

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE NUEVO LEÓN
FACULTAD DE CONTADURÍA PÚBLICA Y ADMINISTRACIÓN



TESIS

**RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA Y CALIDAD DE LA
INFORMACIÓN CONTABLE EN AMÉRICA LATINA**

PRESENTA
MARÍA FERNANDA GUEVARA SEGARRA

**COMO REQUISITO PARCIAL PARA OBTENER EL GRADO
DE DOCTOR EN CONTADURÍA**

SEPTIEMBRE, 2019

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE NUEVO LEÓN
FACULTAD DE CONTADURÍA PÚBLICA Y ADMINISTRACIÓN
CENTRO DE DESARROLLO EMPRESARIAL Y POSGRADO



TESIS

**RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA Y CALIDAD DE LA
INFORMACIÓN CONTABLE EN AMÉRICA LATINA**

PRESENTA
MARÍA FERNANDA GUEVARA SEGARRA

**COMO REQUISITO PARCIAL PARA OBTENER EL GRADO
DE DOCTOR EN CONTADURÍA**

Asesor de tesis
Dr. Klender Aimer Cortez Alejandro

SAN NICOLÁS DE LOS GARZA, NUEVO LEÓN, MÉXICO

SEPTIEMBRE, 2019

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE NUEVO LEÓN
FACULTAD DE CONTADURÍA PÚBLICA Y ADMINISTRACIÓN
CENTRO DE DESARROLLO EMPRESARIAL Y POSGRADO

Aprobación de la tesis

RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA Y CALIDAD DE LA INFORMACIÓN
CONTABLE EN AMÉRICA LATINA

Comité doctoral de tesis

Dr. Klender Aimer Cortez Alejandro
Presidente

Dr. Sergio Armando Guerra Moya
Secretario

Dra. Sandra Edith Tristán Garza
Vocal 1

Dr. Luis Alberto Villareal Villareal
Vocal 2

Dra. Paula Villalpando Cadena
Vocal 3

San Nicolás de los Garza, Nuevo León, México

Septiembre, 2019

DECLARACIÓN DE AUTENTICIDAD

Declaro solemnemente que el documento que en seguida presento es fruto de mi propio trabajo, y hasta donde estoy enterado no contiene material previamente publicado o escrito por otra persona, excepto aquellos materiales o ideas que por ser de otras personas les he dado el debido reconocimiento y los he citado debidamente en la bibliografía o referencias.

Declaro además que tampoco contiene material que haya sido aceptado para el otorgamiento de cualquier otro grado o diploma de alguna universidad o institución.

Nombre: María Fernanda Guevara Segarra

Firma: _____

Fecha: Septiembre, 2019

ABREVIATURAS y TÉRMINOS TÉCNICOS

CEPAL:	Comisión Económica para América Latina
CV:	Coefficiente de Variación
EBIT:	Earnings before interest and taxes.
EDB:	Earnings, dividends and book value
GAAP:	General Accepted Accounting Principles
GRI:	Global Reporting Initiative
IAS:	International Accounting Standards
KSE:	Kuwait Stock Exchange
MCO:	Mínimos Cuadrados Ordinarios
NIIF:	Normas Internacionales de Información Financiera
RIV:	Residual income valuation.
ROA:	Return on Assets
ROE:	Return on Equity
RSC:	Responsabilidad Social Corporativa
SASB:	Sustainability Accounting Standards Board
UE:	Unión Económica Europea
UN:	United Nations
UNGC:	United Nations Global Compact

DEDICATORIA

Al amor: Andy, Calukas, July, JuanFer y Vicky.

A la sabiduría: Carlos y Luzmila.

A la fortaleza: Kary y Gaby.

A mis alumnos.

A los míos.

AGRADECIMIENTO

Al concluir este trabajo de investigación quiero aprovechar este espacio para agradecer a la Universidad Politécnica Salesiana por brindar la oportunidad de cursar estudios doctorales a los docentes que así lo desean.

A los profesores y personal administrativo de la Universidad Autónoma de Nuevo León en especial al Dr. Klender Cortez destacado investigador y gran ser humano quien con paciencia y dedicación me acompañó en este proceso como mi director de tesis.

A mi familia y a mis amigos quienes me sostuvieron mientras duró.

