

**EFFECTOS DE LA TRANSPARENCIA Y FIABILIDAD SOBRE EL VALOR DE MERCADO. DIFERENCIAS ENTRE SECTORES SENSIBLES Y NO SENSIBLES A LOS IMPACTOS MEDIOAMBIENTALES**

**131 H**

María Lourdes Arco-Castro. Profesora Sustituta Interina. Departamento de Economía Financiera y Contabilidad. Universidad de Granada. mlarco@ugr.es

María Victoria López-Pérez. Profesora Titular de Universidad. Departamento de Economía Financiera y Contabilidad. Universidad de Granada. mvlopez@ugr.es

Sara Rodríguez-Gómez. Profesora Asociada. Departamento de Economía Financiera y Contabilidad. Universidad de Granada. sara@ugr.es

Jesús Mauricio Flórez-Parra. Profesor Ayudante Doctor. Departamento de Economía Financiera y Contabilidad. Universidad de Granada. jmfp@ugr.es

Área temática H) Responsabilidad Social Corporativa.

# **EFFECTOS DE LA TRANSPARENCIA Y FIABILIDAD SOBRE EL VALOR DE MERCADO. DIFERENCIAS ENTRE SECTORES SENSIBLES Y NO SENSIBLES A LOS IMPACTOS MEDIOAMBIENTALES**

## **Abstract**

Ante la complejidad del análisis de las empresas en los mercados de capitales, este trabajo plantea que el mercado valora las actuaciones que mejoran la transparencia empresarial y reducen las asimetrías de información. Concretamente valoran la divulgación social y medioambiental, la composición de los consejos de administración y el aseguramiento. Sobre una muestra de 178 empresas de 13 países europeos que cotizan en el Dow Jones Sustainability Index durante el periodo comprendido entre 2013-2019, los resultados muestran que el mercado es sensible a las actuaciones sociales y medioambientales y la importancia de la participación de mujeres en los consejos de administración.

## **1. INTRODUCCIÓN**

Las actuaciones en materia social y medioambiental se recogen en las empresas dentro de la estrategia de responsabilidad social corporativa (RSC). Actualmente puede considerarse que estas actuaciones, en un gran número de empresas, están integradas entre sus actividades habituales (Zatwarnicka-Madura et al., 2019), formando parte del núcleo del negocio como una estrategia más de la compañía (Arco-Castro et al., 2020a; Gardé-Sánchez et al., 2018). En el objetivo de la sostenibilidad a largo plazo, de acuerdo con los planteamientos de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), las empresas han de tener en cuenta factores sociales y medioambientales que contribuyen a la creación de valor tales como el capital intelectual, el capital humano, el capital relacional, el apoyo de las comunidades, así como el empleo de recursos naturales.

Ante la complejidad del análisis de las empresas en los mercados de capitales, los inversores demandarían y valorarían las actuaciones que mejoran la transparencia empresarial y reducen las asimetrías de información, entre las que se encuentra la divulgación de información no financiera, principalmente referida a las actuaciones sociales y medioambientales (Martínez-Ferrero y García-Sánchez, 2017). Este tipo de información puede ser percibida por los accionistas como indicador de la preocupación y la orientación hacia los stakeholders y de la integración de la RSC en la estrategia

empresarial, que no se pueden observar fácilmente de otra forma (Bae Masud, & Kim, 2018; Ferreira, 2017; Flammer, 2018; Su et al., 2016). Las actuaciones sociales y medioambientales pueden ser consideradas, además, señales que comunican desempeños futuros, en la medida que pueden considerarse factores que inciden en la sostenibilidad a largo plazo (Arco-Castro et al., 2020a); consiguen una mayor identificación y confianza de los trabajadores, disminuyendo los riesgos de conflictos (Arco-Castro et al., 2020b; Jo & Na, 2012); y se abren a otros productos y a la organización de los procesos productivos más respetuosos con el medioambiente. Los inversores pueden hacer estimaciones sobre su contribución a la creación de valor y mejores desempeños tanto financieros como no financieros en el medio y largo plazo (Porter & Kramer, 2002), lo que tendría un efecto sobre el valor de mercado (Muhammad, Scrimgeour, Reddy, & Abidin, 2015; Vveinhardt & Zygmantaite, 2015).

La consideración estratégica de los factores sociales y medioambientales supone asumir unos compromisos por parte de las empresas, que deberán ser delimitados por los consejos de administración (Marquis & Lee, 2013), que también fijarían la política de divulgación (Zatwarnicka-Madura et al., 2019) y, en su caso, el aseguramiento de la información (Ballou et al., 2012; 2018), ya que ellos son los encargados de establecer las estrategias de la entidad y fijar el alcance de la información que se divulga (Luo et al. 2012). Esta situación se ve impulsada por el establecimiento a nivel institucional de los ODS, de los que las empresas no se pueden mantener al margen y que afectan tanto a aspectos sociales como medioambientales.

En relación con la composición del consejo de administración, la diversidad de sus miembros es uno de los aspectos que se relaciona con las políticas de transparencia (Al-Qahtani & Elgharbawy, 2020; Khaireddine et al., 2019; Tingbai et al., 2020), concretamente la presencia de mujeres en el consejo. Esto podría deberse al hecho de que las mujeres se identifican con una ética del cuidado que posibilita tener en cuenta las demandas de los diferentes stakeholders (Williams et al., 2003), mientras que los hombres siguen una ética más centrada en la justicia (Gilligan, 1982). Es importante resaltar que, como consecuencia de la introducción de requisitos legales en relación con la participación de la mujer, ésta es creciente y más significativa en los últimos años, lo que posibilita ver su efecto sobre políticas y estrategias concretas, en este caso relacionadas con la sostenibilidad.

