

**INFORMES DE SOSTENIBILIDAD Y SU IMPACTO EN EL
VALOR DE LAS EMPRESAS: UN TEMA EMERGENTE PARA
LA PROFESIÓN CONTABLE Y FINANCIERA**

XXI
CONGRESO
INTERNACIONAL
DE
CONTADURÍA
ADMINISTRACIÓN
E
INFORMÁTICA

Área de investigación: Contabilidad

Jaime Andrés Correa García

Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Ciencias Contables
Universidad de Antioquia
Colombia
jaime.correa@udea.edu.co

Diego Andrés Correa Mejía

Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Ciencias Contables
Universidad de Antioquia
Colombia
diegoa.correa@udea.edu.co

Dennys Paulina Hernández Serna

Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Ciencias Contables
Universidad de Antioquia
Colombia
dpaulina.hernandez@udea.edu.co



INFORMES DE SOSTENIBILIDAD Y SU IMPACTO EN EL VALOR DE LAS EMPRESAS: UN TEMA EMERGENTE PARA LA PROFESIÓN CONTABLE Y FINANCIERA



Resumen

Los informes de sostenibilidad y responsabilidad social empresarial le permiten a las empresas mostrar su compromiso con las problemáticas sociales, estas revelaciones trascienden el ámbito financiero, pero impactan en el mismo, contribuyendo con el cumplimiento del objetivo básico financiero. Actualmente hay un creciente interés tanto empresarial como académico, en estudiar los impactos de este tema en las distintas dimensiones de las empresas. En este estudio se realiza un análisis bibliográfico de veinte artículos publicados en revistas del SJR elegidos de una base de datos inicial que reunía noventa y un artículos, se encontró que a partir del análisis de distintas variables, los autores en su mayoría llegaron a la conclusión de que el desempeño social, medioambiental y de gobernanza impacta positivamente en el cumplimiento del objetivo básico de las empresas.

Palabras clave: Informes de sostenibilidad, valor de la empresa, responsabilidad social empresarial, gobierno corporativo.



Presentación

La relación entre las revelaciones de las compañías y el valor financiero de las mismas ha sido un tema de gran relevancia durante los últimos años, en donde se ha optado por pasar del enfoque de gestión basado en los shareholders o accionistas, a un enfoque basado en los grupos de interés también conocidos como stakeholders, toda vez que “las empresas han sido vistas cada vez más como una causa importante de los problemas sociales, ambientales y económicos” (Porter & Kramer, 2011, pág. 1); lo que ha significado un auge empresarial en el tema de los informes de sostenibilidad en los cuales las organizaciones dan a conocer tanto a los usuarios de la información interna como externa, no sólo su desempeño financiero sino las acciones que han adoptado para demostrar ante el mercado que su crecimiento no es en detrimento de la sociedad y los distintos agentes de interés.

Se presenta un cambio de paradigma que afecta directamente el gobierno corporativo puesto que se busca reconocer el impacto que las compañías tienen no sólo sobre sus inversionistas sino también en las demás partes interesadas. No obstante, no se trata de interpretar el enfoque de los stakeholders como la oposición al enfoque de los shareholders sino de encontrar el punto donde convergen estos dos enfoques del gobierno corporativo, de manera tal que el núcleo de este enfoque se sustente en que las empresas son organizaciones que están concebidas para servir a las necesidades sociales y de esta forma es necesario que todos los intereses y no sólo los de los accionistas sean reconocidos y tenidos en cuenta (Fatemi, Fooladi, & Tehranian, 2015) sin dejar de considerar que las empresas se encuentran estructuradas con un objetivo fundamental que es la generación de valor.

Para encontrar el punto de convergencia entre los enfoques de los shareholders y stakeholders es importante señalar que el análisis se debe centrar en la perspectiva del valor financiero de la empresa, pues a pesar de que existe un amplio número de estudios que abordan la cuestión del impacto de la participación de los informes de sostenibilidad desde un enfoque de responsabilidad social, pocos estudios han abordado esta problemática desde una perspectiva de valoración que evidencie las incidencias que tienen los informes de sostenibilidad en el desempeño financiero, el costo de capital y por ende en el valor financiero de las empresas, de tal manera que si dichos informes influyen de manera positiva en el valor de las organizaciones, se encontraría un punto de convergencia entre el enfoque de los stakeholders y los shareholders.





En este orden de ideas, se inició una búsqueda de artículos relacionados con el tema en cuestión, haciendo uso de palabras claves como: sostenibilidad, responsabilidad social empresarial, desempeño financiero, entre otras; se construyó una base de datos que incluía noventa y un artículos, de los cuales se seleccionaron aquellos que habían sido publicados principalmente durante los últimos 7 años en revistas de finanzas indexadas que se encuentran en el cuartil 1 y que abordan los impactos de los informes de sostenibilidad en el valor de las empresas, y se realizó un análisis teórico y metodológico sobre la manera en que se determinan en cada artículo dichos impactos; las revistas analizadas fueron: Journal of Finance, Review of Financial Studies, Journal of Financial Economics, Journal of Management y Journal of Accounting and Economics. En esta revisión se tomaron 20 artículos en los cuales la principal conclusión que se halló es que los informes de sostenibilidad impactan positivamente el valor de las empresas, lo cual fue demostrado mediante el análisis de variables como: el costo de capital, el desempeño financiero a través del ROA, Q de Tobin, el riesgo empresarial, y el valor de la acción, entre otras.