A DIOS quien jamás soltó mi mano.

Ma. Fernanda.

ÍNDICE

DECLARACIÓN DE AUTENTICIDAD	iii
ABREVIATURAS y TÉRMINOS TÉCNICOS	ivv
DEDICATORIA	v
AGRADECIMIENTO	vii
ÍNDICE DE TABLAS	ix
ÍNDICE DE FIGURAS	x
RESUMEN	xii
INTRODUCCIÓN	1
1. NATURALEZA Y DIMENSIÓN DEL ESTUDIO	3
1.1. Planteamiento del problema de investigación.....	4
1.1.1. Antecedentes teóricos.....	4
1.1.2. Declaración del problema.....	12
1.1.3. Mapa conceptual del planteamiento del problema	13
1.1.4. Pregunta de investigación.....	15
1.2. Objetivos de la investigación.....	16
1.2.1. Objetivo general	16
1.2.2. Objetivos específicos.....	16
1.3. Hipótesis general de investigación.....	17
1.3.1. Declaración de la hipótesis	17
1.3.2. Operacionalización de la hipótesis.....	20
1.4. Delimitación y justificación del estudio	21
1.4.1. Delimitación.....	21
1.4.2. Justificación	21
2. MARCO TEÓRICO	22
2.1. Capitalización de Mercado	22
2.1.1. Teoría de Mercados Eficientes.....	23
2.1.2. Información y valor de mercado	28
2.1.3. Consideraciones finales	31
2.2. Calidad de la información contable	33
2.2.1. Determinantes de la calidad de la información contable	33
2.2.2. Relevancia valorativa	44
2.2.3. Consideraciones finales	54
2.3. Responsabilidad social corporativa.....	55
2.3.1. Revisión teórica de la RSC.....	56
2.3.2. La RSC y la transparencia de la información financiera	63
2.3.3. Consideraciones finales	67
3. METODOLOGIA Y RESULTADOS	68
3.1. Tipo de investigación.....	68
3.1.1. Diseño de la investigación.....	70
3.1.2. Métodos de análisis	70
3.2. Modelo propuesto	75
3.2.1. Modelo de Ohlson	75
3.2.2. Modelo propuesto de relevancia valorativa.....	77

3.2.3. Confiabilidad y validez.....	81
3.3. Población, marco muestral y muestra	83
3.3.1. Población y marco muestral	83
3.3.2. Muestra y sujetos de estudio.....	84
3.4. Resultados.....	90
3.4.1. Modelo general	91
3.4.2. Modelo que considera la crisis del año 2008	98
3.4.3. Modelo de efecto de la RSC en las variables contables fundamentales	99
4. CONCLUSIONES.....	103
4.1. Análisis y discusión de los resultados.....	103
4.1.1. Modelo general	103
4.1.2. Modelo que considera la crisis del año 2008	106
4.1.3. Modelo de efecto de la RSC en las variables contables fundamentales	107
4.2. Líneas de futura investigación	108
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	109

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1.....	20
Tabla 2.....	41
Tabla 3.....	42
Tabla 4.....	43
Tabla 5.....	52
Tabla 6.....	53
Tabla 7.....	56
Tabla 8.....	63
Tabla 9.....	66
Tabla 10.....	84
Tabla 11.....	86
Tabla 12.....	87
Tabla 13.....	88
Tabla 14.....	89
Tabla 15.....	90
Tabla 16.....	92
Tabla 17.....	94
Tabla 18.....	96
Tabla 19.....	99
Tabla 20.....	100
Tabla 21.....	101

ÍNDICE DE FIGURAS

<i>Figura 1.</i> Mapa Conceptual del Planteamiento del Problema.	14
<i>Figura 2.</i> Modelo Gráfico de las Hipótesis	19
<i>Figura 3.</i> Estudios realizados para comprobar empíricamente la hipótesis de mercado eficiente.....	28
<i>Figura 4.</i> Factores que determinan la calidad de la información contable.	35

RESUMEN

Las finanzas son una clave de éxito en el campo empresarial y de interés para investigadores a nivel mundial. Una de sus áreas de estudio es la calidad de la información contable medida a través de la relevancia valorativa. El comportamiento de la calidad de la información contable se ha tratado escasamente en entornos como el latinoamericano y no se ha podido encontrar evidencia de que se la relacione con la responsabilidad social corporativa (RSC) en un modelo de relevancia valorativa. Esta investigación evalúa si la adopción de prácticas de RSC mejora la calidad de la información contable en empresas de América Latina que cotizan en el mercado bursátil a través de la construcción de un modelo de relevancia valorativa.