Adicionalmente, se propone que la información divulgada será más fiable para los inversores en la medida que exista una verificación externa. El aseguramiento externo sobre las actuaciones sociales y medioambientales será valorado positivamente por los inversores. La existencia de mecanismos de aseguramiento por parte de terceros independientes a la empresa y de acuerdo a estándares comúnmente aceptados podría proporcionar seguridad y confianza a los stakeholders sobre la política, la acción y los resultados alcanzados en materia social y medioambiental (IFAC, 2012).

Por último, se plantea que estos compromisos y requerimientos podrían ser además de especial importancia en sectores sensibles a los impactos medioambientales, donde el inversor demandaría un mayor nivel responsabilidad social y transparencia (Sanchez-García et al., 2017). Por su parte, las empresas de estos sectores más sensibles podrían impulsar estas prácticas para generar confianza en el mercado, evitando el impacto negativo que podrán generar sus operaciones o prácticas empresariales.

Nuestro estudio tiene como objetivo contrastar si la divulgación de información social y medioambiental y la existencia de determinados mecanismos de gobierno corporativo y aseguramiento sobre las actuaciones sociales y medioambientales son percibidas por los inversores como señales positivas y, analizar si son valoradas de igual forma por el mercado de capitales, en el caso de empresas pertenecientes a sectores sensibles y no sensibles a los impactos medioambientales. Así, los objetivos de este trabajo son, en primer lugar, contrastar si los inversores valoran las actuaciones que mejoran la transparencia empresarial y reducen las asimetrías de información (Khan et al., 2020). En segundo lugar, se trata de contrastar si los inversores vinculan la fiabilidad de esas políticas a la composición de los consejos de administración y al aseguramiento o certificación externa.

Nuestro estudio contribuye al gap en la literatura sobre la incidencia del sector sobre la percepción de los inversores del desempeño social y ambiental de las empresas. Además, el estudio supone una aportación al debate existente, en primer lugar, sobre el efecto en el mercado de la diversidad de género en un momento en el que la presencia de las mujeres en los consejos de administración es ya más significativa. En segundo lugar, de los efectos de la información no financiera sobre la sostenibilidad, cuando las políticas que se están adoptando tienen un carácter cada vez más estratégico y menos vinculado a la imagen o reputación (Moratis, 2018) y, en tercer lugar, del aseguramiento o certificación externa, que proporciona confianza y fiabilidad a la información. Otra contribución reside en el

hecho de tomar como marco teórico de referencia la teoría de la señalización que posibilita aunar y justificar la unidad y coherencia de una serie de actuaciones para explicar la realidad.

En relación a los hallazgos del trabajo se aprecia que el mercado es sensible a las actuaciones sociales y medioambientales, pudiendo ser vinculados a la percepción de sostenibilidad en relación con las actuaciones dirigidas a preservar el medioambiente y las dirigidas a cumplir los compromisos sociales con el factor humano (capital intelectual, capital humano, capital relacional), elementos fundamentales en la creación de valor empresarial. Además, se pone de manifiesto que los requerimientos de fiabilidad son mayores cuando las empresas pertenecen a sectores sensibles al impacto medioambiental. En empresas con bajos impactos medioambientales la divulgación es una señal suficiente de desempeño, mientras que en sectores sensibles medioambientalmente las exigencias son mayores o son necesarios mecanismos adicionales que generen confianza, como la participación de mujeres en el consejo de administración o el aseguramiento externo de la información no financiera.

El resto del artículo se organiza como sigue. En la próxima sección, se expone el marco teórico; en la tercera sección realizamos una revisión de la literatura y establecemos las hipótesis. Por otra parte, la cuarta sección se destina a presentar el modelo y el método aplicado y, en la quinta y sexta sección analizamos y discutimos los resultados. Finalmente, el último apartado expone las conclusiones, contribuciones del estudio, futuras líneas de investigación y las limitaciones.

## **2. LA TEORÍA DE LA SEÑALIZACIÓN EN LAS ACTUACIONES EMPRESARIALES**

Un marco teórico adecuado para explicar la divulgación de las políticas sociales y medioambientales desarrolladas por la empresa es la teoría de la señalización. Esta teoría explica que el emisor (la empresa) envía información al receptor (el inversor), con el fin de reducir la asimetría de información existente entre ellos (Luffarelli & Awaysheh, 2018; Moratis, 2018). La intencionalidad del emisor puede ser percibida por el receptor observando sus acciones y estrategias (Luffarelli & Awaysheh, 2018), determinar si le genera confianza o no y tomar decisiones, en función de la fiabilidad que le otorgue a la señal (Conelly et al., 2011; Taljaard et al., 2015). Respecto a la RSC los inversores no

tienen información a priori sobre los objetivos perseguidos con estas actuaciones (Luffarelli & Awaysheh, 2018), pero podrían interpretar ciertos mecanismos de divulgación, gobernanza y aseguramiento como indicadores de que la RSC está integrada en la estrategia empresarial. Estos mecanismos serían considerados por los inversores como señales positivas y el mercado las valoraría.

La divulgación de información no financiera muestra la orientación hacia los problemas sociales y el medioambiente. Estas actuaciones pueden ser un indicador para medir ventajas competitivas, control de riesgos u orientación de las estrategias de las empresas (Uyar et al., 2020), que podrían ser considerados indicadores de sostenibilidad a largo plazo.

En relación al gobierno corporativo, la participación de mujeres en el consejo de administración podría ser percibido por los receptores como una señal del compromiso de la empresa hacia los grupos de interés en la medida que puede considerarse un indicador de una mayor sintonía con los stakeholders (Conelly et al., 2011; Taljaard et al., 2015).

La divulgación necesita ser fiable y honesta para generar valor (Ballou et al., 2012; 2018; Hahn et al., 2015), lo que puede requerir su aseguramiento para que sea así percibida (Delmas et al., 2013; Moratis, 2018). El aseguramiento externo ofrece información independiente que asegura la credibilidad y validez de las actuaciones sociales y medioambientales de las empresas (Becker, 2018; Luffarelli & Awaysheh, 2018).

