



Incidencia de los reportes de sostenibilidad y gobierno corporativo en el valor de las empresas.

Dennys Paulina Hernández Serna

dpaulina.hernandez@udea.edu.co

Diego Andrés Correa Mejía

diegoa.correa@udea.edu.co

Asesora

Dra. Belky Esperanza Gutiérrez Castañeda

belky.gutierrez@udea.edu.co

Trabajo de grado para obtener el título de:
Magíster en Finanzas

Universidad de Antioquia
Facultad de Ciencias Económicas
Maestría en Finanzas
Medellín
2018

Incidencia de los reportes de sostenibilidad y gobierno corporativo en el valor de las empresas¹

Resumen

Los informes de sostenibilidad le permiten a las empresas mostrar su compromiso social y ambiental, estas revelaciones trascienden el ámbito financiero, pero impactan en el mismo. El objetivo de este estudio es analizar la incidencia de la estructura del gobierno corporativo y los informes de sostenibilidad en el valor financiero de las empresas, nutriendo la discusión alrededor del tema, especialmente en zonas emergentes como Latinoamérica, donde los desarrollos teóricos relacionados son aún incipientes. La técnica empleada fue el panel de datos, con un total de 280 observaciones empresa-año. A partir de la revisión teórica y al contrastar las hipótesis planteadas en empresas colombianas y chilenas, se encontraron elementos para concluir que existe una relación positiva entre la presentación de informes de sostenibilidad y gobierno corporativo, y la generación de valor de las firmas.

Palabras clave: RSE estratégica, reportes de sostenibilidad, valor de las empresas, gobierno corporativo, transparencia.

Abstract

Sustainability reports allow companies to show their social and environmental commitment, these revelations transcend the financial sphere, but impact on it. The objective of this study is to analyze the impact of the corporate governance structure and sustainability reports on the financial value of companies, thus nourishing the discussion around the issue, especially in emerging areas such as Latin America, where the related theoretical developments are incipient. The technique used was the unbalanced data panel, with a total of 280 company-year observations. Based on the theoretical review and the hypothesis put forward in Colombian and Chilean companies, elements were found to conclude that there is a positive relationship between the presentation of sustainability reports and corporate governance reports, and the generation of value of the firms.

Keywords: Strategic CSR, Sustainability reports, companies' value, corporate governance, transparency.

¹ Esta investigación ha sido expuesta a modo de ponencia en los siguientes congresos internacionales:

- 1) XXI Congreso Internacional de Contaduría, Administración e Informática, realizado en la Universidad Autónoma de México (México) en los días 5, 6 y 7 de octubre de 2016. Título: Informes de sostenibilidad y su impacto en la creación de valor financiero de las empresas.
- 2) International Finance Conference 2017, realizado en la Universidad Técnico Federico Santa María (Chile) en los días 30, 31 de agosto, 1 y 2 de Septiembre de 2017. Título: Incidencia de los reportes de sostenibilidad en el valor de las empresas.

1 Introducción

Rendir cuentas sobre el desempeño empresarial es una práctica tan antigua como las sociedades mismas, los informes constituyen una herramienta del principal para supervisar las acciones de su agente, y asegurarse de que los intereses de este último, estén alineados con los suyos. La asimetría de información entre las dos partes es evidente, el agente está en el día a día de la gestión de la empresa (Herrera González, 2014); por su parte, el principal está al tanto del devenir de la entidad a través de informes, que en la mayoría de casos tienen una periodicidad anual. Es por esto que los requerimientos de información a revelar son cada vez mayores, a través de estándares financieros, pero también sociales y ambientales. La rendición de cuentas fortalece la confianza entre la organización y sus partes interesadas, la confianza a su vez, fortalece la credibilidad de los informes (GRI, 2016).

Durante los últimos años se ha optado por pasar de un enfoque de gestión basado únicamente en los shareholders, a un enfoque basado en los 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); esto 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 su desempeño, en términos de la triple línea de resultados, lo cual implica el reconocimiento de impactos y las respectivas acciones para enfrentarlos, que la organización ha adelantado en términos sociales, medioambientales y económicos (Gómez Villegas & Quintanilla, 2012). Los informes sirven para demostrar ante el mercado que el desempeño financiero no ha sido en detrimento de la sociedad y los distintos agentes de interés. La información disponible en los reportes de sostenibilidad permite que las partes interesadas internas y externas, formulen opiniones y tomen decisiones informadas sobre la contribución de una organización al objetivo del desarrollo sostenible (GRI, 2016).

Se presenta un cambio de paradigma en el gobierno corporativo puesto que se busca reconocer la relación que las compañías tienen con sus inversionistas y adicionalmente, con cualquier grupo o individuo identificable que pueda afectar o se vea afectado por el logro de los objetivos de una organización (Freeman & Reed, 1983). 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, de manera tal que el núcleo de este enfoque se sustente en que las empresas son organizaciones 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 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.

Con estos antecedentes se inició un trabajo de investigación cuyo objetivo es analizar la relación existente entre los informes de sostenibilidad y el valor financiero de las empresas. Para analizar los informes de sostenibilidad se tuvieron en cuenta particularidades como la extensión y aseguramiento del reporte; la transparencia empresarial se compone de tres dimensiones específicas: la divulgación de información, la claridad y la precisión (Schnackenberg & Tomlinson, 2014), si bien una mayor extensión no asegura calidad en el reporte, si da indicios de que hay una amplia divulgación de información; por otra parte se consideró el aseguramiento del reporte pues según el estudio realizado por Muller (2011), favorece la reputación de la firma y protege los intereses de los stakeholders.

También se analizaron variables relacionadas con el gobierno corporativo, como el período del CEO, y la composición del consejo de administración; los CEO con mayor tiempo en el cargo, cuentan con un conocimiento más completo de la firma y pueden tomar decisiones más acertadas, de acuerdo a su experiencia (Ghoul, Guedhami, Kwok, & Mishra, 2011); en relación al consejo de administración, Nekhili et al. (2017) y Bouslah et al. (2012) plantean que los miembros independientes aportan a la transparencia empresarial.

La revisión de la literatura más cercana, conexas a los temas de sostenibilidad, responsabilidad social empresarial, gobierno corporativo y valoración de empresas, genera aportes al presente estudio en dos vías, la primera de ellas proporciona los elementos necesarios para la formulación de las cinco hipótesis que se desarrollarán en el siguiente apartado; en segunda medida, permite evidenciar que los distintos desarrollos teóricos se han dado mayormente en economías desarrolladas, mientras que en países y zonas emergentes el análisis de estos temas es incipiente, esto lleva a considerar el contexto latinoamericano como especialmente interesante para llevar a cabo el objetivo de este estudio.

Para contrastar las hipótesis se eligieron empresas chilenas y colombianas debido a que ambos países hacen parte del Mercado Integrado Latinoamericano -MILA- y son los más semejantes en la cantidad de firmas que aportan al Down Jones Sustainability Index -DJSI-; luego de realizar las depuraciones necesarias, la muestra definitiva quedó conformada por 27 empresas colombianas y 20 empresas chilenas, cuyo desempeño financiero y no financiero fue analizado en el período 2010-2016, obteniendo un total de 280 observaciones empresa-año.

La metodología empleada fue el panel de datos, considerando la Q de Tobin como medida de los efectos esperados de la valoración, que existen en la relación entre los stakeholders y las empresas (Jiao, 2010), dicha variable se analizó en relación con las características del reporte de sostenibilidad y la estructura del gobierno corporativo.

Este estudio aporta evidencia sobre la incidencia de la estructura del gobierno corporativo y los reportes de sostenibilidad en el valor de las empresas, sin embargo, existen algunas limitaciones que abren la posibilidad a futuras investigaciones.