La revisión de la literatura respalda que las empresas que son socialmente responsables presentan comportamientos más éticos que repercuten en la transparencia de las cifras contables haciéndolas más relevantes para los inversionistas y por tanto mejorando su calidad. Como resultado de la investigación se encuentra que la calidad de la información contable mejora cuando las empresas adoptan prácticas de RSC.

INTRODUCCIÓN

La responsabilidad social corporativa es una actividad voluntaria que cada vez más empresas adoptan alrededor del mundo e implica que las decisiones que tome la gerencia maximice el valor de la empresa garantizando el bienestar de sus *–stakeholders–*. Se fundamenta en la ética de los negocios que desemboca en claridad de sus procesos y transparencia en la información que divulga.

La contabilidad forma parte de la información que las empresas presentan al mercado. Cuando la información contable es de alta calidad es más relevante para los inversionistas. La relevancia valorativa ha sido estudiada desde 1970, bajo la teoría de mercados eficientes, en Europa, Asia, América del Norte y escasamente en ciertos países de América Latina, sin embargo no existe evidencia empírica de la influencia de la responsabilidad social corporativa sobre este concepto.

La importancia de esta investigación se centra en las contribuciones que aporta al desarrollo de la disciplina financiera: contribuye al conocimiento sobre el comportamiento de la relevancia valorativa en las empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa como medida de la calidad contable así como su relación con la responsabilidad social corporativa. Tiene valor metodológico puesto que se propone crear un modelo econométrico. Finalmente, puesto que el efecto de la RSC en la calidad de la información contable es positivo y el mercado lo reconoce, motiva al empresario a realizar este tipo de prácticas generando valor no solo para el inversionista sino para toda la sociedad.

En el capítulo primero se presentan los antecedentes del planteamiento del problema que se basó en la revisión preliminar de la literatura y en un mapa conceptual que sintetiza la problemática de estudio. Luego se definen los objetivos de la investigación y se plantea la hipótesis en la que se clarifican las variables dependientes e independientes utilizando un esquema gráfico. Por último se delimita y justifica el estudio, en donde se evidencian los aportes que se consiguen con el desarrollo de la investigación.

El capítulo segundo contiene el marco teórico del estudio que aborda temas como mercados eficientes, calidad de la información contable y responsabilidad social corporativa.

El tercer capítulo está constituido por la metodología y los resultados. Se construyen tres modelos de relevancia valorativa para medir la calidad de la información contable basados en el modelo de Ohlson. Para obtener los resultados se aplica estadística descriptiva y posteriormente regresión cuantil con ordenamiento de datos panel sobre una muestra de empresas latinoamericanas que cotizan en el mercado bursátil.

En un cuarto apartado se presenta la discusión de los resultados y las futuras líneas de investigación. Se encuentra que la calidad de la información contable mejora cuando la empresa realiza prácticas de responsabilidad social corporativa.

Para finalizar se citan las fuentes bibliográficas utilizadas.

Capítulo 1. NATURALEZA Y DIMENSIÓN DEL ESTUDIO

En este capítulo se aborda la problemática de estudio y a través de su desarrollo se tratan todas las aristas que posteriormente permitirán la ejecución de la investigación.

En la primera sección se realiza una revisión preliminar de la literatura en la que se incluyen temas de relevancia valorativa, calidad de la información contable y responsabilidad social corporativa, organizados en una línea de tiempo que posteriormente permite plantear el problema de investigación y resumirlo en una pregunta.

En un segundo momento se establecen los objetivos generales y específicos de investigación, en la tercera sección se plantea la hipótesis general y finalmente se exponen la delimitación y justificación del estudio.