Finalmente, se debe poner de relieve que las señales de transparencia, las derivadas de la composición del gobierno corporativo y del aseguramiento pueden diferir dependiendo del sector de actividad donde opere la empresa (Muttakin et al., 2015). En el caso concreto del mercado, los inversores podrían esperar un mayor nivel de compromiso social y ambiental en aquellas empresas que operan en sectores sensibles a los impactos medioambientales (Siddique y Sciulli, 2020).

### **3. REVISIÓN DE LA LITERATURA E HIPÓTESIS**

#### **3.1. La divulgación de información no financiera y el valor de mercado.**

La divulgación de información social y medioambiental forma parte de la estrategia en RSC de la compañía (Carp et al., 2019). Parte de la literatura considera que la divulgación

de información no financiera forma parte de la estrategia de marketing, mejorando la imagen y reputación de la empresa e influyendo en el comportamiento del consumidor (Ham & Kim, 2020; Jindrichovska et al., 2020). También se considera que la divulgación de información no financiera resulta necesaria para mantener buenas relaciones con los grupos de interés, cuyas demandas de transparencia son cada vez mayores (Khan et al., 2020) y los efectos que este tipo de información tiene sobre indicadores de carácter financiero (Carp et al., 2019; Reverte, 2016).

Aunque los resultados no son concluyentes con respecto al efecto de la divulgación sobre el valor de mercado, parece que los inversores consideran aspectos sociales y medioambientales en su toma de decisiones (Reverte, 2016). Algunos estudios muestran una relación positiva (Bovolini et al., 2020; Chaumathi & Latha, 2020), otros estudios encuentran una relación negativa (Harun et al., 2020) y otros, no encuentran que la relación sea significativa (Cormier & Magan, 2007; Murray et al., 2016). La razón de esta falta de unanimidad podría encontrarse en los distintos marcos teóricos utilizados, los modelos planteados y las muestras utilizadas (Reverte, 2016). La importancia de los aspectos sociales y medioambientales ha ido creciendo en las últimas décadas, está siendo impulsada a nivel institucional a través de los planteamientos contenidos en los ODS y a nivel normativo, siendo obligatorio para empresas de gran tamaño presentar estándares de carácter social y medioambiental. Podemos indicar que un estudio en profundidad debe ser realizado. A ello hemos de añadir que un factor que puede influir en el efecto de la divulgación sobre el valor de mercado puede ser el sector en el que la empresa desarrolla su actividad.

Los estudios que han analizado el efecto de la divulgación no financiera sobre el valor de mercado no se han centrado en empresas de alto impacto medioambiental. A este respecto, algunos estudios no encuentran que el desempeño social y ambiental influya en la valoración del mercado de empresas altamente contaminantes, porque los inversores consideran que estos esfuerzos deben ser asumidos por las empresas para corregir sus impactos negativos y cumplir con la legislación (Clarkson et al., 2004) o son percibidos como herramientas para mantener o mejorar la imagen de empresas poco responsables medioambientalmente (Al-Tuwaijri et al., 2004; Clarkson et al., 2008).

De esta forma, según la teoría de la señalización, si se considera un elemento estratégico, se podría considerar como una señal de mayor desempeño y esperar efectos positivos sobre el valor de mercado. Sin embargo, la divulgación de información no financiera

podría ser una señal no valorada en el mercado de empresas pertenecientes a sectores sensibles medioambientalmente, debido al escepticismo del inversor. Por tanto, formulamos la siguiente hipótesis:

*H1a. La divulgación de información social y medioambiental está relacionada negativamente con el valor de mercado de empresas no sensibles medioambientalmente.*

*H1b. La divulgación de información social y medioambiental está relacionada positivamente con el valor de mercado de empresas sensibles medioambientalmente.*

### **3.2. El efecto de la diversidad de género en los consejos de administración sobre el valor de mercado.**

La composición del consejo de administración puede ser determinante en las políticas que la empresa adopte (Brammer et al., 2006) y, en este sentido, ser un elemento que el mercado valore al tomar sus decisiones de inversión.

En el contexto que nos encontramos, el hecho de que participen mujeres en el consejo de administración puede constituir una señal sobre el tipo de estrategias y orientación que tome la empresa. Por una parte, por las características personales de las mujeres, más orientadas a temas sociales y éticos (Williams, 2003) y a la ética del cuidado que puede llevar a tener en cuenta las demandas e intereses de un mayor número de stakeholders (Gilligan, 1982). Por otra parte, la heterogeneidad y diversidad del consejo, que posibilita la especialización y la integración de intereses de un mayor número de stakeholders (Alfiero et al., 2015; Creek et al., 2019; Hoang et al., 2016), podría llevar al planteamientos de distintas políticas o diversos enfoques (Chen et al., 2019). En este sentido, la diversidad dota al consejo de características únicas que proporcionan un valor adicional y que pueden repercutir en la valoración de la empresa (Carter et al., 2008). La diversidad de género en el consejo de administración contribuye a la introducción de políticas más innovadoras, más creativas (Kabongo et al., 2013), entre las que se encontrarían las actuaciones de RSC (Al-Qahtani & Elgharbawy, 2019); un estudio más detallado de los asuntos tratados; y la consideración de un mayor número de factores en la toma de decisiones (Chen et al., 2019; Kabongo et al., 2013; Konrad & Kramer, 2006). Concretamente, una composición diversa del consejo de administración ha sido relacionada con mejores indicadores de desempeño social, medioambiental y económico (Carter et al., 2008).



La diversidad del consejo se ha relacionado con el incremento de la efectividad de las acciones llevadas a cabo por el consejo y un mejor desempeño (Carter et al., 2008), enviando un mensaje positivo a los accionistas respecto a los compromisos y las responsabilidades asumidas (Carter et al., 2008).