Informes de sostenibilidad y su impacto en el valor de las empresas

El objetivo básico financiero que debe cumplir toda empresa es maximizar su valor (Ng & Rezaee, 2015), que en otras palabras sería, maximizar la riqueza de los accionistas; de esta manera, la generación de valor se puede entender como el conjunto de herramientas que combina la alta gerencia con el objetivo principal de obtener la máxima utilidad a partir de una mínima inversión, conseguir la composición financiera óptima de tal manera que se llegue al costo mínimo de capital y maximizar los flujos de caja libre durante los diferentes periodos.

Para alcanzar este objetivo básico financiero existen diferentes estrategias que las directivas empresariales pueden desarrollar en la operación de sus negocios, que hacen que este objetivo sea satisfecho principalmente desde una perspectiva de los shareholders, de modo tal que se tiene establecido a los accionistas como el único público al que la empresa debe rendirle cuentas (del Mar Alonso-Almeida, del Pilar Rodríguez García, Martha Cortez Alejandro, & Abreu Quintero, 2012) ya que son ellos quienes se ven directamente impactados con el desempeño financiero de toda organización.

Actualmente las dinámicas del mercado han hecho que este enfoque trascienda de tal manera que las empresas rindan cuenta también a sus stakeholders, entendidos como aquellos grupos que se ven directamente afectados con el



accionar de las compañías. El progresivo interés por las temáticas relacionadas con el medio ambiente, la sostenibilidad y la responsabilidad social empresarial, han hecho que las empresas se vean en la necesidad de adaptar sus actuaciones a lo que los sistemas sociales demandan, ya sea a través de normativa o de iniciativas lideradas por organizaciones ambientales o asimiladas, que al promover disminuciones en los patrones de consumo, fuerzan a las empresas a tomar acciones de responsabilidad social y ambiental. Esto ha generado un auge en los reportes de sostenibilidad y reportes integrados para dar cuenta del impacto social y ambiental que las empresas han tenido en un determinado período, y no sólo de su aspecto financiero como tradicionalmente se hacía; lo anterior ha servido para ayudar a mantener buenas relaciones entre las empresas con un público relevante (Cellier & Chollet, 2016).

Los reportes empresariales se han convertido en un elemento fundamental que ha influido directamente en el mejoramiento de las relaciones de las empresas con su entorno, pero a su vez se ha convertido en algunos casos, en un mecanismo de creación de valor para las empresas, toda vez que por medio de estos se reduce en gran medida la brecha existente entre los inversionistas y la compañía debido a que normalmente los inversores no juegan un papel activo en la gestión empresarial (Man, 2014). Es así como derivado de la asimetría de información que existe en los mercados financieros donde los accionistas y potenciales inversionistas disponen sus recursos en compañías que los distribuyen de acuerdo a determinadas políticas, se hace relevante que las organizaciones den cuenta íntegramente de la administración de los recursos que han dispuesto de los diferentes accionistas de tal manera que exista una cultura de transparencia empresarial y se reduzca cada vez más dicha asimetría de la información.

Las compañías se han debido preocupar cada vez más por dar cuenta de diferentes aspectos que sustentan los resultados financieros y en muchos casos trascienden este aspecto, con el fin de generar la confianza suficiente en el mercado y de esta manera aumentar su valor, como lo afirma (Man, 2014):

Desde 1990 las compañías han estado publicando reportes con actuaciones no financieras junto con reportes financieros, porque los aspectos sociales y ambientales son cada vez más importantes durante las últimas décadas. Las compañías ahora están más atentas a los impactos ambientales de sus operaciones. (pág. 4.).



Se debe resaltar que las preocupaciones por revelar los impactos empresariales en aspectos sociales y ambientales, a pesar de que trascienden el ámbito financiero se realizan en muchos casos con el objetivo de impactar los resultados financieros, pues no se debe perder de vista que las empresas se encuentran concebidas con el objetivo máximo de generar valor para sus accionistas y no para realizar acciones que conlleven a proteger los intereses sociales y ambientales en primera instancia.



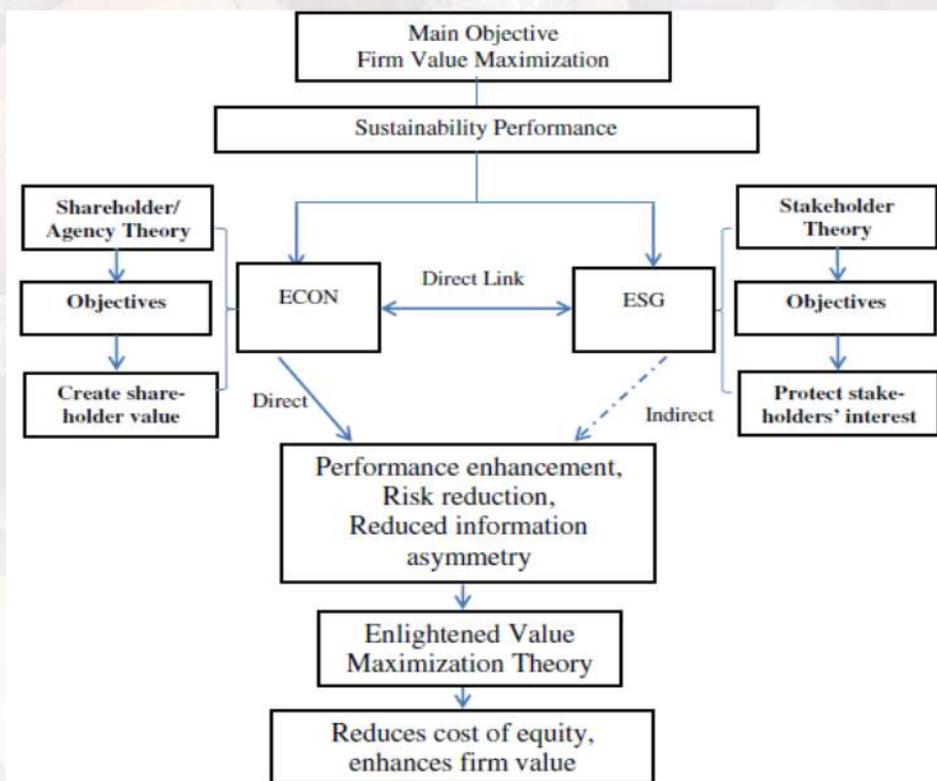
Así como en el sector empresarial, en la academia también se refleja esta tendencia de profundizar cada vez más en los reportes que trascienden el ámbito financiero; tal y cómo se pondrá en evidencia posteriormente, cada vez hay más estudios que se ocupan de los informes de sostenibilidad, la responsabilidad social empresarial y los impactos de ambas en las distintas dimensiones de las empresas, los reportes integrados, lo que ha llevado a que este tema sea emergente y prioritario no sólo para las empresas, sino también para los profesionales contables y financieros, y los investigadores en áreas conexas.