1.1. Planteamiento del problema de investigación

La problemática de interés se presenta a partir de la relevancia valorativa como medida de la calidad de la información contable que es afectada por la RSC. Cada uno de estos temas forma parte de la revisión de la literatura que posteriormente desemboca en la declaración del problema, su mapa conceptual y la pregunta de investigación.

1.1.1. Antecedentes teóricos

El estudio de la *relevancia valorativa* está amparado bajo la teoría de mercados eficientes que marca su inicio con Kendal y Bradford (1953) quienes analizan el comportamiento de los precios de las acciones en el mercado llegando a la conclusión de que los inversionistas no tiene forma de predecir los precios en el futuro puesto que no siguen ningún patrón anterior.

Fama y Malkiel (1970) prueban empíricamente la hipótesis de mercados eficientes obteniendo como resultado que el equilibrio de mercado se puede establecer en términos de ganancias esperadas y que se requieren tres condiciones que en la práctica no se cumplen y que no afectan en mayor grado su validez: no hay costo de transacción en la negociación de valores, toda la información está disponible para todos los participantes sin costo, todos los participantes están de acuerdo con las implicaciones del precio, la información actual así como en la distribución de los precios futuros. Por tanto comprueban que los precios de las acciones se comportan aleatoriamente y que incluyen toda la información disponible en el mercado.

El precio de la acción es una de las dos perspectivas que se consideran para la valoración de empresas conocida como perspectiva externa (valor de mercado) únicamente observable en aquellas empresas que cotizan en bolsa. La otra perspectiva es la de valor intrínseco susceptible de medirse desde la dimensión contable. La correspondencia entre éstas dos perspectivas constituyen la relevancia valorativa de la información contable (Milla, 2011).

Al realizar una revisión bibliográfica sobre el desarrollo de la relevancia valorativa se encuentra entre los primeros autores a Ball y Brown (1968) quienes investigan la información implícita en las variables generadas por la contabilidad a través de la asociación que existe entre los principios contables generalmente aceptados, GAAP por sus siglas en Inglés (*General Accepted Accounting Principles*) y el precio de la acción en el mercado demostrando que las ganancias generadas por una empresa contienen información que afecta el precio de sus acciones. Indican que sería importante establecer la magnitud del impacto de las ganancias esperadas en el precio de la acción además de la relación que existe entre estas dos variables.

Beaver (1968) demuestra que existe una dramática relación entre los reportes anuales de ganancias de las firmas y el cambio de precio de las acciones así como su volumen. Estos resultados concuerdan con los obtenidos por Ball y Brown y recomienda la misma línea para futuras investigaciones.

Durante los años siguientes fueron esporádicos los estudios y los avances en el área de la valoración de empresas a través de la información contable por otra parte el término relevancia valorativa no está diseminado hasta el artículo de Ohlson (1995) quien basado en el desarrollo teórico y empírico de sus antecesores propone un modelo bajo el concepto de que la generación de valor puede medirse a través de la diferencia entre el valor en libros (perspectiva de valor intrínseco) y el valor de mercado (perspectiva de valor extrínseco).

La propuesta de Ohlson involucra variables contables del estado de cambios del capital considerando que tiene una función integradora porque influye en el balance general y en el estado de resultados a través del valor en libros, las ganancias y las utilidades repartidas. La diferencia entre las dos últimas variables se convierte en ganancias retenidas netas conocidas como excedente limpio (*clean surplus relation*).

El excedente limpio tiene la característica de ser igual al valor presente de las ganancias residuales esperadas. Las ganancias residuales son el resultado de la diferencia entre el valor de mercado y el valor en libros es decir descansa en el "*goodwill*" (valor de

reputación) de la organización. El desarrollo del modelo muestra la relevancia de las ganancias residuales esperadas como variable determinante del valor de una firma.

El modelo desarrollado por Ohlson fue aplicado por varios autores en economías desarrolladas y países emergentes entre los que figuran:

Collins et al. (1997) en respuesta a varios autores que señalaron la pérdida de relevancia valorativa cómo un hecho definitivo investigaron los cambios sistemáticos de la relevancia valorativa en las ganancias y el valor en libros en un periodo de 41 años (1953-1993) en empresas estadounidenses.