El desarrollo del trabajo se estructura de la siguiente forma: en el próximo apartado se desarrolla una breve revisión de la literatura y la formulación de hipótesis que posteriormente serán objeto de contraste. Seguidamente se describe el estudio empírico realizado, proceso de selección de muestra, principales estadísticos descriptivos, correlaciones de variables, y hallazgos; posteriormente, se realizan pruebas complementarias para asegurar la robustez de los resultados obtenidos. Finalmente, presentaremos las conclusiones, aportaciones y limitaciones del desarrollo del estudio.

2 Antecedentes teóricos y desarrollo de hipótesis.

2.1 Gobierno corporativo y valor de la firma

El gobierno corporativo es una herramienta que permite minimizar los problemas de agencia (Ammann, Oesch, & Schmid, 2011), y por ende afecta el valor de las firmas. El gobierno corporativo ha sido considerado en diversas investigaciones como un elemento representativo de transparencia empresarial (Scherer & Palazzo, 2011), que genera confianza en los inversionistas y en los demás stakeholders. Según Mishra & Mohanty (2014) las compañías con altos estándares de calidad en su gobierno corporativo, cuentan con una mejor credibilidad que les facilita la obtención de créditos

en instituciones financieras a un menor costo que las firmas que no cuentan con políticas de calidad en su gobierno corporativo. Un menor costo de la deuda conlleva a una reducción del costo de capital y por ende se aumenta el valor de las compañías (Ghoul et al., 2011).

Los inversionistas prefieren realizar sus inversiones en compañías con un bajo costo de capital ya que esto genera un mayor valor de las firmas y por ende un mayor precio de las acciones (Bhagat & Bolton, 2008). Por tanto, las acciones de las compañías que cuentan adecuadas políticas de gobierno serán más demandadas en el mercado (Akbar, Poletti-Hughes, El-Faitouri, & Shah, 2016) y por ende aumentarán su precio y la riqueza de los accionistas. Según Ghoul, Guedhami, Kwok, & Mishra (2011) un aumento en la demanda de las acciones puede conllevar a una disminución en el costo del patrimonio, lo que se traduce en un menor costo de capital y por tanto un aumento en el valor de la firma.

Estudios previos muestran que el gobierno corporativo sirve como mecanismo de control que beneficia los intereses de los accionistas y por ende mejora el valor de la empresa (Chauhan, Lakshmi, & Dey, 2016). Abdallah & Ismail (2017) en el estudio realizado con 581 empresas listadas en la bolsa de los países pertenecientes al consejo de cooperación para los Estados árabes del golfo, encontraron una relación positiva entre la prácticas del gobierno corporativo y el desempeño corporativo. Los resultados encontrados por Ducassy & Guyot (2017) muestran que las compañías con mejores estándares de gobierno corporativo generan mayores retornos de la inversión, mayores Q de Tobin y mejores indicadores financieros que aquella firmas que cuentan con bajos estándares de gobernanza.

Diversos aspectos de gobierno corporativo han sido utilizados en estudios previos para evaluar la relación con el valor de las firmas. Los investigadores utilizan diferentes índices relacionados con los consejos de administración y características del CEO como medidas que sirven para medir la calidad del gobierno corporativo de las firmas (Abdallah & Ismail, 2017). Según Mashayekhi & Bazaz (2008) el consejo de administración es el mecanismo de control interno más efectivo que permite monitorear el accionar de los administradores. No obstante, el consejo de administración debe ser independiente del CEO con el fin de que no se presente una dualidad que impida a los miembros realizar los controles correspondientes a la administración (Cusumano, Kahl, & Suarez, 2008).

A través del consejo de administración las empresas buscan garantizar a los accionistas procesos transparentes que vayan acordes a sus intereses (Ducassy & Guyot, 2017). Sin embargo, para que los intereses de los accionistas se encuentren respaldados por el consejo de administración, una de las prácticas de gobierno corporativo más implementada por las firmas es incluir dentro del consejo miembros independientes (Fuzi, Halim, & Julizaerma, 2016). Un consejo de administración que cuente con participación de miembros independientes puede proteger los intereses de los accionistas y aumentar el valor de la compañía ya que además de controlar las actuaciones gerenciales, también puede asesorar en el diseño y ejecución de la estrategia corporativa (Li, Lu, Mittoo, & Zhang, 2015).

En el estudio realizado por Liu, Miletkov, Wei, & Yang (2015) se encuentra que existe una relación positiva entre la participación de miembros independientes al interior de los consejos de administración y el ROE. Debido a las posturas mencionadas anteriormente, se propone la siguiente hipótesis:

H1: La cantidad de miembros independientes dentro del consejo de administración generan valor para las firmas.

La separación de funciones del CEO y la junta directiva es un indicador de buen gobierno corporativo que genera transparencia y confianza ante los inversionistas. El CEO desempeña el rol principal en la administración empresarial y en el adecuado desarrollo operativo de los negocios (Waelchli & Zeller, 2013). Las características del CEO también han sido objeto de estudio ya que según Amran, Yusof, Ishak, & Aripin (2014) las particularidades que puede tener el CEO como la edad, el género o el tiempo que lleva ocupando el cargo dentro de la firma influyen en su valor.

Dentro de los aspectos más importantes que puede contar un CEO es la experiencia. Cline & Yore (2016) señalan que la experiencia en el cargo es un elemento clave que incide de forma directa y positiva sobre el valor de la firma, ya que los CEO que ocupan durante más años el mismo cargo dentro de una compañía adquieren una experiencia específica sobre la firma que les permite tomar decisiones financieras y operativas más acertadas (Hamori & Burak, 2015). La experiencia del CEO se convierte en un activo intransferible que lo caracteriza y le genera la capacidad de tomar decisiones óptimas para las empresas (Laplume & Litz, 2008). Serfling (2014) encuentra una relación negativa entre la experiencia del CEO y la volatilidad en el valor de la firma ya que las políticas de inversión que mantienen los CEO's con mayor experiencia diversifican el riesgo y buscan minimizarlo, estabilizando en gran medida los flujos de caja. En el estudio realizado por Cusumano et al. (2008) en el que analizaron 352 observaciones empresa-año de la base de datos corporativa que incluye firmas del S&P 1500 encontraron que la experiencia es un factor diferenciador de los CEO's que tiene una relación positiva con el desempeño financiero. Con base en los estudios previos, se establece H2:

H2: La experiencia del CEO influye positivamente en el valor de la firma.

La composición del consejo es un elemento considerado objeto de estudio para determinar la calidad del gobierno corporativo. Algunos autores han estudiado esta composición diferenciando los miembros dependientes y los independientes (Liu et al., 2015), otros estudios se han concentrado en la participación de miembros extranjeros dentro de la junta como medida de transparencia del gobierno corporativo (Giacalone & Thompson, 2006). De igual manera, la composición del consejo por género ha sido objeto de estudio por diferentes autores que pretenden medir la calidad del gobierno corporativo a través de la igualdad (Manuel, Lara, García, Mora, & Scapin, 2017).