El siguiente esquema teórico establece la relación entre la sostenibilidad empresarial y el valor de las empresas



Gráfico 1

Relación entre la sostenibilidad empresarial y el valor de las empresas



Fuente: (Ng & Rezaee, 2015, pág. 133).

En el esquema anterior está plasmado el objetivo básico financiero, el cual no puede perderse de vista, sin embargo se plantea que este objetivo debería ser cumplido a través de un desempeño sostenible que considere la dimensión financiera, y la no financiera, la cual incluiría el desempeño social, ambiental y el gobierno corporativo (ESG), defendiendo la idea de que con estas consideraciones adicionales, se puede dar cumplimiento, e incluso potenciar uno de los puntos más importante planteados por (Friedman, 1962) el cual señala que el único objetivo que debe buscar la empresa es la maximización del beneficio o valor de la empresa.

Por su parte (Ng & Rezaee, 2015) plantean que hay una relación directa entre la dimensión financiera y el desempeño financiero, la reducción del riesgo y reducción de la información asimétrica, de modo que si el objetivo que se propone la empresa desde la dimensión financiera se cumple, esto se refleja en el mejoramiento del desempeño financiero, la reducción del riesgo y de la información asimétrica de la empresa. De otra parte, la relación entre la

dimensión no financiera y las variables del desempeño financiero, reducción del riesgo y reducción de la información asimétrica cuentan con una relación indirecta, pero que a su vez incide en el valor de la empresa de manera positiva.

En este sentido, los reportes que amplían la información financiera y que generan las organizaciones para sustentar los resultados de los respectivos periodos le sirve a los inversionistas actuales y potenciales a manera de fuente relevante en la medida en que se reduce el riesgo de información (Plumlee, Brown, Hayes, & Marshall, 2015). Se podría prever una influencia de los reportes en el valor de la empresa, en el sentido de que por medio de los reportes empresariales se mitigan riesgos de información que existen en el mercado de manera tal que la asimetría de información que se presenta entre la firma y el mercado donde se encuentran los potenciales inversionistas, se reduzca al mínimo. Como lo afirma (Kim, A. 2014):

Las firmas que se comprometen a mejorar la transparencia y a suministrar información de alta calidad a través de la inclusión de los diferentes segmentos del mercado, reducen la asimetría de información entre las firmas y sus inversionistas. Como el modelo señalado en Glisten and Milgrom, menos asimetría en la información reduce los costos de negociación y mejora la liquidez. Estudios previos establecen una relación positiva entre la liquidez de la firma y la transparencia Lang et al., 2012; Leuz and Verrecchia, 2000. (pág. 4)

El hecho que una empresa mejore la transparencia en la realización de sus operaciones, el desarrollo de su objeto social y dé cuenta de esto al público en general, reduce significativamente la asimetría de información que hay con respecto a los accionistas y potenciales inversionistas y estos últimos perciben la inversión como menos riesgosa, lo cual significa que la percepción del riesgo disminuirá y por ende la rentabilidad exigida también se reducirá derivado de la relación directa que existe entre riesgo y rentabilidad.

Debido a que a toda compañía le interesa mantener su costo de capital en el valor mínimo, las revelaciones a través de los informes de sostenibilidad se posicionan como uno de los aspectos a tener en cuenta en la gestión con el fin de que los accionistas exijan menor rentabilidad de su inversión y por ende mejorar la liquidez de la empresa, de tal manera que las compañías puedan obtener créditos a largo plazo de los inversionistas con una tasa de interés o costo de capital cada vez menor. En palabras de (Fatemi et al., 2015), el riesgo menor de las empresas del DS 400 reportadas por Fatemi, Fooladi, and Wheeler se pueden interpretar como prueba en apoyo de la afirmación que las empresas



socialmente responsables gozan de un perfil de riesgo más bajo que sus homólogos.

Dado que la relación entre el cumplimiento de los objetivos de la dimensión no financiero y las variables que inciden en el valor de la empresa no es directa, esta situación se ha convertido en objeto de estudio durante los últimos años por diferentes autores en el campo financiero como (Deng, Kang, & Low, 2013; Fatemi et al., 2015; Laplume & Litz, 2008; Ng & Rezaee, 2015; Zhang, 2013), de forma que se han establecido posturas que indican que el cumplimiento de los objetivos de la dimensión no financiera de las empresas por medio de los informes de sostenibilidad o de responsabilidad social empresarial tienen un impacto en el valor de las empresas y en el desempeño financiero, en tanto que otros autores plantean que no existe esta relación y que por ende suplir los intereses de los stakeholders se convierte en un costo para la empresa que afecta su desempeño financiero.