Descomponen el modelo de Ohlson para aislar el efecto de las variables y concluyen que la relevancia valorativa de las variables combinadas (ganancias netas y el valor en libros) habían presentado un ligero incremento por otra parte señalan que existe una pérdida de relevancia valorativa en las ganancias netas que se compensa con el incremento de la relevancia valorativa del valor en libros debido a la creciente frecuencia de las ganancias negativas, los cambios en el tamaño promedio y el crecimiento de los intangibles en las empresas. El estudio no establece si el incremento en la relevancia valorativa se debe a la adopción de las GAAP o a cambios en la economía así como tampoco el efecto de la relevancia valorativa por industria que se esperaría sea diferente en cada una.

Más tarde Ohlson (2001) replantea el modelo EDB (*earnings, dividends and book value*), como solución a la valuación que explica cómo las utilidades, el valor en libros, los dividendos y las utilidades esperadas en el siguiente periodo (residuales), permiten establecer retornos esperados y por tanto el valor de la firma y llega a las mismas conclusiones que otros modelos como PVED (*present value of expected dividends assumption*) o RIV (*the residual income valuation*).

El modelo se aplica también en mercados emergentes, uno de los estudios los desarrollan Al-Hares et al. (2012), en el que examinan la relevancia valorativa del valor en libros, las ganancias y los dividendos en empresas no financieras incluidas en el Kuwait *Stock Exchange*

(KSE), en el periodo 2003 al 2009, después de que fuera controlado el impacto de la crisis global. Sus resultados empíricos evidencian que existe relevancia valorativa en el valor en libros y en las ganancias netas y que los dividendos no tienen relevancia valorativa cuando en el modelo están presentes las ganancias netas sin embargo cuando son utilizados como un sustituto de las ganancias se vuelven relevantes. Concluye además que la relevancia valorativa de la información contable no responde a los efectos de la industria y que es mayor en empresas grandes que en empresas pequeñas.

En el contexto Latinoamericano se puede citar el trabajo de Vásquez (2013) quien emplea el modelo de Ohlson y demuestra que la relevancia valorativa del valor en libros y ganancias netas incrementa debido a la actualización en las Normas de Información Financiera (NIF) en empresas que cotizan en la Bolsa de Valores Mexicana entre 1992 y 2010 y que la relevancia valorativa es mayor en empresas grandes. Señala que sería importante que futuras investigaciones incluyan otras variables contables distintas a las típicamente empleadas en el modelo y que se identifiquen aquellas que mayormente se afectan con la adopción de las nuevas normas contables.

Rodríguez et al. (2017) se preguntan si la introducción de las IFRS ha afectado la calidad de la información contable en países latinoamericanos como México, Argentina, Chile y Brasil en un periodo de 14 años entre el 2000 y 2014 encontrando que existe un incremento de relevancia valorativa cuando se incrementa la calidad en la normativa contable y que el conservadurismo después de la adopción de las IFRS está presente únicamente en empresas grandes de México, Chile y Brasil, pero no en Argentina. No se incluyen variables macroeconómicas en el estudio sin embargo señalan que los diferentes entornos económicos de los países afectan a la relevancia valorativa.

Ashraf et al. (2017) utilizan tres modelos de medición de la relevancia valorativa para establecer lo que sucede en Alemania e Inglaterra antes y después de la adopción de las IFRS. Recopilan información tres años antes de la aplicación de las normas entre 2001 y 2004 y tres años después de la adopción de las normas entre 2004 y 2007. El primer modelo planteado es el propuesto por Ohlson, el segundo incorpora al modelo anterior el indicador de

apalancamiento financiero y los dividendos pagados, con la intención de medir el efecto de otra información financiera sobre el precio de las acciones y en el tercero agregan una combinación de variables contables y macroeconómicas.

En el primer modelo establecen que el valor en libros tiene relevancia valorativa mientras en las ganancias existe un deterioro. En el segundo modelo se llegó a la conclusión de que a largo plazo la relevancia valorativa está creciendo más en el Reino Unido que en Alemania. Con el tercer modelo se deduce que el poder explicativo del valor en libros incrementa en Reino Unido en tanto que en Alemania la influencia de la información macroeconómica es mayor.