La relación entre la diversidad en la composición del consejo y el valor de las firmas ha sido estudiada en diversas investigaciones que no han llegado a un consenso sobre la relación que tiene la participación de la mujer en los mandos decisivos de las compañías (Rose, 2007). Lückerath-Rovers (2013) señala que la presencia de las mujeres dentro del consejo puede mejorar el desempeño financiero ya que los equipos con mayor diversidad pueden considerar un mayor rango de perspectivas y por tanto, tomar mejores decisiones. No obstante, Adams & Ferreira (2009) encontraron que la participación de la mujer en los cargos directivos de la compañía tiene un efecto negativo sobre el valor de la firma que atribuyen principalmente al excesivo control que imponen las mujeres sobre los procesos. Lo anterior es consistente en lo encontrado en el estudio de Triana, Miller, & Trzebiatowski (2014), donde afirman que la diversidad de género en los consejos de administración es un arma de doble filo, ya que puede impulsar o impedir los cambios estratégicos en función del desempeño de la empresa y el poder de las mujeres directoras. En el análisis de 4785 observaciones empresa-año realizada por Manuel et al. (2017) durante los años 2003-2012, se demostró que las mujeres en posición de liderazgo al interior de las compañías son propensas a

tomar riesgos al igual que sus colegas masculinos, por lo cual se presenta un impacto negativo para el valor de las firmas. Siguiendo las posturas analizadas, se plantea la hipótesis 3:

H3: Las mujeres que se encuentran dentro del consejo de administración tienen un efecto negativo para el valor de las firmas.

2.2 Efectos de los reportes de sostenibilidad en el valor de la firma

Los reportes de sostenibilidad se han convertido en el medio principal de las compañías para revelar información no financiera que está ligada principalmente a aspectos sociales, ambientales y económicos (Dissanayake, Tilt, & Xydias-Lobo, 2016), ya que los reportes de este tipo le permiten a las firmas dar cuenta de sus actuaciones y la satisfacción de las expectativas de sus stakeholders (Thijssens, Bollen, & Hassink, 2014). Como lo señala Man (2014) los reportes de sostenibilidad representan una estrategia que puede entenderse en dos sentidos: como una herramienta de los grupos interesados en monitorear el desempeño de una organización a nivel económico, social y ambiental (Cellier & Chollet, 2016); pero también, como una herramienta de las empresas, no solo para responder a las necesidades informativas de sus grupos de interés, sino para buscar ampliarlos, atrayendo mayor clientela, o nuevos inversionistas.

Los reportes se han convertido en un mecanismo de creación de valor (Ng & Rezaee, 2015), toda vez que por medio de estos se reduce la brecha entre los inversionistas y la compañía debido a que normalmente los inversores no juegan un papel activo en la gestión empresarial. Debido a los efectos que pueden derivar de la información no financiera revelada a través de los reportes, autores como H. Cho, Michelon, M. Patten, & W. Roberts (2014) han establecido la importancia de someter los reportes de sostenibilidad a una verificación externa e independiente que asegure que la información revelada sea verídica. La verificación independiente de los informes de sostenibilidad reduce la asimetría de información y mejora la confianza tanto de los inversionistas como de los stakeholders (Braam & Peeters, 2017). De esta manera, se plantea la hipótesis 4:

H4: Los reportes asegurados tienen un efecto positivo en el valor de las firmas.

Kim, A. (2014) señala que 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, mejora la liquidez y disminuye la percepción de riesgo, haciendo que el costo de capital tienda a disminuir (Plumlee, Brown, Hayes, & Marshall, 2015).

La extensión del reporte de sostenibilidad ha sido utilizado como referente en diferentes investigaciones (Gallego Álvarez, García Sánchez, & Rodríguez Domínguez, 2009), en las que se ha concluido que una mayor extensión en el reporte implica en la mayor parte de las veces, mayor cantidad de información revelada y por ende una considerable reducción de la asimetría de información. Si bien la extensión del reporte no garantiza que la calidad del mismo sea la más alta, existen mayores probabilidades de que los reportes con mayores dimensiones abarquen más temas que pueden ser de interés para sus accionistas y para sus stakeholders (Bachoo, Tan, & Wilson, 2013).

H5: La extensión del reporte de sostenibilidad tiene un efecto positivo en el valor de las empresas.

3 Metodología

3.1 Muestra

Las empresas elegidas para realizar el contraste de las hipótesis, fueron seleccionadas de los países de Chile y de Colombia. Se consideraron las empresas de estos dos países por dos razones principales: primero, debido a que ambos son miembros del Mercado Integrado Latinoamericano – MILA- con economías emergentes, y en los cuales el análisis sobre los efectos de los informes de sostenibilidad aún son incipientes (Crisóstomo, Freire, & Vasconcellos, 2013); en segundo lugar, Chile y Colombia son los países con mayor homogeneidad en cantidad de empresas que se encuentran en el Down Jones Sustainability Index –DJSI- como se muestra en la base de datos publicada por Robecosam (2017):

Tabla 1 DJSI Eligible Universe 2016

País	DJSI World	Frecuencia	DJSI Emerging Market		Total	Frecuencia
			Frecuencia	Frecuencia		
Chile	9	26.5%	23	29.9%	32	28.8%
Colombia	9	26.5%	17	22.1%	26	23.5%
México	14	41.2%	32	41.6%	46	41.4%
Perú	2	5.9%	5	6.5%	7	6.3%
Total	34	100%	77	100%	112	100%

De las empresas en 2016 inscritas en la categoría World, las empresas de los países en estudio conforman el 52.9% del total de la categoría. En tanto las empresas de Chile y Colombia representan el 51.9% de la categoría Emerging Markets.

Considerando las dos razones principales, se consultó la base de datos de las empresas que han reportado el Global Reporting Initiative -GRI- entre el período 2010 al 2016 y que se encuentran en la categoría de listadas en el mercado de valores. Inicialmente, se encontraron 76 empresas de Chile y de Colombia que han reportado por lo menos una vez el GRI entre el periodo estudiado. Al verificar los informes de sostenibilidad presentados y la información financiera reportada, se evidenció que en algunos casos el reporte había dejado de ser público y en otros las empresas no reportaban información financiera; lo que hizo que se excluyeran 29 firmas de la muestra. La muestra definitiva está compuesta por 47 empresas que aportan 280 observaciones empresa-año, de las cuales 27 son empresas que operan en el territorio colombiano y 20 empresas operan en el territorio chileno.

Tabla 2 Composición de la muestra por observaciones según el año y el país

Año	Observaciones Colombia		Observaciones Chile		Observaciones totales	
	Frecuencia	Frecuencia	Frecuencia	Frecuencia	Frecuencia	Frecuencia
2010	14	9%	16	14%	30	11%
2011	19	12%	15	13%	34	12%
2012	26	16%	19	16%	45	16%

Año	Observaciones Colombia	Frecuencia	Observaciones Chile	Frecuencia	Observaciones totales	Frecuencia
2013	25	15%	18	15%	43	15%
2014	26	16%	19	16%	45	16%
2015	26	16%	15	13%	41	15%
2016	26	16%	16	14%	42	15%
Total	162	100%	118	100%	280	100%

Las empresas que componen la muestra se encuentran distribuidas en 11 sectores según la clasificación utilizada por el GRI, lo que permite contar con representación de diversos frentes económicos y que los resultados se puedan generalizar. La tabla 3 muestra la composición de la muestra por sector económico.

Tabla 3 Composición de la muestra por sector económico

Sector	Cantidad de Empresas	Frecuencia	Observaciones empresa-año	Frecuencia
Aeronáutico	2	4%	11	4%
Servicios financieros	12	26%	77	28%
Comercial	2	4%	12	4%
Energía	10	21%	55	20%
Cementero	2	4%	14	5%
Construcción	1	2%	7	3%
Minería	7	15%	34	12%
Industrial	5	11%	29	10%
Telecomunicaciones	1	2%	7	3%
Alimentos	4	9%	27	10%
Entretenimiento	1	2%	7	3%
Total	47	100%	280	100%

Los datos financieros de las empresas que componen la muestra, se obtuvieron a través de la información reportada en la base de datos de Bloomberg. Por otro lado, la información sobre los informes de sostenibilidad se obtuvo directamente de los reportes publicados en las páginas web corporativas, toda vez que no existe una base de datos que suministre información detallada sobre los informes de sostenibilidad. Finalmente, la muestra se encuentra compuesta por un panel desbalanceado, que incluye 280 observaciones empresa-año.

