

Correa, D.; Hernández, D. (2017). Informes de sostenibilidad y su impacto en la creación de valor financiero de las empresas. *Contaduría Universidad de Antioquia*, 70, 43-60.

Informes de sostenibilidad y su impacto en la creación de valor financiero de las empresas

Diego Andrés Correa Mejía

Contador Público de la Universidad de Antioquia
Profesor de tiempo completo adscrito al Departamento de Ciencias Contables de la
Universidad de Antioquia
diegoa.correa@udea.edu.co

Dennys Paulina Hernández Serna

Contadora Pública de la Universidad de Antioquia
Docente de cátedra adscrita al Departamento de Ciencias Contables de la
Universidad de Antioquia
dpaulina.hernandez@udea.edu.co

Una primera versión de este trabajo fue presentada en el XXI Congreso Internacional de Contaduría, Administración e Informática, Universidad Autónoma de México, Ciudad de México. Del 5 al 7 de octubre de 2016.

Informes de sostenibilidad y su impacto en la creación de valor financiero de las empresas

Diego Andrés Correa Mejía y Dennys Paulina Hernández Serna

Resumen: *Los informes de sostenibilidad 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 estos informes 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.*

Sustainability reports and their impact on the creation of financial value of companies

Diego Andrés Correa Mejía and Dennys Paulina Hernández Serna

Abstract: *Sustainability reports allow companies to show their commitment to social issues, these revelations transcend the financial sphere, but they also have an impact on it, contributing to the fulfillment of the basic financial objective. Presently, there is a growing interest from both, business and academic fields, in studying the impact of these reports on different dimensions of the companies. In this study, a bibliographic analysis of twenty articles published in SJR journals chosen from an initial database that gathered ninety-one articles is carried out. It was found that from the analysis of different variables, most of the authors came to the conclusion that social, environmental and governance performance positively impacts on the fulfillment of the basic objective of the companies.*

Keywords: *Sustainability reports, company value, corporate social responsibility, corporate governance.*

Les rapports de durabilité et leur impact sur la création de la valeur financière des entreprises

Diego Andrés Correa Mejía et Dennys Paulina Hernández Serna

Résumé : *Les rapports de durabilité permettent aux entreprises de montrer leur engagement envers les questions sociales, ces révélations transcendent la sphère financière, mais ont aussi un impact sur elle, contribuant à la réalisation de l'objectif financier de base. Actuellement, les secteurs des entreprises et académique s'intéressent de plus en plus à l'étude des impacts de ces rapports sur les différentes dimensions des entreprises. Dans cette étude, on réalise une analyse bibliographique de vingt articles publiés dans des revues du SJR, choisis à partir d'une base de données initiale rassemblant quatre-vingt-onze articles; il a été constaté qu'à partir de l'analyse de différentes variables, la plupart des auteurs sont arrivés à la conclusion que les performances sociales, environnementales et de gouvernance ont un impact positif sur la réalisation de l'objectif fondamental des entreprises.*

Mots clés : *Rapports de développement durable, valeur de l'entreprise, responsabilité sociale des entreprises, gouvernance d'entreprise.*

Relatórios de sustentabilidade e seu impacto na criação de valor financeiro das empresas

Diego Andrés Correa Mejía e Dennys Paulina Hernández Serna

Resumo: *Os relatórios de sustentabilidade permitem que as empresas mostrem seu compromisso com as problemáticas sociais, essas revelações transcendem a esfera financeira, mas tem um impacto sobre ela, contribuindo para o cumprimento do objetivo financeiro básico. Atualmente, há um interesse crescente, tanto nos negócios quanto no âmbito acadêmico, em estudar os impactos desses relatórios nas diferentes dimensões das empresas. Neste estudo, é realizada uma análise bibliográfica de vinte artigos publicados em revistas do SJR escolhidas a partir de uma base de dados inicial que reuniu noventa e um artigos; verificou-se que, a partir da análise de diferentes variáveis, a maioria dos autores chegou à conclusão de que o desempenho social, ambiental e de governança repercute positivamente no cumprimento do objetivo básico das empresas.*

Palavras-chave: *relatórios de sustentabilidade, valor da empresa, responsabilidade social corporativa, governança corporativa.*

Informes de sostenibilidad y su impacto en la creación de valor financiero de las empresas

Diego Andrés Correa Mejía y Dennys Paulina Hernández Serna

Primera versión recibida en abril de 2017 - Versión final aceptada en mayo de 2017

I. Introducción

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), lo que ha significado un auge empresarial en el tema de los informes de sostenibilidad en los cuales las organizaciones dan a conocer a los usuarios de la información, no solo 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 sobre sus inversionistas y adicionalmente, sobre 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 solo 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, en 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; 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.

