gestión del riesgo, donde sería necesario saber cómo las empresas identifican, miden, organizan, controlan y divulgan la gestión que llevan a cabo del riesgo. En este sentido, sería deseable que al igual que en el sistema bancario y asegurador existen normas muy claras de cómo debe afrontarse la medición y gestión del riesgo (Basilea III y Solvencia II), estas se extendieran total o parcialmente a las empresas cotizadas.

CONCLUSIONES

Se ha evaluado el efecto de la propiedad y el gobierno corporativo sobre el riesgo asumido por la empresa. En relación con la propiedad lo que interesa es particularmente el efecto de las empresas familiares, debido a que habitualmente se asume que tienen objetivos diferentes que llevan a adoptar estrategias más conservadoras buscando preservar su supervivencia a largo plazo.

La relación entre el nivel de concentración de la propiedad familiar y el riesgo presenta una estructura no lineal, de modo que se observa una reducción de los niveles de riesgo para niveles bajos y elevados de propiedad. De este modo, parece que los accionistas cuando disponen de un mayor control de la empresa estarán más motivados a asumir más riesgos para tratar de obtener más rentabilidad, dado que el riesgo lo reparten con el resto de accionistas. Por otra parte, la relación en forma de U para niveles bajos de propiedad podría explicarse por el mayor riesgo encontrado en empresas con propiedad difusa.

A partir de un determinado nivel, dado que el accionista asumiría la mayor parte del riesgo tomado y como su inversión podría no estar diversificada, tenderían a ser más reacios a asumir niveles muy altos de riesgo. De este modo nuestros resultados mostrarían respecto a estudios precedentes, que la relación es más compleja de la habitualmente considerada y el mayor riesgo se asume cuando se participa de forma importante pero compartiéndolo con otros socios.

A nivel de la propiedad también se ha estudiado el efecto de la presencia de múltiples accionistas con participaciones relevantes sobre el nivel de riesgo asumido. En concreto se han incluido participaciones de entidades financieras. A pesar de que la literatura previa apoya una mayor toma de riesgo, este trabajo concuerda con el signo de la relación pero no ha resultado significativo. Es posible que dichos resultados se vean afectados por las variables consideradas, que simplemente incluyeron la presencia de Fondos de inversión. En todo caso esta investigación no apoya explícitamente que la presencia de inversores institucionales conlleve necesariamente el incremento del riesgo y menos aún cuanto mayor sea la participación. Esto podría explicarse por el hecho de que algunos de estos accionistas toman participaciones a largo plazo en las empresas y buscan retribuciones ajustadas al riesgo equilibradas.