3.2 Variables

3.2.1 Variable dependiente

La variable dependiente fue obtenida de la información financiera publicada en Bloomberg. Para el desarrollo del estudio se utilizó como medición de valor la Q de Tobin, ya que es el indicador que compara el valor de mercado con el valor en libros (K. Kim, Kim, & Qian, 2015). Esta variable permite obtener el potencial de crecimiento de una empresa y la sostenibilidad de sus resultados, de tal manera que puede ser una medida de valor de las empresas. La Q de Tobin, permite medir los

efectos esperados de la valoración, que existen en la relación entre los stakeholders y las empresas (Jiao, 2010). Este indicador es usualmente utilizado en el estudio de la relación del valor de las empresas y los informes de sostenibilidad de acuerdo a lo estudiado por Black, Love, & Rachinsky (2006) y Jiao (2010).

3.2.2 Variables independientes

Las variables independientes fueron obtenidas por medio de los reportes de sostenibilidad que las empresas han emitido durante el período 2010 al 2016. El análisis del GRI se enfocó principalmente en variables de gobierno corporativo y características del reporte de sostenibilidad, siguiendo lo establecido en Bouslah, Kryzanowski, & Zali (2012), Manuel, Lara, García, Mora, & Scapin (2017) y Plumlee, Brown, Hayes, & Marshall (2015).

El informe de sostenibilidad se considera en gran medida el principal elemento (Nekhili et al., 2017) de difusión de las acciones de RSE fuera de la empresa. El análisis de los informes de sostenibilidad permite recopilar datos de series de tiempo que faciliten la elaboración de investigaciones longitudinales (Bansal, 2005) en diferentes compañías. El uso de los lineamientos del GRI permite contar con un mayor nivel de armonización entre los informes a nivel internacional (Fuente, García-Sánchez, & Lozano, 2017) y se facilitan los procesos de comparación a nivel global. El reporte que se hace de los indicadores bajo la metodología dispuesta por el GRI, además de generar datos históricos, permite tener comparabilidad entre empresas lo que incrementa la utilidad de esta información ya que se cuentan con información combinada de datos de series de tiempo y de corte transversal que permiten procesar la información a través de datos de panel.

Los miembros independientes, como lo señalan Nekhili et al. (2017) y Bouslah et al. (2012) contribuyen de manera positiva a mejorar el nivel de los reportes de sostenibilidad y por ende aportan a la transparencia empresarial. Se espera que la relación entre la cantidad de miembros independientes y el valor de las empresas sea positiva. De acuerdo a lo analizado por Manuel et al. (2017) las mujeres en posición de liderazgo tienen una mayor preferencia por el riesgo que sus colegas masculinos, este hallazgo es coherente por lo encontrado por Adams y Rangunathan (2015), quienes muestran que, condicionadas a estar en el sector financiero, las mujeres no son más aversas al riesgo que los hombres, lo que puede implicar una relación negativa entre la cantidad de mujeres que conforman el consejo de administración y el valor de la firma.

El periodo que el CEO permanece en el cargo según lo encontrado por Laplume & Litz (2008) y Adams, Almeida, & Ferreira (2005) tiene una incidencia positiva en el valor de las empresas, en la medida en que los CEO que cuentan con mayor tiempo en el cargo, cuentan con un conocimiento más completo de la firma y pueden tomar decisiones más acertadas, de acuerdo a su experiencia (Ghoul et al., 2011).

El aseguramiento del reporte según el estudio realizado por Muller (2011) tiene un efecto positivo en el valor de las empresas, en la medida en que este aspecto favorece la reputación de la firma y protege los intereses de los stakeholders. Por último, la extensión que tiene el reporte de sostenibilidad es un factor que sirve como medida de divulgación de la información (Gallego Álvarez et al., 2009) ya que por lo general, a mayor cantidad de páginas, mayor será la información otorgada en el informe de sostenibilidad, lo cual reduce la asimetría de información (Ng & Rezaee, 2015) y por ende el costo de capital.

3.2.3 Variables de control

Estas variables se obtuvieron de la información financiera reportada por las empresas a través de los estados financieros. Además de las principales variables explicativas y la variable dependiente,

se podría esperar que el tamaño de la empresa y el nivel del endeudamiento influyan en el desempeño social y en el valor financiero de las empresas (Jin & Jorion, 2006; Wang & Choi, 2010), por lo tanto, se incluyeron en las regresiones como variables de control. Debido a la heterogeneidad que presentan los datos para medir el tamaño de la empresa y teniendo en cuenta los estudios realizados por Black et al. (2006), Plumlee et al. (2015) y Balasubramanian, Black, & Khanna (2010) se utilizó el logaritmo natural de los activos como una medida de tamaño de la empresa. Otra medida de control que propone del Mar Alonso-Almeida, del Pilar Rodríguez García, Martha Cortez Alejandro, & Abreu Quintero (2012) es la capacidad de pago, medida a través del nivel del endeudamiento (Michelon, Pilonato, & Ricceri, 2015) ya que este factor puede tener una incidencia en las acciones de responsabilidad social.

Tabla 4 Variables

Variable	Abreviatura	Medición	Autor	Relación Esperada
Q de Tobin	QTOBIN	$\frac{\text{Valor de mercado}}{\text{Valor en libros}}$	(K. Kim et al., 2015)	NA
Consejeros Independientes	CI	Cantidad de miembros del consejo que cuentan con la condición de independiente.	(Bouslah et al., 2012)	(+)
Mujeres en el Consejo	MC	Cantidad de mujeres en el consejo de administración.	(Manuel et al., 2017)	(-)
Periodo del CEO	PCEO	Cantidad de años que lleva el CEO en la compañía.	(Reguera-alvarado & Bravo, 2017)	(+)
Reporte Asegurado	RA	0: El reporte de sostenibilidad no está asegurado. 1: El reporte de sostenibilidad está asegurado.	(Muller, 2011)	(+)
Páginas del informe de sostenibilidad	PIS	Cantidad de páginas del informe de sostenibilidad.	(Gallego Álvarez et al., 2009)	(+)
Tamaño	T	Logaritmo natural del total de los activos.	(Plumlee et al., 2015)	(+)
Nivel del endeudamiento	NE	Total pasivo dividido entre el total activo.	(Michelon et al., 2015)	$\neq 0$

Es importante señalar que la normatividad base para la presentación de Estados Financieros para empresas colombianas cambió a NIIF en el 2015, el efecto de la transición se consideró no material en este análisis, dado que las variables en su mayoría son obtenidas de los informes de sostenibilidad y gobierno corporativo, aquellas que se toman de los estados financieros son variables de control.

3.3 Modelo

Se aplicó un panel de datos considerando la Q de Tobin en función de las variables independientes y de control descritas anteriormente. El modelo propuesto para contrastar las hipótesis es el siguiente:

$$QTOBIN_{it} = \beta_0 + \beta_1 CI_{it} + \beta_2 MC_{it} + \beta_3 PCEO_{it} + \beta_4 RA_{it} + \beta_5 PIS_{it} + \beta_6 NE_{it} + \beta_7 T_{it} + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

Donde *i* indica la empresa, *t* indica el año; QTOBIN es la medida de valor financiero empresarial. CI, MC, PCEO, RA, PIS, variables independientes que se reportan a través de los informes de sostenibilidad, NE, T, variables de control que permiten considerar factores que tienen alto potencial en la explicación de la QTOBIN y $\varepsilon_{it+1} \sim \text{i.i.d.N}(0, \sigma^2)$. En el modelo se usan coeficientes $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_7$ para identificar el efecto de cada variable sobre la QTOBIN. Los datos se usaron para estimar un modelo de datos de panel con múltiples observaciones de firmas en múltiples años (K. Kim et al., 2015).