El tema es emergente, y algunos autores como (Bouslah, Kryzanowski, & Zali, 2012) han planteado que las distintas dimensiones de la RSE pueden generar impactos contrarios en el desempeño financiero de las empresas, lo cual aumenta y soporta la disparidad de opiniones que se han generado alrededor de esta cuestión. En este orden de ideas, se presenta un análisis bibliográfico en el cual se muestran los diferentes argumentos que han utilizado los autores para defender sus posturas y la metodologías que han sido desarrolladas en sus estudios con el fin de brindar un diagnóstico de la situación actual de la discusión que se ha formado entre la incidencia que tienen los informes de sostenibilidad y responsabilidad social empresarial en el valor financiero de las empresas.

Análisis teórico y metodológico

El análisis teórico y metodológico se realizó a partir de revistas financieras que se encuentran en el SCImagoJournal & Country Rank (SJR) en el año 2015, portal donde se incluyen revistas e indicadores científicos de países y se encuentran desarrollados a partir de la información contenida en la base de datos Scopus. De esta forma, se consultó la base de datos donde se encuentra el top de revistas pertenecientes al área financiera y se eligieron seis revistas pertenecientes al cuartil 1 como se presenta en la siguiente tabla:



Tabla 1
Revistas Seleccionadas

Nombre	SJR Quartile	Total Referencias	Total Citas (3 años)	País
Journal of Finance	Q1	3.508	1.384	Reino Unido
Review of Financial Studies	Q1	5.263	1.289	Reino Unido
Journal of Financial Economics	Q1	4.489	2.193	Holanda
Journal of Management	Q1	7.571	1.627	USA
Journal of Banking and Finance	Q1	13.374	1.764	Holanda
Journal of Corporate Finance	Q1	5.727	523	Holanda

Fuente: (The SCImago Journal & Country Rank, 2014)

Se logra observar que la totalidad de las revistas seleccionadas para realizar este análisis, se encuentran clasificadas en el cuartil 1 dentro del SJR, la máxima categoría, lo cual indica que los artículos que se publican allí, contienen características rigurosas a nivel teórico y metodológico e igualmente esto indica que son de alto impacto en el ámbito académico financiero.

El análisis teórico y metodológico se desarrolla con el fin de identificar las posturas teóricas que han fundamentado los diferentes autores acerca de la incidencia que tienen los Reportes de Sostenibilidad, Responsabilidad Social Empresarial (RSE) en variables que afectan el valor de las empresas, el desempeño financiero y el costo de capital, así como las metodologías que han sido implementadas por los autores para realizar los respectivos estudios empíricos, resaltando las variables dependientes, independientes y de control en las que se han apoyado para desarrollar sus investigaciones.

En este sentido, de los noventa y un artículos considerados inicialmente, se seleccionaron veinte considerados de mayor rigurosidad académica, publicados en las revistas expuestas distribuidos de la siguiente forma:



Tabla 2
Cantidad de Artículos Analizados por Revista

Revista	Cantidad de Artículos	Porcentaje
Journal of Banking & Finance	4	20%
Journal of Corporate Finance	3	15%
Journal of Financial Economics	2	10%
Journal of Management	6	30%
The Journal of finance	3	15%
The Review of Financial Studies	2	10%
Total Artículos Analizados	20	100%

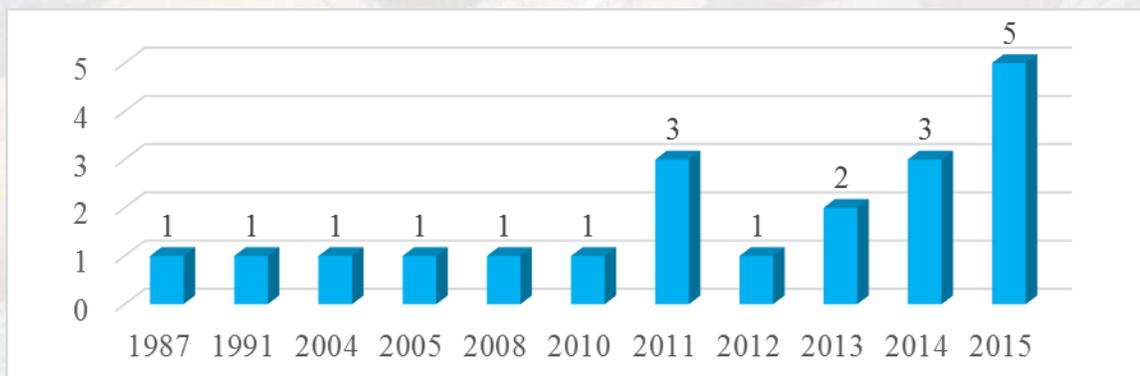
Fuente: Elaboración de los autores.

En los artículos se clasificaron las palabras clave establecidas en cada texto ya que son un elemento fundamental para categorizar un tema y además, estas proporcionan una orientación a los investigadores para realizar las búsquedas de la bibliografía que requieren para desarrollar sus estudios; igualmente se evaluaron las posturas teóricas planteadas en cada artículo con el fin de realizar clasificaciones sobre la manera como se ha abordado el tema en el ámbito académico y poder así determinar cuáles han sido los puntos de vista trabajados por los autores a través de cada artículo; por último se analiza la parte metodológica de modo tal que se identifica cuáles han sido las variables dependientes, independientes y de control utilizadas para realizar el estudio empírico.