En relación con las empresas en sectores con fuertes impactos medioambientales y sociales, la existencia de diversidad en el consejo de administración puede relacionarse con instrumentos de acción social y de transparencia (Richardson y Welker, 2001; Cha & Abebe, 2014; Gómez-Bezares et al., 2017) con el fin de atender las necesidades informativas del inversor en cuestión de riesgos (Sánchez-García et al., 2017). Las mujeres en el consejo de administración suelen ser más reacias a los litigios y a la pérdida de reputación, por lo que podrían impulsar medidas reducir los riesgos ambientales percibidos (Helfaya & Moussa, 2017; Srinidhi et al., 2011) y esto tener un efecto positivo en la valoración de los inversores (Riordan & Fairbrass, 2015).

Teniendo en cuenta lo anterior, podemos formular la siguiente hipótesis de investigación:

*H2. La diversidad de género en el consejo de administración está relacionada positivamente con un mayor valor de mercado en empresas pertenecientes tanto a sectores sensibles como no sensibles medioambientalmente.*

### **3.3. El aseguramiento externo y el valor de mercado.**

El aseguramiento externo puede ser un mecanismo de control que provoque un impacto positivo en el mercado (Sethi et al., 2017). El aseguramiento externo supervisa las actuaciones en materia medioambiental y sociales en la empresa, proporcionando una imagen de credibilidad y legitimación en los accionistas y otros stakeholders (Ballou et al., 2012). Además, este control mejora la independencia del consejo, contribuyendo a la protección de los accionistas (Chen et al., 2016; Poletti-Hughes & Briano-Turrent, 2019).

El aseguramiento externo, realizado por terceros independientes, permite a la organización adaptar la actividad social y medioambiental conforme a los estándares comúnmente aceptados (Kolk & Perego, 2010; Moratis, 2018). De esta manera, se establece un sistema de supervisión que garantiza una orientación de la compañía hacia las necesidades y el respeto de los intereses de los stakeholders (Ballou et al., 2012). En este sentido, podría ser una señal de que la empresa ha integrado el compromiso social y medioambiental en la estrategia empresarial y no obedece a los deseos oportunistas de algunos directivos.

El inversor valoraría el aseguramiento externo, ya que, el mismo mejora la transparencia empresarial y, por tanto, facilita su toma de decisiones (Kim et al., 2017). En primer lugar, un aseguramiento externo e independiente de la organización garantiza la calidad de la información (Ballou et al., 2018). En segundo lugar, el aseguramiento externo aumenta la credibilidad de la información, ya que, el proceso de aseguramiento externo termina en un informe independiente sobre la adecuación de las políticas sociales y medioambientales a estándares socialmente aceptados (Martínez-Ferrero & García-Sánchez, 2017). La supervisión de la información afectaría al mercado (Abdelmotaal y Abdel-Kader, 2016; Lo, 2015; Villarón-Peramato et al., 2018), porque los inversores valoran la información sobre el desempeño social y ambiental de la empresa siempre que la misma sea creíble, ya que, no sólo realizan una evaluación de riesgos sobre los datos disponibles, sino también sobre la confianza en dichos datos (Guiso et al., 2008).

Finalmente, respecto a los sectores sensibles medioambientalmente, el aseguramiento mejora la confianza y credibilidad de los usuarios de la información no financiera (Seguí y Mas, 2020) en las prácticas sociales y medioambientales llevadas a cabo por empresas con altos impactos en los stakeholders y en el medioambiente (Helfaya & Moussa, 2017).

Atendiendo a lo anterior, podemos formular la siguiente hipótesis de investigación:

*H3. El aseguramiento externo está relacionado positivamente con el valor de mercado de empresas pertenecientes a sectores sensibles y no sensibles medioambientalmente.*

#### **4. DATOS, MÉTODO Y MODELO**

Partimos de una muestra formada por 178 empresas que cotizan en bolsa de trece países europeos. Los datos corresponden a los años 2013 hasta 2019, años posteriores a una crisis económica, en la que las políticas sociales y medioambientales de las empresas entendemos que vuelven a ser recuperadas. En total se obtienen 1246 observaciones. La muestra no es equilibrada, es decir, no disponemos de algunos de los datos en alguno de los años considerados para las variables del modelo.

Las observaciones fueron obtenidas de dos bases de datos. De la base de datos Thomson Reuters Eikon Orbis se extrajeron todos las variables excepto la variable valor de mercado y la variable tamaño de la empresa, que fueron obtenidas de la base de datos Orbis.

Para el análisis se utilizan datos de panel que evalúan el rendimiento de las empresas de la muestra a lo largo del tiempo. Para contrastar las hipótesis de investigación, el estudio estima el modelo a través del estimador de dos etapas de panel dinámico del método generalizado de los momentos (GMM) desarrollado por Arellano y Bond (1991), Arellano y Bover (1995) y Blundell and Bond (1998). El estimador es adecuado para paneles con un horizonte temporal pequeño (Roodman, 2009). Además, este método permite generar estimadores consistentes cuando el modelo presenta problemas de endogeneidad, como en nuestro caso, tras detectarla con el test de Hausman y el test de Munlack (p.value=.000). Además, corrige la heterogeneidad inobservable, es decir, la especificidad de una empresa que da lugar a un comportamiento particular al descomponer el término error en dos partes; el efecto combinado, que varía entre individuos y periodos y, el efecto individual que es característico de la empresa (Martínez-Ferrero et al., 2016).

El modelo propuesto en este estudio sería

$$MV = \alpha + \beta_1 \text{SocialDisclosure}_{it} + \beta_2 \text{EnvirDisclosure}_{it} + \beta_3 \text{Gender}_{it} + \beta_4 \text{Assurance}_{it} + \beta_5 \text{Size}_{it} + \beta_6 \text{Sector}_{fe} + \beta_6 \text{Year}_{fe} + \epsilon_{it}$$

donde VM es el valor de mercado, medido a través del ratio Market to Book que refleja las expectativas de los inversores sobre la rentabilidad y el desempeño futuro de la empresa. El ratio refleja la relación entre el valor de mercado y el valor contable de la empresa (Galant & Cadez, 2017; Lin et al., 2011). Esta variable ha sido una de las más usada para contrastar la relación entre las variables de desempeño social y desempeño financiero en el mercado de capitales (Galant & Cadez, 2017).