4 Resultados

Inicialmente se presenta el resumen de las estadísticas descriptivas de las variables utilizadas en el modelo propuesto, seguido de la matriz de correlación en la que se muestran los coeficientes de correlación entre las variables con su respectivo nivel de significancia. Luego se realiza un análisis multivariado a través del panel de datos propuesto en el modelo, en el cual encuentran variables de gobierno corporativo y de reportes de sostenibilidad. La tabla 5 presenta el resumen estadístico de las variables abordadas en este trabajo.

Tabla 5 Estadísticas descriptivas

	Variable	Media	Desviación estándar	Min.	Max.
Dependiente	QTOBIN	1.2504	0.6169	0	4.8953
Independientes	CI	3.5893	2.0265	0	9
	MC	0.6357	0.7304	0	3
	PCEO	7.4304	6.5666	0.0833	23
	PIS	68.2929	46.0313	0	148
Control	NE	0.5725	0.2178	0.1223	0.9527
	T	8.5891	1.8591	3.9896	14.3777

En cuanto al aseguramiento del reporte, de las 280 observaciones empresa-año consideradas en el desarrollo del estudio cerca del 33% aseguran los reportes, es decir, del total de los reportes analizados durante los años comprendidos entre 2010-2016, sólo 93 se encuentran asegurados.

Previo al análisis multivariado, se verificaron las correlaciones existentes entre las diferentes variables, encontrando que existe una correlación estadísticamente significativa y positiva entre los miembros independientes del consejo con la Q de Tobin y la cantidad de páginas del reporte de sostenibilidad con la Q de Tobin. Por otro lado, existe una correlación estadísticamente significativa y negativa entre la cantidad de mujeres en el consejo de administración con la Q de Tobin y el nivel de endeudamiento con la Q de Tobin. La tabla 6 muestra las correlaciones existentes entre las variables estudiadas con su respectivo nivel de significancia.

Tabla 6 Matriz de correlación

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
(1)QTOBIN	1							
(2)CI	0.2900***	1						
(3)MC	-0.1708**	0.1020.	1					
(4)PCEO	0.0993.	0.0299	-0.1287*	1				
(5)RA	0.0777	0.0232	0.0403	-0.1371*	1			
(6)PIS	0.1230*	-0.1962***	-0.2371***	0.2104***	-0.1317*	1		
(7)NE	-0.2207***	0.1202*	-0.0741	0.2131***	0.0403	0.0835	1	
(8)T	-0.0910	-0.0979	-0.0660	-0.0488	0.1835**	0.0264	0.5414***	1

Códigos de significancia: ***p<0.001, **p<0.01, *p<0.05, .p<0.1

La tabla 7 presenta los resultados de la regresión a través de datos de panel, donde se logran observar los efectos que tienen las variables de los reportes de sostenibilidad en el valor de las firmas colombianas y chilenas. Consistente con la literatura existente (Bhagat & Bolton, 2008; Nekhili et al., 2017) la cantidad de miembros independientes dentro del consejo de administración, tiene un efecto positivo sobre la Q de Tobin ($\beta = 0.0656$, $p < 0.001$).

Tabla 7 Resultados Panel 1

Variable	Total muestra		Chile		Colombia	
	Coef.	Pr(> t)	Coef.	Pr(> t)	Coef.	Pr(> t)
(Intercept)	1.3620***	0.000	1.3427**	0.007	0.9334**	0.009
CI	0.0656***	0.001	0.034	0.180	0.1241***	0.000
MC	-0.1287*	0.013	-0.062	0.485	-0.1292*	0.044
PCEO	0.0098.	0.077	0.0204*	0.016	0.012	0.140
RA	0.048	0.543	0.114	0.418	0.069	0.486
PIS	0.0016*	0.014	0.0018.	0.098	0.0015.	0.071
T	0.030	0.353	0.003	0.952	0.053	0.190
NE	-1.2689***	0.000	-0.653	0.259	-1.4598***	0.000
R-Squared:	0.156		0.1351		0.2231	
Adj. R-Squared:	0.1343		0.08		0.1878	
F-statistic:	7.1791		2.45266		6.31806	
p-value:	6.89E-08		2.24E-02		1.57E-06	

Códigos de significancia: *** $p < 0.001$, ** $p < 0.01$, * $p < 0.05$, . $p < 0.1$

Los miembros independientes en las firmas son considerados sinónimo de transparencia en la gestión empresarial (Sáenz González & García-Meca, 2014), y promueven la supervisión de la administración de tal manera que generan valor para las organizaciones (B. Adams, Ferreira, & Ee, 2007). Con los resultados obtenidos se corrobora lo establecido en H1 y se acepta que una mayor cantidad de miembros independientes dentro del consejo de administración aportan positivamente a la generación de valor en las firmas. Para el caso colombiano, se nota una relación positiva entre la cantidad de consejeros independientes y la Q de Tobin ($\beta = 0.1241$, $p < 0.001$), mientras que en las empresas chilenas estudiadas no se observa una relación significativa entre estas dos variables. No obstante, a nivel de la muestra total se presenta el impacto positivo que tienen los consejeros independientes en la Q de Tobin.

De acuerdo con lo establecido por Manuel et al. (2017), a pesar de que la participación de la mujer en las posiciones de liderazgo en las firmas contribuye positivamente en la calidad de los reportes empresariales, se ha encontrado que las mujeres que participan en decisiones de la alta gerencia no tienen una aversión del riesgo en comparación con los colegas masculinos, lo cual tiene efectos negativos para el valor de las empresas. Los resultados obtenidos en el panel 1, son consistentes con lo establecido por Chen, Leung, & Goergen (2017) donde se encuentra una relación negativa entre las cantidad de mujeres que participan en el consejo de administración de las firmas con la Q de Tobin ($\beta = -0.1287$, $p < 0.05$), confirmando lo establecido en H3. De igual manera, según Ahern & Amy K. Dittmar (2012), esta relación se debe principalmente a que las mujeres tienen mayor probabilidad de aumentar los costos de operación debido a que son más altruistas que sus colegas masculinos.

Para el total de la muestra, el tiempo que lleva en el cargo el CEO en la compañía tiene un efecto positivo en la Q de Tobin ($\beta = 0.0098$, $p < 0.1$) corroborando lo establecido en H2. A través del panel 1 se muestra que la experiencia del CEO tiene un impacto positivo para el valor de la firma (BRAGAW & MISANGYI, 2017) ya que tienen una mayor probabilidad de tomar decisiones que generen valor para las firmas (Ghoul et al., 2011). En las empresas chilenas se observa que existe una relación positiva y estadísticamente significativa entre el periodo que el CEO ha ocupado el cargo dentro de la firma con la Q de Tobin ($\beta = 0.0204$, $p < 0.05$), sin embargo, para las empresas colombianas no se presenta una relación significativa entre el periodo que tiene el CEO en el cargo con la Q de Tobin.