Antes de entrar en el análisis de los aspectos mencionados es importante evaluar la pertinencia que ha tenido el tema en estudio en el ámbito académico ya que esto es un factor determinante a la hora desarrollar una investigación toda vez que un tema de actualidad representa un grado de impacto mayor que un tema que se ha abordado con anterioridad, en este contexto, a continuación se muestra la cantidad de artículos relacionados con el tema de estudio publicados y el año en el que se publicaron:



Gráfico 2
Cantidad de artículos publicados por año



Fuente: Elaboración de los autores.

Se observa en el Gráfico 2 que a pesar de que existen artículos desde hace más de 20 años que han trabajado la relación entre los reportes de sostenibilidad, RSE y las variables financieras de las empresas, este tema ha presentado una fuerte tendencia al alza durante los últimos 7 años, en los cuales se concentra el 70% de los artículos analizados. Lo anterior valida, que el tema en estudio es pertinente y se encuentra en un nivel alto de desarrollo en la actualidad ya que el progresivo interés por temáticas relacionadas con el medio ambiente, la sostenibilidad y la responsabilidad social empresarial a las que se ven enfrentadas las empresas en su relación con las finanzas, han hecho que la producción académica conexas también aumente y se evalúen los impactos que pueden tener dichos temas para la empresa no sólo a nivel social sino a nivel financiero.

Dentro de los artículos trabajados se analizaron inicialmente las palabras clave, que pueden ser entendidas como términos, o frases cortas que facilitan la clasificación y el direccionamiento en los sistemas de indexación en las bases de datos bibliográficas en un área o tema en especial; términos como RSE, desempeño financiero y sostenibilidad fueron empleados en la búsqueda y selección de los artículos trabajados, es así como las palabras clave se convierten en un elemento fundamental que permite el vínculo entre el autor y aquellos que buscan un texto de un área de conocimiento en específico. En palabras de (González Tous & Mattar V, 2011):



Tabla 3
Palabras clave más utilizadas

Palabra Clave	Artículos
RSE	10
Stakeholders	4
Valor de la empresa	4
Desempeño social corporativo	3
Desempeño financiero	3
Transparencia	3
Costo de capital	2
Ética corporativa	2
Revelación	2
Otras	14

Fuente: Elaboración de los autores.

Del gráfico 3 se desprende que las palabras que más caracterizan al tema en estudio en los artículos analizados son: la Responsabilidad Social Empresarial (RSE), Valor de la empresa y Stakeholders, lo cual es coherente toda vez que son palabras que caracterizan a los estudios de los diferentes autores y en los cuales se centra la mayor parte de su desarrollo teórico y metodológico.

Por otra parte, a pesar que los artículos se centran en estudiar la relación existente entre los reportes empresariales, RSE y las variables financieras de las empresas, se encontraron diferentes posturas teóricas establecidas en los artículos, las cuales se pueden clasificar en tres grandes grupos a saber:

1. Las prácticas sociales aumentan el valor de la empresa.
2. La RSE mejora el desempeño financiero de las empresas.
3. Las revelaciones disminuyen el costo del capital.

Inicialmente, (Wang & Choi, 2010) mediante el estudio de las empresas del S&P 500 y el DSI durante el período 1991-2000 afirman que mantener una alta consistencia en las prácticas sociales contribuye a relaciones más fuertes entre la firma y las partes interesadas y esto generará valor para la empresa, es decir, los stakeholders valoran los esfuerzos que realizan las compañías para dar cuenta de su accionar no sólo a los accionistas sino también a las demás partes interesadas que se ven afectadas con las operaciones de las empresas. En este sentido, (Kim, A. 2014) sugiere que las prácticas sociales no sólo afectan directamente el valor de la empresa sino también su liquidez, ya que el



compromiso voluntario de las empresas por ser transparentes guarda una relación directa con su liquidez y el valor de mercado, luego de estudiar las estadísticas mensuales de las empresas de la Eurozona disponibles en el NYSE durante el periodo 2001-2003.



Pese a que en primera instancia no es fácil lograr relacionar directamente la inversión que deben hacer las empresas para mejorar la transparencia y dar cuenta de su accionar a los diferentes agentes de interés con un mejoramiento en la liquidez, dado que las empresas deben realizar desembolsos de efectivo e incurrir en costos para elaborar sus informes de sostenibilidad y de RSE que sirvan para cumplir con los requerimientos de información tanto de los shareholders como de los stakeholders, (Fatemi et al., 2015) sugieren que a pesar de que los gastos de RSE tienen el potencial de agotar los recursos de la empresa y reducir sus flujos de efectivo en el corto plazo, sus beneficios a medio y largo plazo pueden ser mayores que los costos. Además, pueden tener una influencia positiva sobre el valor de la empresa, mejorando su probabilidad de supervivencia y, por lo tanto, alargar la longevidad de su corriente de flujos de efectivo.

Luego de analizar 113 empresas listadas de la industria de software en EEUU entre los años 2000-2005 (K. Kim, Kim, & Qian, 2015) señalan que la RSE y las acciones competitivas pueden ayudar a las empresas a mejorar su posición financiera ya que la RSE y las acciones competitivas se encuentran directamente relacionadas con la Q de Tobin, al igual que la intensidad de las inversiones en investigación y desarrollo (I+D) y el ROA. Un enfoque similar es trabajado por (McWilliams & Siegel, 2011) en donde se propone que la RSE cuenta con un valor estratégico para las firmas que hace que el desempeño financiero mejore, ya que las empresas pueden capturar el valor de los bienes sociales que producen, además, la RSE sirve también como mecanismo para mejorar el valor de la empresa en la medida en que esta mejora la reputación y la calidad de una determinada marca.