SocialDisclosure y EnvirDisclosure son la divulgación de información social y medioambiental, respectivamente medido en la base de datos Thomson Reuters Eikon basado en la información sobre aspectos sociales y medioambientales divulgada por la compañía (Uyar et al., 2020).

Gender hace referencia a la diversidad de género en el consejo de administración, y es medido como el ratio del total de mujeres sobre el número total de miembros en el consejo de administración (Al-Qahtani & Elgharbawy, 2020; Khairredine et al., 2020). Por último, Assurance se refiere al aseguramiento externo y toma el valor 1 si el informe sobre aspectos sociales y medioambientales es supervisado externamente, y 0 en cualquier otro caso (Kolk & Perego, 2010).

Finalmente, en cuanto a las variables de control, la variable tamaño (SIZE) se mide por el total de activos (Arco-Castro et al., 2020a). La variable Industria (Sector) toma valores del 1 al 5 según la clasificación realizada por el FTSGood (Arminen et al., 2018). Por último, la variable año (Year) es una variable dicotómica que toma valores 1 y 0 dependiendo del año de actividad de la empresa (Martínez-Ferrero et al., 2016). Estas variables inciden de forma directa en el valor de mercado (Aminen et al., 2018; Martínez-Ferrero et al., 2016) y son variables a introducir en modelos que presentan endogeneidad (García-Castro et al., 2010).

El modelo es testado en empresas pertenecientes a sectores sensibles y no sensibles medioambientalmente. Los sectores sensibles son los sectores con fuertes impactos negativos en el medioambiente que serían minería, petróleo y gas, químicas, madera y papel, acero y otros metales, electricidad, distribución de gas, and agua (García-Sánchez et al., 2017; Naranjo-Tueste et al., 2020; Reverte, 2012). Todos los demás sectores son considerados no sensibles o menos sensibles medioambientalmente (Naranjo-Tueste et al., 2020; Reverte, 2012).

## 5. RESULTADOS Y DISCUSIÓN

Los resultados del estudio son recogidos en las siguientes tablas. La tabla 1 muestra los estadísticos descriptivos de las variables y las correlaciones.

**Tabla 1. Estadísticos descriptivos y correlaciones.**

No.	Variable	Mean	SD	1	2	3	4	5	6	7
1	<b>MV</b>	2.893	0.47	1						
2	<b>Gender</b>	.283	0.43	.058*	1					
3	<b>EnvirDisclosure</b>	.707	0.43	-.096***	.083**	1				
4	<b>SocialDisclosure</b>	.772	0.26	.024	.069**	.644***	1			
5	<b>Assurance</b>	.953	0.98	-.049	.045	.227***	.200***	1		
6	<b>Sector</b>	3.248	0.59	-.059**	-.114***	.078**	.022	.029	1	
7	<b>Size</b>	1.00e+08	2.86e+08	-.1598***	.190***	.237***	.080**	.073**	-.279***	1

Note: Sig. \*p<0.1 \*\*p<0.05 \*\*\*p<0.01 n=178

El análisis de las correlaciones muestra que existe relación entre la existencia de divulgación de información no financiera y la diversidad de género en el consejo. La diversidad en el consejo de administración introduce una mayor especialización en asuntos relacionados con la RSC, lo que origina una mayor orientación hacia los stakeholders y mayores niveles de transparencia (Chen et al., 2019; Pucheta-Martínez et al., 2019). Los inversores pueden valorar la incidencia de las mujeres en el consejo de administración en la transparencia y por ello incidir en el valor de mercado. El estudio de las correlaciones también nos muestra que la divulgación de información no financiera y su aseguramiento están correlacionados. Ambos mecanismos parecen ser utilizados de forma complementaria para mejorar la transparencia empresarial y la calidad de la información (Ballou et al., 2018).

**Table 2. Resultado del test t para muestras independientes.**

		<b>MV</b>	<b>Gender</b>	<b>EnvirDisclosure</b>	<b>SocialDisclosure</b>
Levene Test of Variance Equation	F	7.431***	1.293	62.873***	29.960***
	Sig.	.007	.256	.000	.000
T test of Mean Value Equation	T	-2.840***	-.381	8.011***	5.553***
	Sig. (2-tailed)	.005	.703	.000	.000

Note: Equal variances assumed. Sig. \*\*\*p<.01

La tabla 2 refleja los resultados del test t para muestras independientes que analiza las posibles relaciones entre una variable dicotómica, en nuestro caso, empresas con operaciones sensibles y no sensibles medioambientalmente, y las variables continuas (valor de mercado, género y divulgación de información social y medioambiental). Los resultados muestran que la pertenencia a sectores sensibles o no sensibles medioambientalmente influye en el valor de mercado de la empresa y en las políticas de divulgación de información. Podría decirse que el valor de mercado de las empresas con altos impactos medioambientales y sociales suele ser menor, por lo que las entidades divulgan un mayor volumen de información sobre aspectos sociales y medioambientales para obtener legitimidad para actuar (Massoud et al., 2019). En relación con el género no hay diferencias entre empresas sensibles y no sensibles medioambientalmente. En cuanto al aseguramiento, realizamos el test  $\chi^2$  que haya las relaciones entre variables

dicotómicas. Los resultados del test arrojan un p.value=.028, por lo que podemos concluir que las políticas de aseguramiento de la información no financiera por parte de expertos independientes dependen del hecho de que las empresas realicen o no actividades con alto impacto medioambiental.