En contraposición a lo detallado en los párrafos anteriores existen numerosos estudios que señalan que la información contable ha perdido relevancia valorativa. Se han realizado en distintos años y contextos y en su mayoría utilizan el modelo de Ohlson, entre ellos se cita:

Francis y Schipper (1999) marcan que entre 1954 y 1994 los estados financieros han perdido relevancia valorativa para los inversionistas en E.E.U.U en las ganancias e incremento de la relevancia en el valor en libros del patrimonio aclarando que no se encuentra relación entre la tecnología y pérdida de relevancia valorativa y que tampoco se puede decir que se ha llegado a niveles no deseados de relevancia valorativa.

Sinha y Watts (2000) estudian las decisiones de inversión de empresas que se desarrollan en mercados oligopólicos y concluyen que existe pérdida de relevancia valorativa en estos mercados y que esa pérdida declina los resultados económicos en mercados de competencia imperfecta acotando que la cantidad de información que reciben los inversionistas así como el canal del que ésta información se obtiene son económicamente relevantes.

Core et al. (2003) aduce el inicio de un nuevo periodo económico a partir de 1990 debido a la creciente importancia de la Internet y encuentran que existe una pérdida de relevancia valorativa en las variables financieras tradicionalmente usadas para realizar la valuación patrimonial entre 1975 y 1999 en empresas estadounidenses lo que no implica que exista un relación inestable entre las variables contables fundamentales y el valor de la firma.

Pourheydari (2008) realiza un estudio en el que compara la relevancia valorativa a través de la combinación utilidad-valor en libros y dividendos-valor en libros en empresas que cotizan en el *Tehran Stock Exchange* (TSE) entre 1996 y 2004. Concluye que en efecto existe una relación positiva entre el valor en libros, los dividendos, la utilidad y el valor de mercado, que los dividendos tienen mayor poder explicativo que las ganancias y que en conjunto todas las variables han perdido relevancia valorativa durante el periodo de estudio y que puede deberse a lo volátil del mercado de valores y a la inflación que disfraza la diferencia entre el valor de mercado y el valor en libros.

En conclusión existe disyuntiva entre si se ha perdido relevancia valorativa o si por el contrario se ha fortificado sin embargo en los estudios analizados no se encuentra evidencia de que no existe relevancia valorativa y tampoco se pone en duda la validez del modelo de Ohlson para establecerla.

Otro tema importante de revisar dentro de los antecedentes es de la ***Calidad de la información contable*** para abordarlo iniciamos enmarcándolo en el contexto de la presente investigación.

Un inversionista que toma como referente la información contable se beneficia de la calidad con la que se genera y se presenta en los informes financieros. De acuerdo a Lillrank (2003) el concepto de calidad de la información es ambiguo y para su análisis lo trata en partes: información y calidad. Información se define como el significado que tiene los datos dentro de un contexto. El concepto de calidad depende de los requerimientos de quien hará uso de la información por tanto el estándar de calidad se satisface cuando se cumple con el criterio especificado por el usuario. Para el caso de este estudio el usuario de la información contable es el inversionista a quién le interesa que ésta refleje con la menor dispersión posible el valor intrínseco de la empresa.

Chen et al. (2011) investiga la calidad de los reportes financieros en empresas que no cotizan en bolsa en países emergentes para lo que utiliza la encuesta empresarial del Banco Mundial. El estudio señala que la relevancia valorativa es menor en países menos

desarrollados en tanto que la demanda por información financiera hace que la calidad de los reportes sea mayor en empresas que cotizan en bolsa. Con base en las dos ideas anteriores la investigación concluye que la calidad de la información contable contribuye a reducir la asimetría en la información y a tomar mejores decisiones de inversión.

Por otra parte Hope et al. (2017) llevan a cabo un trabajo de investigación en más de 19.000 firmas estadounidenses entre 2002 y 2009 en el que puntualizan que la calidad de los reportes financieros mejora como consecuencia de la demanda de los *stakeholders* y no únicamente por la demanda de los inversionistas. Este criterio relaciona la calidad de la información contable con las prácticas de responsabilidad social corporativa al contemplar el concepto de *stakeholder*.

Cuando se trata de información contable la calidad viene de la mano con la transparencia y responsabilidad con la que la empresa genera y presenta su información financiera, criterios que forman parte de su manejo ético y socialmente responsable.