En el estudio realizado por (Chun, Shin, Choi, & Kim, 2011) donde se analizaron 401 empresas del Korea Research Institute for Vocational Education and Training (KRIVET) se encuentra que existen procesos internos en las compañías que dan cuenta de la relación existente entre la ética de la firma y el desempeño financiero, de tal manera que la ética interna de las empresas tiene una relación positiva significativa con el compromiso organizacional, quien a su vez, tiene una relación directa con el comportamiento organizacional e

interpersonal y por último, hay una relación positiva entre el comportamiento colectivo organizacional de los empleados y el desempeño de la empresa.

Lo establecido en (Adams, Almeida, & Ferreira, 2005), donde se afirma que la interacción entre las características ejecutivas y variables organizacionales tiene consecuencias importantes para el desempeño de las empresas, es decir, la centralización del poder afecta directamente a los tomadores de decisiones, lo cual sugiere que para lograr un entendimiento global del nivel de volatilidad de una empresa, es importante considerar las características administrativas y la estructura de la toma de decisiones, las cuales hacen parte también de la estructura organizacional de toda organización.



De igual forma, el costo de capital ha sido una variable fundamental en el estudio de los impactos que tienen para las empresas los informes de sostenibilidad y la RSE, es por esto que autores como (Diamond & Verrecchia, 1991) afirman que la reducción de la información asimétrica reduce el costo del capital ya que aumenta la competencia y reduce la volatilidad de los futuros desequilibrios, lo que lleva a la salida de los manipuladores de mercado y aumenta la confianza de los inversionistas. Este planteamiento es coherente con lo planteado por (Blazenko, 1987) en donde se establece que cuando la información sobre la inversión en activos reales es simétrica, el costo del capital se reduce y por ende si esta simetría se cumpliera, los gerentes preferirían financiarse vía patrimonio que con deuda.

Por su parte, (Ghoul, Guedhami, Kwok, & Mishra, 2011) establecen que las empresas con alta RSE tienen un menor costo de capital propio que las empresas de baja RSE, después de estudiar 12.915 observaciones que representan 2.809 empresas de EEUU entre 1992 y 2007. De donde se desprende que la inversión en relaciones con los empleados, políticas ambientales y estrategias sostenibles de productos contribuye sustancialmente a la reducción de costo de capital de las empresas, es por ello que las empresas con prácticas socialmente responsables tienen una mayor valoración y un menor riesgo. En este sentido, se vislumbra un efecto mitigador de la RSE en el riesgo que perciben los inversionistas y los stakeholders, además que ayuda a mitigar el riesgo de choque en el precio de las acciones (Kim, Y. Li, & Li, 2014).

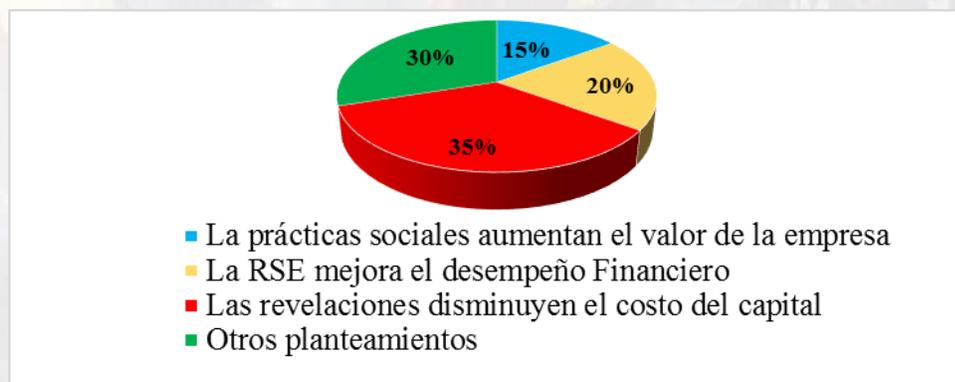
La transparencia juega un papel relevante para las empresas puesto que es un factor fundamental para la reducción de su costo de capital, sin embargo, la transparencia se compone de tres dimensiones específicas : la divulgación de información, la claridad y la precisión (Schnackenberg & Tomlinson, 2014). Al tener en cuenta estas dimensiones, las empresas serán más transparentes y por



ende su costo de capital experimentará una tendencia a la baja; igualmente, estos factores ayudarán a mantener informados a todos los agentes de interés sobre el accionar de las empresas y en la medida en que en promedio se mantenga informado a una gran cantidad de potenciales inversionistas, habrá una mayor demanda de los valores de las firmas, lo que hará que el precio suba y por ende esto hará que el costo del capital se reduzca (Easley & Hara, 2004). Por su parte autores como (Becchetti, Ciciretti, & Hasan, 2015; Bouslah et al., 2012) abordan el tema desde una perspectiva del riesgo empresarial, señalando que la RSE implica un alejamiento de la maximización del beneficio estándar hacia una estrategia más compleja de satisfacción de los stakeholders y sólo algunas dimensiones del desempeño social (en particular, las relaciones de los empleados, el medio ambiente, de productos y de gobierno corporativo) afectan significativamente el riesgo empresarial.

Se presenta el siguiente gráfico, en el cual se muestra un resumen de los planteamientos teóricos establecidos en los diferentes artículos estudiados:

Gráfico 4
Planteamientos teóricos



Fuente: Elaboración de los autores.