II. 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 para desarrollar en la operación de los 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 y que las empresas rindan cuenta también a sus *stakeholders*. 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 similares, que al promover disminuciones en los patrones de consumo, fuerzan a las empresas a tomar acciones de responsabilidad social y ambiental.

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 (Cellier & Chollet, 2016), 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 para 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, las compañías han estado publicando reportes no financieros junto con reportes financieros, porque los aspectos sociales y ambientales son cada vez más importantes. Las compañías ahora están más atentas a los impactos ambientales de sus operaciones (Man, 2014).

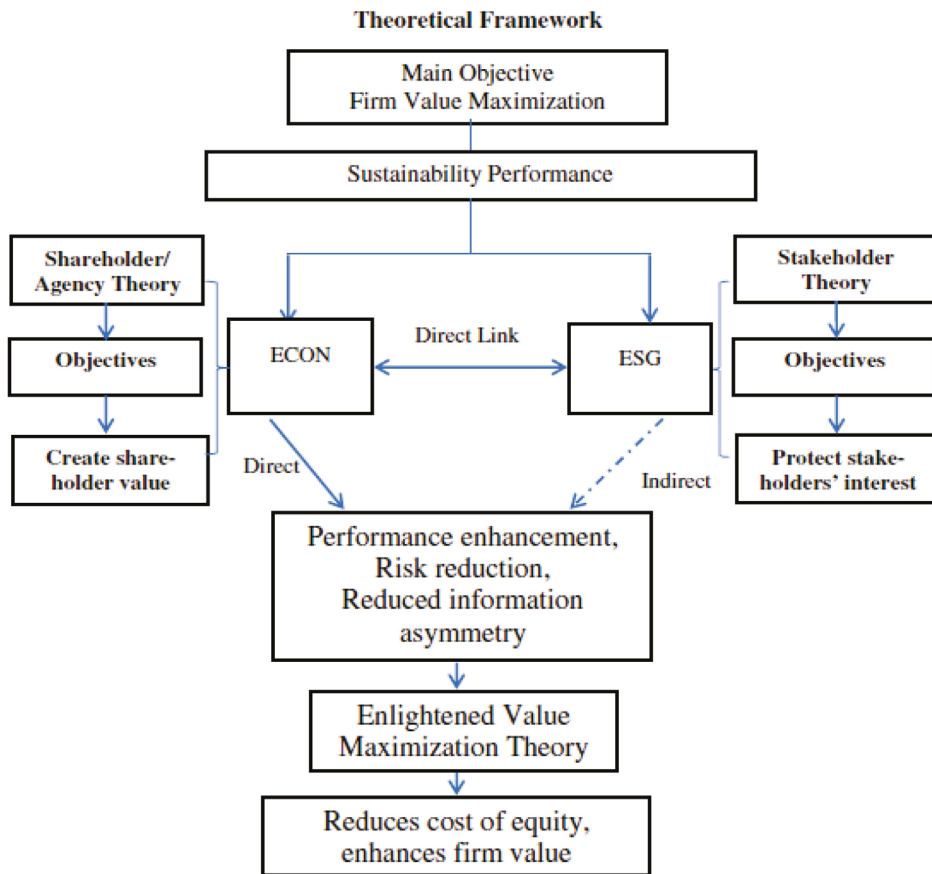
Se debe resaltar que las preocupaciones por revelar los impactos empresariales en aspectos sociales y ambientales, a pesar de que trascienden el ámbito financiero se realizan en muchos casos con el objetivo de impactar los resultados financieros, pues no se debe perder de vista que las empresas se encuentran 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 como se pondrá en evidencia posteriormente, cada vez hay más estudios que se ocupan de los informes de sostenibilidad y los impactos en las distintas dimensiones de las empresas, los reportes integrados, lo que ha llevado a que este tema sea emergente y prioritario no solo 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, y 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 incluye 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. 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.

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 empresas 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. Menos asimetría en la información reduce los costos de negociación y mejora la liquidez.

El hecho de 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.

Dado 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), 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 financiera 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).

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.