A pesar de que el aseguramiento del reporte tiene un coeficiente positivo que indica un impacto positivo en la Q de Tobin, no se puede asegurar que existe esta relación ya que la relación encontrada no es estadísticamente significativa ($\beta = 0.048$, $p > 0.1$). Tanto las empresas colombianas ($\beta = 0.069$, $p > 0.1$) como las empresas chilenas ($\beta = 0.114$, $p > 0.1$) tienen un coeficiente positivo con p-values que no permiten concluir que esta relación exista con un nivel de confianza aceptable. Debido a los resultados obtenidos, no se corrobora lo establecido en H4 y no se puede concluir que el aseguramiento de los reportes de sostenibilidad genera un efecto positivo sobre la Q de Tobin. Tanto en el contexto colombiano como en el chileno se observa una tendencia generalizada de las empresas por no asegurar sus reportes de sostenibilidad ya que sólo el 33% de los reportes analizados se encuentran asegurados; esto hace que los stakeholders no fundamenten sus decisiones con base en lo establecido con una opinión externa sobre los reportes y por ende esta variable no afecte el valor de las empresas, siendo consistente con el resultado encontrado en (H. Cho, Michelin, M. Patten, & W. Roberts (2014).

La cantidad de páginas que tiene el reporte de sostenibilidad tiene un efecto positivo sobre la Q de Tobin tanto para empresas colombianas ($\beta = 0.0015$, $p < 0.1$) como para las empresas chilenas ($\beta = 0.0018$, $p < 0.1$). La cantidad de páginas que tiene el reporte de sostenibilidad está directamente relacionado con la cantidad de información no financiera que las firmas reportan, lo cual contribuye a la reducción de la asimetría de información (Cellier & Chollet, 2016) y por ende reduce el costo de capital de las firmas (Bhagat & Bolton, 2008). Con los resultados obtenidos para el total de la muestra se corrobora lo establecido en H5 ya que la extensión del reporte de sostenibilidad genera un impacto positivo sobre la Q de Tobin ($\beta = 0.0016$, $p < 0.05$). Con los resultados se muestra que la cantidad de páginas genera mayor información para los agentes de interés, aumentando la transparencia empresarial y por ende se mejora el valor de las firmas, así se corrobora lo expuesto por Gallego Álvarez et al. (2009).

Para las variables de control, se observa que el tamaño medido como el logaritmo natural de los activos totales de las empresas, cuenta con un coeficiente positivo para el total de la muestra, más no tiene un impacto estadísticamente significativo sobre la Q de Tobin ($\beta = 0.030$, $p > 0.1$) (Ahern & Amy K. Dittmar, 2012). Por otra parte, se presenta un impacto negativo entre el nivel de endeudamiento de las firmas y la Q de Tobin ($\beta = -1.2689$, $p < 0.001$) ya que niveles excesivos de endeudamiento representan riesgos financieros para las firmas y por ende reducen su valor (Nekhili et al., 2017).

En resumen, basado en la significancia de la Q de Tobin se encuentra que la cantidad de miembros independientes dentro del consejo de administración, la cantidad de años que lleva el CEO ocupando el puesto en la empresa y la cantidad de páginas del reporte de sostenibilidad tienen un impacto positivo, en tanto, la cantidad de mujeres dentro del consejo de administración tiene un impacto negativo sobre la Q de Tobin.

4.1 Test de robustez

Para corroborar los efectos que tienen las variables independientes establecidas en el valor de las firmas, se propusieron medidas alternativas a la Q de Tobin con el fin de verificar los resultados presentados en el panel 1. Como medidas alternativas para aproximar el valor de las empresas se tomó el indicador EV/EBITDA, la utilidad por acción –UPA-, y el precio de cierre de la acción.

El indicador EV/EBITDA se considera como un múltiplo de valor de las empresas que muestra el número de veces que vale una firma con respecto al EBITDA (Demirakos, Strong, & Walker, 2004). Park & Ravenel (2013) encontraron que existe una relación positiva entre los reportes de sostenibilidad y en el valor de las empresas, utilizando como medida representativa de valor empresarial el indicador EV/EBITDA. Por su parte, del Mar Alonso-Almeida et al. (2012) reconocen como medida financiera que se pueden ver afectadas por las acciones de RSE la utilidad por acción –UPA- ya que es una variable vincula los resultados contables con la información de mercado, de tal manera que permite tener una aproximación del valor empresarial.

McWilliams & Siegel (2011) al desarrollar un modelo de datos panel dinámico para analizar la relación entre las acciones de responsabilidad social y el valor de las empresas, utilizaron como medida de valor el precio de la acción en el mercado al igual que el estudio realizado por Fatemi, Fooladi, & Tehranian (2015) quienes desarrollaron un modelo que simula las circunstancias bajo las cuales los gastos de RSE pueden afectar el valor de la empresa. En la tabla 8 se muestran los resultados del panel cambiando la variable dependiente por las variables descritas.

Tabla 8 Resultados test de robustez

Variable	EV/EBITDA		UPA		Precio de la acción	
	Coef.	Pr(> t)	Coef.	Pr(> t)	Coef.	Pr(> t)
(Intercept)	7.8265***	0.000	1.3128	0.608	5.4986	0.346
CI	0.0203	0.895	-0.0357	0.867	0.4155	0.165
MC	0.2274	0.581	0.2357***	0.000	0.1805	0.820
PCEO	0.0279	0.534	0.0155	0.273	0.3199***	0.000
RA	0.5619	0.372	0.1022	0.458	-0.5491	0.651
PIS	0.0101.	0.061	0.0043**	0.005	0.0226*	0.013
T	0.5867*	0.014	0.0705	0.591	0.4036	0.524
NE	-9.3522***	0.000	-0.2595	0.767	-10.8747*	0.021
R-Squared:	0.0937		0.0983		0.1133	
Adj. R-Squared:	0.0704		0.0750		0.0904	
F-statistic:	4.0008		4.2270		4.9593	
p-value:	0.0003		0.0002		0.0000	

Códigos de significancia: ***p<0.001, **p<0.01, *p<0.05, .p<0.1

Los resultados de la tabla 8 muestran que la cantidad de miembros independientes en el consejo de administración tienen un efecto positivo sobre la UPA ($\beta= 1.6376$, $p<0.1$), un efecto similar al de la Q de Tobin. Por su parte, la cantidad de mujeres en el consejo no muestra una relación estadísticamente significativa con respecto a las variables utilizadas en el test de robustez. Al igual que en los resultados de la tabla 7, el periodo de permanencia en el cargo del CEO tiene un efecto positivo sobre el precio de la acción ($\beta= 0.3199$, $p<0.001$), reforzando la afirmación planteada en H2.

Tal como se encontró en la tabla 7, el aseguramiento del reporte de sostenibilidad no presenta un resultado estadísticamente significativo con ninguna de las medidas de valor empresarial, lo cual ratifica que H4 no se cumple para el estudio realizado. Por otra parte, la cantidad de páginas del reporte de sostenibilidad tiene un impacto positivo tanto para todas las variables usadas como medida de valor empresarial, mostrando que los reportes de sostenibilidad aportan a mejorar la transparencia empresarial y por ende aumentan el valor de las firmas, lo cual corrobora lo establecido en H5. En cuanto a las variables de control, se puede asegurar que el nivel de endeudamiento tiene un efecto negativo para el valor de las empresas, en tanto, el tamaño no necesariamente es un factor influyente en las medidas de valor empresarial.

5 Discusión

La elaboración de informes de sostenibilidad 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.

El tema es emergente, y algunos autores 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.

El propósito de este trabajo ha sido analizar la relación entre los informes de sostenibilidad y el valor financiero de las empresas, desde una perspectiva de valoración, que permita observar los efectos financieros generados por la presentación o no de estos informes, la cantidad de información revelada, y la estructura del gobierno corporativo.