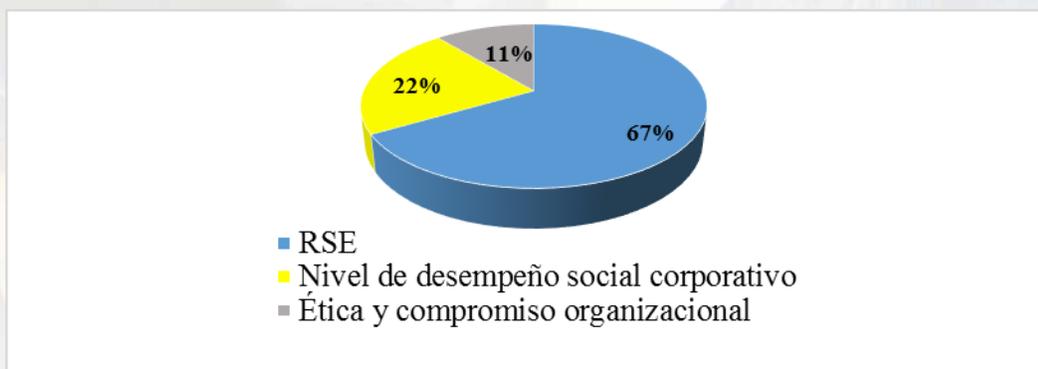
Como se observa en el gráfico 4, el planteamiento teórico que fue más estudiado en los artículos elaborados por los diferentes autores fue que las revelaciones disminuyen el costo del capital de las empresas, seguido de la afirmación que la RSE mejora el desempeño financiero y por último, las prácticas sociales aumentan el valor de la empresa. No obstante, los postulados teóricos no son lo único en común en los artículos abordados en este estudio; las variables utilizadas en la parte metodológica también son similares en varios casos.

En el estudio empírico realizado por los diferentes autores, se establecieron variables independientes, variables dependientes y variables de control. Vale la pena resaltar que las variables de control son definidas dentro de la metodología con el fin moderar los efectos de los modelos establecidos por los autores.



A continuación se muestran las variables independientes más utilizadas en los modelos establecidos en los artículos.

Gráfico 5
Variables independientes



Fuente: Elaboración de los autores.

Del gráfico 5 se deriva que durante los últimos años, la RSE ha sido estudiada por diferentes autores que han encontrado que existe una relación positiva entre esta variable y las variables financieras de las empresas tales como el valor de la empresa, el desempeño financiero y el costo de capital. Adicionalmente, se visualiza que en este tipo de estudios existe en gran medida un acuerdo de que la RSE sea la variable que explique los factores financieros de las empresas, vale la pena resaltar que en algunos casos se toma la RSE y en otros, componentes específicos de la RSE.

Por otra parte, debido a que las variables dependientes miden el impacto que trae consigo una variable independiente, según los planteamientos teóricos observados anteriormente hay una mayor cantidad de variables dependientes utilizadas ya que estas se plantean de acuerdo a las posturas teóricas establecidas por cada autor, como se muestra a continuación.

Gráfico 6
Variables dependientes



Fuente: Elaboración de los autores.

Debido a que la mayor parte de las posturas teóricas establecidas en los artículos analizados tienen como objetivo evaluar el impacto de la RSE e informes de las empresas en el costo del capital, es evidente que la variable dependiente que haya sido utilizada fuera el costo de capital de las empresas. No obstante, vale la pena resaltar que para aquellos estudios que estudiaron el impacto en el desempeño financiero o en el valor de las empresas, el valor de la acción, la Q de Tobin y ROA fueron medidas utilizadas frecuentemente para determinar dicha relación, sin embargo, otros autores como (Deng et al., 2013) establecen como variable dependiente la maximización de valor de los Stakeholders.

Por último se encuentran las variables de control, las cuales según (del Mar Alonso-Almeida et al., 2012) son variables que permiten moderar los efectos del modelo planteado para desarrollar el estudio empírico. Las variables de este tipo utilizadas a lo largo de los artículos analizados se muestran en el siguiente gráfico.



Tabla 4
Variables de control

Variables de Control	Porcentaje de uso
Tamaño de la empresa	16%
Apalancamiento	16%
Rentabilidades pasadas	13%
Ratio BTM	9%
Flujos de efectivo	6%
Rendimiento esperado	6%
Liquidez	6%
Otras	22%

Fuente: Elaboración de los autores.

Dentro de las variables de control más utilizadas se encontraron el apalancamiento, el tamaño de la empresa, las rentabilidades pasadas y el indicador Book To Market (BTM). Estas variables de control buscan asegurar que exista una relación entre las variables dependientes e independientes estipuladas a través del modelo matemático, considerando por medio de las variables de control las características particulares que puede tener la muestra elegida para llevar a cabo el estudio.

Consideraciones finales

La elaboración de informes de sostenibilidad y responsabilidad social empresarial le ha permitido a las empresas mostrar a sus agentes de interés y a la sociedad en general, su compromiso con las problemáticas sociales y ambientales, la revelación de este tipo de información trasciende el ámbito financiero, pero se realiza con el objetivo de impactar en el mismo, pues las empresas se encuentran concebidas con un objetivo principal de generar valor para sus accionistas.

La tendencia es alcista tanto en el ámbito empresarial, como en el ámbito académico, mientras que cada vez más empresas presentan informes integrados para sintetizar de forma clara y precisa su desempeño financiero y no financiero, es también creciente el número de profesionales contables y financieros que dedican sus esfuerzos a estudiar los impactos de este tema emergente en las distintas dimensiones de las empresas.