**Tabla 3. Análisis de la regresión.**

Dependent variable				
Market to Book (Market value)				
	SENSITIVE		NON-SENSITIVE	
	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.
Gender	1.219**	.481	.0170	.479
EnvirDisclosure	-.006	.005	.052***	.017
SocialDisclosure	-.005	.005	-.012	.011
Assurance	3.078***	.746	.798	.691
Sector	-3.251***	.087	-.880***	.053
Size	8.03e-10***	5.23e-9***	2.20e-09***	8.20e-10
Years	Included		Included	
Observations	406		840	
AR2 P-value	0.935		.400	
Hansen P-value	0.318		0.389	

Note = Para evitar problemas de endogeneidad, se utilizan como instrumentos los retardos t-2 a t-3. Se incluyen los test de post-estimación AR2 de autocorrelación serial y el test de Hansen de bondad de los instrumentos. El p.value de AR2 nos hace aceptar la hipótesis nula de no correlación serial en segundas diferencias. Por otra parte, el test de Hansen nos hace aceptar la hipótesis nula de no correlación entre los instrumentos y término error.

Niveles de significación: \*  $p < .10$  \*\* $p < .05$ , \*\*\* $p < .01$ .

La tabla 3 muestra los resultados del análisis de regresión y permite contrastar las hipótesis planteadas. El modelo no muestra que la divulgación de información influya significativamente en el valor de mercado de empresas sensibles medioambientalmente, rechazándose la hipótesis 1a. La divulgación de información no financiera no es valorada en estos mercados pese a que la divulgación podría mejorar posibles asimetrías de información (Khan et al., 2020). No obstante, la divulgación de información medioambiental influye positivamente en el valor de mercado de empresas con bajos impactos medioambientales, aceptándose la hipótesis 1b. Desde la teoría de la señalización se puede afirmar que la mera existencia de divulgación social y ambiental no es una señal de que la empresa tenga mejores desempeños. En sectores asociados a impactos medioambientales negativos, los informes no financieros divulgados podrían generar escepticismo en el accionista, quien no tendría en cuenta esta información a la hora de tomar decisiones de inversión. Por otra parte, la divulgación de información medioambiental es señal de mayor desempeño en empresas de bajo impacto medioambiental.

Los resultados hallan una relación positiva entre la diversidad de género en el consejo y el valor de mercado en empresas que operan en sectores sensibles medioambientalmente, pero no se halla una relación significativa en el resto de compañías, aceptándose parcialmente la hipótesis 2. En entidades sometidas a un mayor riesgo, la existencia de diversidad de género en el consejo de administración, más proclive a la transparencia e inclinadas a temas sociales y éticos (Williams, 2003) lleva a la integración de intereses de un mayor número de stakeholders (Alfiero et al., 2015; Creek et al., 2019; Hoang et al., 2016), cuestión que es valorada por el mercado.

La presencia de la mujer en los consejos de administración lleva a que la empresa reduzca posibles riesgos asociados a las operaciones empresariales (Kabongo et al., 2013; Porter & Kramer, 2002), lo que podría generar confianza en el mercado de empresas con fuertes impactos medioambientales. Así, la diversidad de género en el consejo sería considerada una señal positiva para los inversores de empresas sensibles.

En relación con el aseguramiento externo, el mercado de capitales lo valora para empresas sensibles medioambientalmente, aceptándose parcialmente la hipótesis 3. En estas empresas, el aseguramiento externo de la información no financiera genera confianza y credibilidad en el inversor (Sethi et al., 2017). Este tipo de informe disminuye la asimetría de información y posibilita a los inversores medir mejor los riesgos, cuestión que es muy

relevante en entidades que tienen un fuerte impacto medioambiental y donde los riesgos de desastres ecológicos pueden ser mayores. El aseguramiento permite atender más adecuadamente las demandas de información y transparencia que tiene el inversor de estos sectores (Seguí & Mas, 2020). El inversor valoraría la existencia de este tipo de supervisión en empresas sensibles medioambientalmente debido a que orienta el desempeño social a normas comúnmente aceptadas, limitando la posible liberalidad de la dirección (Jo & Harjoto, 2011; Martínez-Ferrero & García-Sánchez, 2017). No obstante, entre el valor de mercado y el aseguramiento externo en empresas con bajos impactos medioambientales no se producen relaciones significativas, indicando que cuando los niveles de riesgo son menores, los inversores no requieren la supervisión externa de la información. En estos sectores, el escepticismo del inversor sobre la información divulgada es menor, por lo que el aseguramiento perdería importancia en la toma de decisiones de inversión.

Por último, y en relación con las variables de control los resultados obtenidos indican que el sector, el tamaño y el año son considerados en la toma de decisiones por parte del inversor afectado al valor de mercado (Arminen et al., 2018; Martínez-Ferrero et al., 2016).

## **6. CONCLUSIÓN**

En primer lugar, el estudio contribuye al debate existente en la literatura sobre los factores relacionados con temas sociales y medioambientales que afectan al valor de mercado, diferenciando, además, por sectores de fuerte impacto medioambiental con otros de bajo impacto en el medioambiente. En este sentido, este trabajo apoya la literatura que mantiene que la brecha entre desempeño y divulgación podría afectar al valor de mercado (Reverte et al., 2016). Además, apoya a la teoría de la señalización como teoría que explica los posibles efectos positivos o negativos sobre el valor de mercado. La teoría recoge que estos mecanismos pueden ser señales percibidas por el inversor favorable o desfavorablemente, dependiendo de factores como el sector o la actividad que desarrolla la empresa. Específicamente, para el inversor de empresas con bajo impacto en el medio físico, la divulgación de información medioambiental es una señal de calidad en el desempeño. Mientras que en empresas de alto impacto medioambiental no basta con la divulgación para mejorar la percepción del inversor sobre la entidad, sino que se requieren otras señales como la participación de las mujeres en los consejos de administración, en



la medida que tienen una mayor inclinación a la atención de los stakeholders y el aseguramiento que genera confianza en la información divulgada (Ben-Slama et al., 2019; Ballou et al., 2018).