III. 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
<i>Journal of Finance</i>	Q1	3.508	1.384	Reino Unido
<i>Review of Financial Studies</i>	Q1	5.263	1.289	Reino Unido
<i>Journal of Financial Economics</i>	Q1	4.489	2.193	Holanda
<i>Journal of Management</i>	Q1	7.571	1.627	USA
<i>Journal of Banking and Finance</i>	Q1	13.374	1.764	Holanda
<i>Journal of Corporate Finance</i>	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, al tener en cuenta la mayor afinidad teórica y metodológica con que se desarrolla el impacto financiero de los informes de sostenibilidad. Los artículos se distribuyen de la siguiente manera:

Tabla 2. Cantidad de Artículos Analizados por Revista

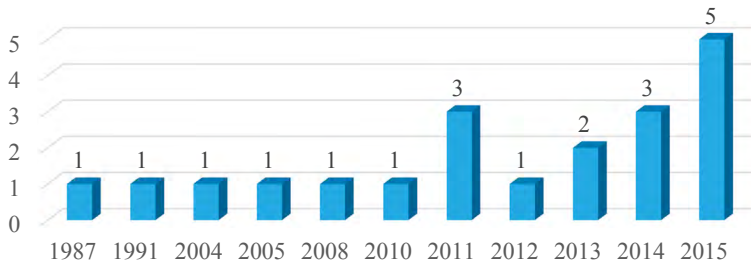
Revista	Cantidad de Artículos	Porcentaje
Journal of Banking & Finance	4	20%
Journal of Corporate Finance	3	15%
Journal of Financial Economics	2	10%
Journal of Management	6	30%
The Journal of finance	3	15%
The Review of Financial Studies	2	10%
Total Artículos Analizados	20	100%

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, donde se identifican las variables dependientes, independientes y de control utilizadas para realizar el estudio empírico.

Antes de entrar en el análisis de los aspectos mencionados se analiza la pertinencia que ha tenido el tema en estudio en el ámbito académico, ya que es un factor determinante a la hora de desarrollar una investigación. A continuación se muestra la cantidad de artículos relacionados con el tema de estudio que se han publicado y el respectivo año:

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 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 solo 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 (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), el Valor de la empresa y los *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 de 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 solo 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 solo 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 y, 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 mediano y largo plazo pueden ser mayores que los costos. Además, pueden tener una influencia positiva sobre el valor de la empresa, al mejorar 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. McWilliams & Siegel (2011) trabajan un enfoque similar, 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, que 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 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).

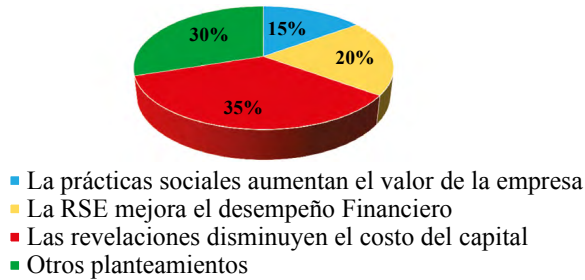
La transparencia juega un papel relevante para las empresas puesto que es un factor fundamental para la reducción de su costo de capital. La transparencia se compone de tres dimensiones específicas: la divulgación de información, la claridad y la precisión (Schnackenberg & Tomlinson, 2014). Al tener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

A continuación 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 de 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

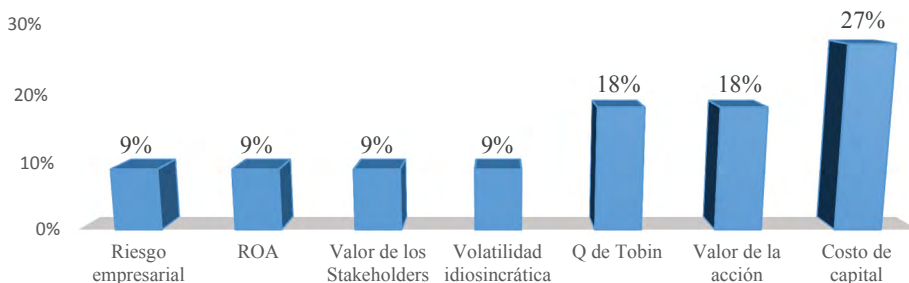


Fuente: Elaboración de los autores.

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, es preciso 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 trabajaron 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 la siguiente tabla.

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, que considera por medio de las variables de control las características particulares que puede tener la muestra elegida para llevar a cabo el estudio.

IV. Conclusiones

La elaboración de informes de sostenibilidad le han 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.

A partir del análisis bibliográfico de los veinte artículos publicados en las seis revistas de gran rigurosidad académica 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 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 Latinoamérica, 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 bibliográficas

- 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., Ciconte, 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*.