Se realizó un análisis bibliográfico de veinte artículos publicados en seis revistas de gran rigurosidad académica, y se encontró que los autores, a partir



del análisis de distintas variables, llegaron a una conclusión semejante en la mayoría de los casos, y es que, el desempeño social y, medioambiental y de gobernanza impacta positivamente en el cumplimiento del objetivo básico de las empresas: la generación y maximización del valor.



Acorde con este análisis, las incidencias de los informes de sostenibilidad en el desempeño financiero, el costo de capital y por ende en el valor de la empresa, serían positivas, lo que se convertiría en un punto de convergencia entre el enfoque de los stakeholders y los shareholders puesto que al dar cuenta del accionar de la empresa ante sus partes interesadas se contribuye a un aumento indirecto de su valor.

Cabe resaltar que los distintos desarrollos teóricos se han dado principalmente en economías desarrolladas, mientras que en países y zonas emergentes como latinoamericana, el análisis de estos temas es aún incipiente, lo que aumenta la pertinencia y el interés por desarrollar investigaciones en esta vía a nivel contable y financiero.

Referencias

Adams, R. B., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance. *The Review of Financial Studies*, 1403–1432. <http://doi.org/10.1093/rfs/hhi030>

Becchetti, L., Ciciretti, R., & Hasan, I. (2015). Corporate social responsibility, stakeholder risk, and idiosyncratic volatility. *Journal of Corporate Finance*, 35, 297–309. <http://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.09.007>

Blazenko, G. W. . (1987). Managerial Preference, Asymmetric Information, and Financial Structure. *The Journal of Finance*, 42(4), 839–862.

Bouslah, K., Kryzanowski, L., & Zali, B. M. (2012). The impact of the dimensions of social performance on firm risk. *Journal of Banking and Finance*, 37(4), 1258–1273. <http://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.12.004>

Cellier, A., & Chollet, P. (2016). The effects of social ratings on firm value. *Research in International Business and Finance*, 36(0), 656–683. <http://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.05.001>

Chun, J. S., Shin, Y., Choi, J. N., & Kim, M. S. (2011). How Does Corporate Ethics Contribute to Firm Financial Performance? The Mediating Role of Collective Organizational Commitment and Organizational Citizenship Behavior. *Journal of Management*, 39(4), 853–877. <http://doi.org/10.1177/0149206311419662>



del Mar Alonso-Almeida, M., del Pilar Rodríguez García, Martha Cortez Alejandro, K. A., & Abreu Quintero, J. L. (2012). La responsabilidad social corporativa y el desempeño financiero: un análisis en empresas mexicanas que cotizan en la bolsa. *Contaduría Y Administración*, 57(1), 53–77.

Deng, X., Kang, J., & Low, B. S. (2013). Corporate Social Responsibility and Stakeholder Value Maximization: Evidence from Mergers Corporate Social Responsibility and Stakeholder Value Maximization : Evidence from Mergers. *Journal of Financial Economics*, (March).

Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure , Liquidity , and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, XLVI(4), 1325–1359.

Easley, D., & Hara, M. O. (2004). Information and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, LIX(4), 1553–1583.

Fatemi, A., Fooladi, I., & Tehranian, H. (2015). Valuation effects of corporate social responsibility. *Journal of Banking & Finance*, 59, 182–192. <http://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.04.028>

Friedman, M. (1962). *Capitalism and Freedom* (The Univer). Chicago.

Ghoul, S. El, Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35, 2388–2406.

González Tous, M., & Mattar V, S. (2011). Las claves de las palabras clave en los artículos científicos The keys of the key words in scientific articles. *MVZ Córdoba*, 17(2), 2955–2956.

Kim, A. (2014). The value of firms' voluntary commitment to improve transparency: The case of special segments on Euronext. *Journal of Corporate Finance*, 25, 342–359. <http://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.12.012>

Kim, K., Kim, M., & Qian, C. (2015). Effects of Corporate Social Responsibility on Corporate Financial Performance : A Competitive-Action Perspective. *Journal of Management*, XX(X), 1–22. <http://doi.org/10.1177/0149206315602530>



Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk q. *Journal of Banking and Finance*, 43, 1–13. <http://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.02.013>

Laplume, A. O., & Litz, R. A. (2008). Stakeholder Theory : Reviewing a Theory That Moves Us † (Vol. 34). <http://doi.org/10.1177/0149206308324322>

Man, S. (2014). The association between sustainability reporting and the value Table of content, (10368795).

McWilliams, A., & Siegel, D. S. (2011). Creating and Capturing Value : Strategic Corporate Social Responsibility , Resource-Based Theory , and Sustainable Competitive Advantage. *Journal of Management*, 37(5), 1480–1495. <http://doi.org/10.1177/0149206310385696>

Ng, A. C., & Rezaee, Z. (2015). Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 34, 128–149. <http://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.08.003>

Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R. M., & Marshall, R. S. (2015). Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(4), 336–361. <http://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.04.004>

Porter, M., & Kramer, M. (2011). La creación de valor compartido. *Harvard Business Review América Latina*, Enero-febr, 3–18.

Schnackenberg, A. K., & Tomlinson, E. C. (2014). Organizational Transparency : A New Perspective on Managing Trust in Organization-Stakeholder Relationships. *Journal of Management*, XX(X), 1–27. <http://doi.org/10.1177/0149206314525202>

Wang, H., & Choi, J. (2010). A New Look at the Corporate Social – Financial Performance Relationship : The Moderating Roles of Temporal and

Interdomain Consistency in Corporate Social Performance. Journal of Management, 39(2), 416–441. <http://doi.org/10.1177/0149206310375850>

Zhang, J. H. (2013). Firms' Earnings Smoothing, Corporate Social Responsibilities, and Valuation Lei Gao. Journal of Corporate Finance.