En segundo lugar, este trabajo pone de manifiesto el efecto de algunas políticas institucionales, tales como las que ha impulsado la Comisión Europea sobre la representación de la mujer en los consejos de administración (EC, 2017) y el aseguramiento externo de la actividad social (EC, 2002). Es necesario fomentar mecanismos de buena gobernanza y de control para orientar a las empresas hacia un modelo de negocio más sostenible. Concretamente, el estudio pone de relieve que la diversidad del consejo de administración es uno de los mecanismos que impulsa la transparencia empresarial y se orienta hacia temas sociales y medioambientales (Williams, 2003). Por otra parte, el aseguramiento externo de la información permite adecuar el desempeño a estándares globalmente aceptados (Sethi et al., 2017). Además, el aseguramiento externo mejora la transparencia y calidad de la información no financiera y permite una mejor evaluación y comparación de la política social de la empresa por parte del inversor.

Finalmente, respecto a la gestión empresarial del desempeño social el estudio apoya empíricamente que la composición del consejo, la divulgación de información no financiera y su aseguramiento externo son herramientas complementarias en la estrategia de RSC de las compañías (Ballou et al., 2012; Carp et al., 2019). La diversidad de género en el consejo fomenta la transparencia empresarial (Ben-Slama et al., 2019). Por otro lado, la divulgación de información no financiera y su aseguramiento son herramientas de comunicación que disminuyen las asimetrías de información entre la dirección y los inversores (Reverte, 2012).

Además, el estudio pone de relieve que estos mecanismos asociados a la comunicación empresarial deben gestionarse como señales en el mercado de capitales teniendo en cuenta el impacto medioambiental de las operaciones de la empresa. Contrariamente a los resultados esperados, el estudio muestra que la divulgación de información no financiera realizada por empresas de alto impacto medioambiental no es valorada por el inversor. Para reducir la asimetría de información sobre el desempeño medioambiental y social en el mercado de estas empresas serían necesarios mecanismos de transparencia adicionales como el aseguramiento externo de la información (Ballou et al., 2012; 2018).

Por otro lado, la diversidad y el aseguramiento no son valoradas de manera significativa por el inversor de empresas cuyas operaciones no tienen fuertes impactos en el medioambiente. En estos sectores la información medioambiental no genera falta de confianza. Se considera que reduce la asimetría de información sobre las actuaciones sociales y medioambientales y, por tanto, es valorada por el inversor sin que el mismo deba recurrir a señales adicionales para analizar el desempeño organizacional.

En futuras trabajos se podrían tener en cuenta otros factores que también puedan incidir en el valor de mercado como el contenido y la calidad de la información divulgada como factores que influyen en su impacto sobre el valor de mercado. El déficit de análisis de estos factores supone una limitación en nuestro estudio.

## BIBLIOGRAFÍA

Abdelmotaal, H., & Abdel-Kader, M. (2016). The use of sustainability incentives in executive remuneration contracts: Firm characteristics and impact on the shareholders' returns. *Journal of Applied Accounting Research*, 17(3), 311-330.

Alfiero, S., Cane, M., De Bernardi, P., & Venuti, F. (2015). Diversity among Italian boardrooms: Does a quota of women improve corporate giving?. In *8th EuroMed Conference of the EuroMed Academy of Business* (pp. 101-113). EuroMed Press.

Arco-Castro, Lourdes, María Victoria López-Pérez, María del Carmen Pérez-López, and Lázaro Rodríguez-Ariza.(2020a) How market value relates to corporate philanthropy and its assurance. The moderating effect of the business sector. *Business Ethics: A European Review* 29: 266–81.

Arco-Castro, L., López-Pérez, M. V., Pérez-López, M. C., & Rodríguez-Ariza, L. (2020b). Corporate philanthropy and employee engagement. *Review of Managerial Science*, 1-21. <https://doi.org/10.1007/s11846-018-0312-1>.

Ballou, B., Casey, R. J., Grenier, J. H., & Heitger, D. L. (2012). Exploring the strategic integration of sustainability initiatives: Opportunities for accounting research. *Accounting Horizons*, 26(2), 265-288.

Ballou, B., Chen, P. C., Grenier, J. H., & Heitger, D. L. (2018). Corporate social responsibility assurance and reporting quality: Evidence from restatements. *Journal of Accounting and Public Policy*, 37(2), 167-188.

- Ben Slama, R., Ajina, A., & Lakhali, F. (2019). Board gender diversity and firm financial performance in France empirical evidence using quantile difference-in-differences and dose-response models. *Cogent Economics & Finance*, 7: 1626526.
- Becker, A. (2018). An experimental study of voluntary nonprofit accountability and effects on public trust, reputation, perceived quality, and donation behavior. *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 47(3), 562-582.
- Brammer, S., Millington, A., & Pavelin, S. (2006). Is philanthropy strategic? An analysis of the management of charitable giving in large UK companies. *Business Ethics: An European Review*. 15(3), 234-245.
- Carter, D., D'Souza, F. P., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2008). The diversity of corporate board committees and financial performance. Available at SSRN 1106698.
- Chen, Y., Eshleman, J. D., & Soileau, J. S. (2016). Board gender diversity and internal control weaknesses. *Advances in Accounting*, 33, 11-19.
- Chen, L. H., Gramlich, J., & Houser, K. A. (2019). The effects of board gender diversity on a firm's risk strategies. *Accounting & Finance*, 59(2), 991-1031.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39-67.
- Creek, S. A., Kuhn, K. M., & Sahaym, A. (2019). Board diversity and employee satisfaction: The mediating role of progressive programs. *Group & Organization Management*, 44(3), 521-548.
- Delmas, M. A., Etzion, D., & Nairn-Birch, N. (2013). Triangulating environmental performance: What do corporate social responsibility ratings really capture?. *Academy of Management Perspectives*, 27(3), 255-267.
- EUROPEAN COMMISSION (EC). (2002). La responsabilidad social de las empresas: Una contribución empresarial al desarrollo sostenible.
- EUROPEAN COMMISSION (EC) (2017). Comunicación de la comisión. Directrices sobre la representación de ifnormes no financieros.
- Flammer, C. (2018). Competing for government procurement contracts: The role of corporate social responsibility. *Strategic Management Journal*, 39(5), 1299-1324.