Luego de analizar la Q de Tobin de 280 empresas-año, en función de variables relacionadas con la sostenibilidad empresarial, el gobierno corporativo y el valor financiero, se logró confirmar que la cantidad de miembros independientes dentro del consejo de administración genera valor para las firmas, lo cual se debe a que existe un mayor respaldo a los intereses de los accionistas y es un elemento fundamental a la hora de hacer control sobre las actuaciones del CEO. Los miembros independientes en el consejo generan transparencia para los accionistas y por ende se aumenta su confianza, lo cual genera mejor percepción de la empresa en el mercado y por ende se aumenta la riqueza de los accionistas.

La cantidad de mujeres en el consejo de administración en el contexto colombiano y chileno tiene un efecto negativo en la generación de valor, lo cual se puede presentar debido a la baja aversión al riesgo que tienen las mujeres al momento de tomar decisiones de inversión u operativas. A pesar de que las decisiones arriesgadas pueden conllevar a la obtención de altas rentabilidades, se pone

en riesgo la planificación de los flujos de caja futuros y esto afecta de manera negativa el valor de la empresa en el mercado.

Por otra parte, se corrobora que la experiencia del CEO en la firma afecta positivamente su valor. La experiencia le permite contar al CEO con el conocimiento operativo y del entorno justo para que pueda tomar decisiones óptimas con poca información, de manera que se genera una acción oportuna y se aprovechan más oportunidades en el mercado que aumentan la riqueza de los accionistas. Por último, la extensión del reporte de sostenibilidad genera mayor información que pueden aprovechar los accionistas y stakeholders para revisar el cumplimiento de sus expectativas; de igual manera, los agentes de mercado perciben con mayor transparencia a las empresas que realizan reportes extensos y por ende la percepción del valor en el mercado aumenta.

Los resultados del modelo, sumados a la revisión teórica previa, dan indicios para concluir que los informes de sostenibilidad y la transparencia empresarial fortalecen las relaciones entre las empresas y sus partes interesadas, influyendo positivamente en el cumplimiento del objetivo básico financiero.

Los hallazgos aportan a la literatura de la RSE de diferentes maneras. Inicialmente, los argumentos teóricos y los hallazgos empíricos de este artículo enfatizan en el efecto que tienen los reportes de sostenibilidad donde se da cuenta de las acciones de RSE en el valor de las firmas. Este estudio tiene un impacto a nivel empresarial ya que trasciende el concepto de RSE como un gasto más en el que incurren las firmas y se aporta evidencia empírica de que la RSE y los reportes de sostenibilidad pueden ser elementos estratégicos que aporten valor para las empresas, solventando las demandas de información de los agentes de interés y de los accionistas.

Por medio de este estudio se aporta evidencia sobre el efecto de los reportes de sostenibilidad y gobierno corporativo en el valor de las empresas, sin embargo, existen algunas limitaciones que abren la posibilidad a futuras investigaciones, cuando se cuente con información de variables como el número de consejeros internacionales, estructura del comité de auditoría, concentración de la propiedad accionaria, nivel de adherencia en la aplicación del GRI, entre otras; igualmente, aunque Chile y Colombia son economías emergentes y son apropiados para probar las hipótesis planteadas, para lograr resultados más generalizables se puede ampliar la muestra teniendo en cuenta las empresas de los demás países que conforman el MILA ya que estas economías son consideradas como mercados emergentes.

6 Bibliografía

- Abdallah, A. A.-N., & Ismail, A. K. (2017). Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 46, 98–115. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.08.004>
- Adams, B., Ferreira, D., & Ee, R. E. N. (2007). A Theory of Friendly Boards, *LXIII*(1).
- Adams, R. B., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance. *The Review of Financial Studies*, 1403–1432. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhi030>
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291–309.

<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>

Adams, R. B., & Raganathan, V. (2015). Lehman Sisters. *Working Paper*.
<https://doi.org/http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2380036>

Ahern, K. R., & Amy K. Dittmar. (2012). THE CHANGING OF THE BOARDS: THE IMPACT ON FIRM VALUATION OF MANDATED FEMALE BOARD REPRESENTATION. *The Quarterly Journal of Economics*, 127(1), 137–197.

Akbar, S., Poletti-Hughes, J., El-Faitouri, R., & Shah, S. Z. A. (2016). More on the relationship between corporate governance and firm performance in the UK: Evidence from the application of generalized method of moments estimation. *Research in International Business and Finance*, 38, 417–429. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.03.009>

Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36–55.
<https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2010.10.003>

Amran, N. A., Yusof, M. 'Atef M., Ishak, R., & Aripin, N. (2014). Do Characteristics of CEO and Chairman Influence Government- Linked Companies performance? *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 109, 799–803. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.12.546>

Bachoo, K., Tan, R., & Wilson, M. (2013). Firm Value and the Quality of Sustainability Reporting in Australia. *Australian Accounting Review*, 23(1), 67–87. <https://doi.org/10.1111/j.1835-2561.2012.00187.x>

Balasubramanian, N., Black, B. S., & Khanna, V. (2010). The relation between firm-level corporate governance and market value: A case study of India. *Emerging Markets Review*, 11(4), 319–340. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2010.05.001>

Bansal, P. (2005). Evolving sustainably: A longitudinal study of corporate sustainable development. *Strategic Management Journal*, 26(3), 197–218. <https://doi.org/10.1002/smj.441>

Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 15, 257–273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorp>

Black, B. S., Love, I., & Rachinsky, A. (2006). Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 7(4), 361–379.
<https://doi.org/10.1016/j.ememar.2006.09.004>

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.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.12.004>

Braam, G., & Peeters, R. (2017). Corporate Sustainability Performance and Assurance on Sustainability Reports: Diffusion of Accounting Practices in the Realm of Sustainable Development. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*.
<https://doi.org/10.1002/csr.1447>

BRAGAW, N. A., & MISANGYI, V. F. (2017). THE VALUE OF CEO MOBILITY: CONTEXTUAL FACTORS THAT SHAPE THE IMPACT OF PRIOR CEO EXPERIENCE ON MARKET PERFORMANCE AND CEO COMPENSATION. *Human Resource Management*, 1–23. <https://doi.org/10.1002/hrm>

Cellier, A., & Chollet, P. (2016). The effects of social ratings on firm value. *Research in International*

Business and Finance, 36(0), 656–683.
<https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.05.001>