Respecto a las variables relativas al gobierno corporativo, se confirma la importancia de las características del consejo de administración en la toma de riesgos. En este sentido, se ha observado que los consejos de mayor tamaño exponen a un mayor riesgo a las empresas. Dicho efecto puede contrarrestarse con la presencia de mujeres, de modo que un mayor número de mujeres suele conllevar la adopción de una estrategia más conservadora. Finalmente, aquellas empresas en las que existe un mayor número de consejeros que son accionistas incrementan el riesgo, mostrándose como herramientas efectivas de control de los gestores.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anderson & Reeb. (2004). Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative science quarterly*, 209-237.
- Anderson, T. (2008). The performance relationship of effective risk management: Exploring the firm-specific investment rationale. *Long range planning*, Vol. 41, No. 2, pp. 155-176.
- Beasley, M.S.; Clune, R. y Hermanson, D.R. (2005). Enterprise risk management: an empirical analysis of factors associated with the extent of implementation. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 24, No. 6, pp. 521-531.
- Farrell, M., & Gallagher, R. (2015). The Valuation Implications of Enterprise Risk. *Journal of Risk and Insurance*, Vol. 82, No. 3, pp. 625–657.
- Bromiley, P.; McShane, M.; Nair, A. y Rustambekov, E. (2015). Enterprise Risk Management: Review, Critique, and Research Directions. *Long Range Planning*, Vol. 48, No. 4, pp. 265-276.
- Brustbauer, J. (2016). Enterprise risk management in SMEs: Towards a structural model. *International Small Business Journal*, 70-85.
- Coso, (2004). Committee of sponsoring organizations of the treadway comisión. Internal controls: an integrated framework. Florida: Institute of Internal Auditors (IIA). Enterprise risk management: integrated framework. Executive Summary. Florida: Institute of Internal Auditors (IIA), p.2.
- Ellul, A. y Yerramilli, V. (2012). Stronger risk controls, lower risk: Evidence from U.S. bank holding companies. *Journal of Finance*, Vol. 68, No. 5, pp. 1757–1803.
- Gatzert, N., & Martin, M. (2013). Determinants and Value of Enterprise Risk Management: Empirical Evidence from the Literature. Department for Insurance Economics and Risk Management Friedrich-Alexander-University of Erlangen-Nürnberg.
- Gomez-Mejia, L., Cruz, C., Berrone, P., y De Castro, J. (2011). The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms. *Academy of Management Annual*, 5(1). 653–707.
- Heslin & Donaldson. (1999). An organizational portfolio theory of board composition. *Corporate Governance: An International Review*.
- Hoyt, R.E. y Liebenberg, A.P. (2011). The value of enterprise risk management. *Journal of risk and insurance*, Vol. 78, No. 4, pp. 795-822.
- Jafari, M.; Chadegani, A. A. y Biglari, V. (2011). Effective risk management and company's performance: Investment in innovations and intellectual capital using behavioral and practical approach. *Journal of economics and international finance*, Vol. 3, No. 15, pp. 780-786.
- Kleffner, A.E.; Lee, R.B. y McGannon, B. (2003). The Effect of Corporate Governance on the Use of Enterprise Risk Management: Evidence from Canada. *Risk Management and Insurance Review*, Vol. 6, No. 1, pp. 53-73.
- Liebenberg, A.P. y Hoyt, R.E. (2003). The determinants of enterprise risk management: evidence from the appointment of chief risk officers, *Risk Management and Insurance Review*, Vol. 6, No. 1, pp. 37-52.
- McShane, M. K., Nair, A. y Rustambekov, E. (2011). Does enterprise risk management increase firm value. *Journal of accounting, auditing and finance*, Vol. 26, No. 4, pp. 641-658.
- Mikes, A. y Kaplan, R. S. (2014). Towards a Contingency Theory of Enterprise Risk Management. Working Paper Harvard Business School, http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/13-063_5e67dffe-aa5e-4fac-a746-7b3c07902520.pdf [consultado 12 de Abril de 2015].
- Miller, K.D. y Waller, H.G. (2003). Scenarios, real options and integrated risk management. *Long Range Planning*, Vol. 36, No. 1, pp. 93-107.
- Miller, M., (1977). Debt and Taxes. *The Journal of finance*, 32(2). 261-275.
- Miralles-Marcelo, J.L., Miralles-Quiró, M., Lisboa, I. (2015). The impact of family control on firm performance: Evidence from Portugal and Spain. *Journal of Family Business Strategy*. DOI: <http://>

dx.doi.org/10.1016/j.jfbs.2014.03.002.

- Mishra, S. (2011). Developmental environment affects risk-acceptance in the hissing cockroach, *Gromphadorhina portentosa*. *Journal of Comparative*, Vol. 125, 40-47.
- Pagach, D., & Warr, R. (2010). The effects of enterprise risk management on firm performance. *Jenkins Graduate School of Management North Carolina State University*. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1155218. [Consultado el 4 de julio de 2017].
- Reeb, D.; Kwok, C. y Baek (1998). Systematic risk in multinational corporations. *Journal of International Business Studies*. Vol. 29, pp. 263-279.
- Smith, C. Y Stulz, R., (1985). The Determinants of Firms' Hedging Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(1). 391-405.
- Stulz, R. (1996). Rethinking risk management. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9, No. 3, pp. 8-24.
- Tufano, P. (1996). Who manages risk? An empirical examination of risk management practices in the gold mining industry. *Journal of Finance*, Vol. 51, No. 4, pp. 1097-1137.