- Galant, A., & Cadez, S. (2017). Corporate social responsibility and financial performance relationship: A review of measurement approaches. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 30(1), 676-693.
- Garde-Sanchez, R., López-Pérez, M., & López-Hernández, A. (2018). Current Trends in Research on Social Responsibility in State-Owned Enterprises: A Review of the Literature from 2000 to 2017. *Sustainability*, 10(7), 2403.
- Gilligan, C. (1982). *In a Different Voice: Psychological Theory and Women's Development*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2008). Trusting the stock market. *The Journal of Finance*, 63(6), 2557-2600.
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1251-1271.
- Hoang, T. C., Abeysekera, I., & Ma, S. (2018). Board diversity and corporate social disclosure: Evidence from Vietnam. *Journal of Business Ethics*, 151(3), 833-852.
- Global Reporting Initiative (2013). *The External Assurance of Sustainability Reporting*. Amsterdam, The Netherlands: GRI.
- International Federation of Accountants (IFAC) (2012). *Investor Demand for Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosures*. Available at: [www.ifac.org](http://www.ifac.org).
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2011). Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 103(3), 351-383.
- Jo, H., & Na, H. (2012). Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors. *Journal of Business Ethics*, 110(4), 441-456.
- Kabongo, J. D., Chang, K., & Li, Y. (2013). The impact of operational diversity on corporate philanthropy: An empirical study of US companies. *Journal of Business Ethics*, 116(1), 49-65.
- Kim, J., & Kim, J. (2018). Corporate Sustainability Management and Its Market Benefits. *Sustainability*, 10(5), 1455.
- Kim, Y. S., Kim, Y., & Kim, H. D. (2017). Corporate social responsibility and internal control effectiveness. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 46(2), 341-372.

- Kolk, A., & Perego, P. (2010). Determinants of the adoption of sustainability assurance statements: An international investigation. *Business Strategy and the Environment*, 19(3), 182-198.
- Konrad, A., & V. Kramer (2006). How many women do boards need?. *Harvard Business Review*, 84, 22.
- Lin, M. J., Lee, D. C., & Lee, L. T. (2011). Using Tobins Q ratio to testing the stakeholder theory applied to the corporate social performance. *African Journal of Business Management*, 5(34), 12951-12957.
- Luffarelli, J., & Awaysheh, A. (2018). The impact of indirect corporate social performance signals on firm value: Evidence from an event study. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(3), 295-310.
- Luo, L., Yi-Chen, L., & Qingliang, T. (2012) Corporate incentives to disclose carbon information: Evidence from the CDP Global 500 report. *Journal of International Financial Management & Accounting* 23, 93–120.
- Martínez-Ferrero, J., & García-Sánchez, I. M. (2017). Sustainability assurance and assurance providers: Corporate governance determinants in stakeholder-oriented countries. *Journal of Management & Organization*, 23(5), 647-670.
- Marquis, C., & Lee, M. (2013). Who is governing whom? Executives, governance, and the structure of generosity in large US firms. *Strategic Management Journal*, 34(4), 483-497.
- Moratis, L. (2018). Signalling responsibility? Applying signalling theory to the ISO 26000 standard for social responsibility. *Sustainability*, 10(11), 4172.
- Muttakin, M. B., Khan, A., & Subramaniam, N. (2015). Firm characteristics, board diversity and corporate social responsibility: Evidence from Bangladesh. *Pacific Accounting Review*, 27(3), 353-372.
- Poletti-Hughes, J., & Briano-Turrent, G. C. (2019). Gender diversity on the board of directors and corporate risk: A behavioural agency theory perspective. *International Review of Financial Analysis*, 62, 80-90.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2002). The competitive advantage of corporate philanthropy. *Harvard Business Review*, 80(12), 56-68.

- Pucheta-Martínez, M. C., Bel-Oms, I., & Olcina-Sempere, G. (2019). Commitment of independent and institutional women directors to corporate social responsibility reporting. *Business Ethics: A European Review*, 28(3), 290-304.
- Sethi, S. P., Martell, T. F., & Demir, M. (2017). Enhancing the role and effectiveness of corporate social responsibility (CSR) reports: The missing element of content verification and integrity assurance. *Journal of Business Ethics*, 144(1), 59-82.
- Su, W., Peng, M. W., Tan, W., & Cheung, Y. L. (2016). The signaling effect of corporate social responsibility in emerging economies. *Journal of Business Ethics*, 134(3), 479-491.
- Taljaard, C. C., Ward, M. J., & Muller, C. J. (2015). Board diversity and financial performance: A graphical time-series approach. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 18(3), 425-447.
- Villarón-Peramato, Ó., Martínez-Ferrero, J., & García-Sánchez, I. M. (2018). CSR as entrenchment strategy and capital structure: Corporate governance and investor protection as complementary and substitutive factors. *Review of Managerial Science*, 12(1), 27-64.
- Williams, R. J. (2003). Women on corporate boards of directors and their influence on corporate philanthropy. *Journal of Business Ethics*, 42(1), 1-10.
- Zatwarnicka-Madura, B., Siemieniako, D., Glińska, E., & Sazonenka, Y. (2019). Strategic and operational levels of CSR marketing communication for sustainable orientation of a company: A case study from Bangladesh. *Sustainability*, 11(2), 555.