- Chauhan, Y., Lakshmi, K. R., & Dey, D. K. (2016). Corporate governance practices, self-dealings, and firm performance: Evidence from India. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 12(3), 274–289. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2016.10.002>
- Chen, J., Leung, W. S., & Goergen, M. (2017). The impact of board gender composition on dividend payouts. *Journal of Corporate Finance*, 43, 86–105. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.001>
- Cline, B. N., & Yore, A. S. (2016). Silverback CEOs: Age, experience, and firm value. *Journal of Empirical Finance*, 35, 169–188. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2015.11.002>
- Crisóstomo, V. L., Freire, F. de S., & Vasconcellos, F. C. de. (2013). Corporate Social Responsibility, Firm Value and Financial Performance in Brazil. *SOCIAL RESPONSIBILITY JOURNAL*, 7, 1–24. <https://doi.org/10.1108/174711111111141549>
- Cusumano, M. A., Kahl, S. j., & Suarez, F. F. (2008). Services, industry evolution, and the copetitive strategies of product firms. *Academy of Management Journal*, 51(2), 315–334. <https://doi.org/10.1002/smj>
- 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.
- Demirakos, E. G., Strong, N. C., & Walker, M. (2004). What valuation models do analysts use? *Accounting Horizons*, 18(4), 221–240. <https://doi.org/10.2308/acch.2004.18.4.221>
- Dissanayake, D., Tilt, C., & Xydias-Lobo, M. (2016). Sustainability reporting by publicly listed companies in Sri Lanka. *Journal of Cleaner Production*, 129, 169–182. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.04.086>
- Ducassy, I., & Guyot, A. (2017). Complex ownership structures, corporate governance and firm performance: The French context. *Research in International Business and Finance*, 39, 291–306. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.019>
- Fatemi, A., Fooladi, I., & Tehranian, H. (2015). Valuation effects of corporate social responsibility. *Journal of Banking & Finance*, 59, 182–192. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.04.028>
- Freeman, R. E., & Reed, D. (1983). Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance. *California Management Review*, 88-106.
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and Freedom (The Univer)*. Chicago.
- Fuente, J. A., García-Sánchez, I. M., & Lozano, M. B. (2017). The role of the board of directors in the adoption of GRI guidelines for the disclosure of CSR information. *Journal of Cleaner Production*, 141, 737–750. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.09.155>
- Fuzi, S. F. S., Halim, S. A. A., & Julizaerma, M. K. (2016). Board Independence and Firm Performance. *Procedia Economics and Finance*, 37(16), 460–465. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)30152-6](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)30152-6)

- Gallego Álvarez, I., García Sánchez, I. M., & Rodríguez Domínguez, L. (2009). LA EFICACIA DEL GOBIERNO CORPORATIVO Y LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN EN INTERNET. *Investigaciones Europeas de Dirección Y Economía de La Empresa*, 15, 109–135. [https://doi.org/10.1016/S1135-2523\(12\)60081-1](https://doi.org/10.1016/S1135-2523(12)60081-1)
- 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.
- Giacalone, R. A., & Thompson, K. R. (2006). Business Ethics and Social Responsibility Education : Shifting the Worldview, 5(3), 266–277.
- Gómez Villegas, M., & Quintanilla, D. A. (2012). Los informes de responsabilidad social empresarial: su evolución y tendencias en el contexto internacional y colombiano. *Cuadernos de Contabilidad*, 13(32).
- GRI. (2016). CONSOLIDATED SET OF GRI SUSTAINABILITY REPORTING STANDARDS. Amsterdam.
- H. Cho, C., Michelon, G., M. Patten, D., & W. Roberts, R. (2014). CSR report assurance in the USA: an empirical investigation of determinants and effects. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 5(2), 130–148. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-01-2014-0003>
- Hamori, M., & Burak, K. (2015). Inside the Black Box: Raising Standards Through Classroom Assessment. *Human Resource Management*, 54(1), 23–44. <https://doi.org/10.1002/hrm>
- Jiao, Y. (2010). Stakeholder welfare and firm value. *Journal of Banking and Finance*, 34(10), 2549–2561. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.04.013>
- Jin, Y., & Jorion, P. (2006). Firm Value and Hedging : Evidence from U . S . , *LXI*(2), 893–919.
- 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. <https://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. <https://doi.org/10.1177/0149206315602530>
- Laplume, A. O., & Litz, R. A. (2008). *Stakeholder Theory : Reviewing a Theory That Moves Us †* (Vol. 34). <https://doi.org/10.1177/0149206308324322>
- Li, K., Lu, L., Mittoo, U. R., & Zhang, Z. (2015). Board independence, ownership concentration and corporate performance-Chinese evidence. *International Review of Financial Analysis*, 41, 162–175. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.05.024>
- Liu, Y., Miletkov, M. K., Wei, Z., & Yang, T. (2015). Board independence and firm performance in China. *Journal of Corporate Finance*, 30, 223–244. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.004>
- Lückerath-Rovers, M. (2013). Women on boards and firm performance. *Journal of Management and Governance*, 17(2), 491–509. <https://doi.org/10.1007/s10997-011-9186-1>
- Man, S. (2014). The association between sustainability reporting and the value Table of content, (10368795).

- Manuel, J., Lara, G., García, B., Mora, A., & Scapin, M. (2017). The monitoring role of female directors over accounting quality. *Journal of Corporate Finance*, 45, 651–668. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.05.016>
- Mashayekhi, B., & Bazaz, M. S. (2008). Corporate Governance and Firm Performance in Iran. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 4(2), 156–172. [https://doi.org/10.1016/S1815-5669\(10\)70033-3](https://doi.org/10.1016/S1815-5669(10)70033-3)
- 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. <https://doi.org/10.1177/0149206310385696>
- Michelon, G., Pilonato, S., & Ricceri, F. (2015). CSR reporting practices and the quality of disclosure: An empirical analysis. *Critical Perspectives on Accounting*, 33, 59–78. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2014.10.003>
- Mishra, S., & Mohanty, P. (2014). Corporate governance as a value driver for firm performance: evidence from India. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 14(2), 265–280. <https://doi.org/10.1108/CG-12-2012-0089>
- Muller, S. (2011). Quantitative Sustainability Disclosure, 93.
- Nekhili, M., Nagati, H., Chtioui, T., & Rebolledo, C. (2017). Corporate social responsibility disclosure and market value: Family versus nonfamily firms. *Journal of Business Research*, 77(March), 41–52. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.04.001>
- Ng, A. C., & Rezaee, Z. (2015). Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 34, 128–149. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.08.003>
- Park, A., & Ravenel, C. (2013). Integrating Sustainability Into Capital Markets: Bloomberg LP And ESG's Quantitative Legitimacy. *Journal of Applied Corporate Finance*, 25(3), 62–67. <https://doi.org/10.1111/JACF.12030>
- 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. <https://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.
- Reguera-alvarado, N., & Bravo, F. (2017). The effect of independent directors' characteristics on firm performance: Tenure and multiple directorships. *Research in International Business and Finance*, 41(April), 590–599. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.045>
- Robecosam. (2017). DJSI Universe 2017. Obtenido de www.robecosam.com/images/20170330_DJSI_Invited_Universe_2017.xlsx
- Rose, C. (2007). Does female board representation influence firm performance ? The Danish evidence . Corporate Governance : An International Does female board representation influence firm performance ? The Danish evidence. *Corporate Governance*, 15(2), 404–413. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00570.x>
- Sáenz González, J., & García-Meca, E. (2014). Does Corporate Governance Influence Earnings Management in Latin American Markets? *Journal of Business Ethics*, 121(3), 419–440.

<https://doi.org/10.1007/s10551-013-1700-8>

- Scherer, A. G., & Palazzo, G. (2011). The New Political Role of Business in a Globalized World : A Review of a New Perspective on CSR and its Implications for the Firm , Governance , Andreas Georg Scherer and Guido Palazzo, (June). <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2010.00950.x>
- Serfling, M. A. (2014). CEO age and the riskiness of corporate policies. *Journal of Corporate Finance*, 25, 251–273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.12.013>
- Thijssens, T., Bollen, L., & Hassink, H. (2014). Managing sustainability reporting: Many ways to publish exemplary reports. *Journal of Cleaner Production*, 136, 86–101. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.01.098>
- Triana, M. del C., Miller, T. L., & Trzebiatowski, T. M. (2014). The Double-Edged Nature of Board Gender Diversity: Diversity, Firm Performance, and the Power of Women Directors as Predictors of Strategic Change. *Organization Science*, 25(2), 609–632. <https://doi.org/10.1287/orsc.2013.0842>
- Waelchli, U., & Zeller, J. (2013). Old captains at the helm: Chairman age and firm performance. *Journal of Banking and Finance*, 37(5), 1612–1628. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.12.012>
- 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. <https://doi.org/10.1177/0149206310375850>