Para poner en perspectiva la concepción de **Responsabilidad Social Corporativa**, debemos citar a Carroll (1999) quien en su estudio de la historia de este concepto determina que es reconocido como tal en los años 50 cuando la responsabilidad social es ligada al área de los negocios. Señala a Howard R. Bowen como el padre de la RSC por su obra publicada en 1953, en esa obra Bowen (1953) sostiene que una empresa demuestra su fundamento moral en la medida en la que responde a la sociedad, sigue un comportamiento ético y respeta el entorno legal.

A raíz de los casos de escándalos contables de la década de 1990, Jo (2003) apoya la idea de que los inversionistas están realmente consternados por la RSC y el comportamiento ético en los negocios en América Latina lo que causa que prefieran invertir en acciones de empresas socialmente responsables que se perciban de alta calidad.

Por otra parte Freeman et al. (2004) expone la disyuntiva entre el objetivo económico de una empresa y su responsabilidad social. Para el autor el comportamiento ético y la economía

no son dos cuestiones que se puedan separar sin embargo en la práctica y en cierta línea teórica la única responsabilidad de la empresa es con sus accionistas haciendo caso omiso del bienestar de la sociedad en general o *–stakeholders–* para ser más precisos, lo que en sus palabras causa que la práctica de RSC sea “una tarea de Sísifo”.

Jamali (2008) señala que la práctica de la RSC es menos compleja si se la aborda desde la perspectiva de los *–stakeholders–* pues considera que las actividades de la empresa que llevan a satisfacer las necesidades de los *–shareholders–*, llámese generación de utilidades, maximización de la riqueza e incluso generación de valor se logran respetando a los *–stakeholders–*. El respeto por los *–stakeholders–* en la actividad normal de la empresa debería reflejarse en la contabilidad y en general en los reportes de la empresa.

Según Garriga y Melé (2011) la RSC es un concepto complejo y controversial alrededor del que se generan varias teorías que convergen en un mismo sentido al señalar que las empresas con prácticas de RSC tienden a comportamientos más éticos y transparentes lo que concuerda con Kim et al. (2012) que en su investigación sostienen que la RSC está basada en los siguientes principios: “hacer lo correcto” y “beneficiar a la sociedad haciendo lo que es éticamente correcto”.

La responsabilidad social corporativa, según Almeida et al. (2012) es la causa de que se haya volcado el interés a la generación de valor con responsabilidad social transitando de generar valor para los *–shareholders–* a generar valor para los *–stakeholders–*.

En la misma línea Gao y Zhang (2015) señalan que las empresas consideradas como socialmente responsables presentan un comportamiento más ético en la generación de sus reportes financieros y su información contable exhibe mayor relevancia valorativa por tanto permiten una mejor valoración de las empresas. Empíricamente establecen que las firmas con un mayor RSC *score* reducen o evitan la manipulación de las utilidades, presentan un mejor rendimiento financiero y la relevancia valorativa de sus ganancias mejora significativamente.

Glegg et al (2017) concuerdan con la investigación del autor señalado en el párrafo anterior cuando en la revisión de la literatura sobre RSC encuentran que las firmas con prácticas de RSC generan reportes con altos estándares éticos y financieros lo que indica que tienen menor asimetría en su información.

En conclusión la calidad de la información contable es medible a través de la relevancia valorativa, una de las formas para medirla es el modelo de Ohlson (1995). La calidad de la información contable es mayor en empresas que tienen mayor presión de sus *–stakeholders–* así como de sus inversionistas y mejora cuando la empresa adopta el compromiso de tener comportamientos más éticos a través de la responsabilidad social corporativa. En la revisión de la literatura no se ha encontrado evidencia de que el comportamiento de la calidad de la información contable, la relevancia valorativa y su relación con la RSC se hayan estudiado a profundidad en América Latina.

1.1.2. Declaración del problema

La relevancia valorativa definida por Chang (1999) como la habilidad de los números contables para resumir información interna en los precios de las acciones debería mejorar cuando existe mayor calidad de la información financiera y si se asume que el concepto de calidad en este campo depende de la transparencia y comportamiento ético de las empresas entonces y de acuerdo a Kim et al. (2012) y Gao y Zhang (2015) las empresas que realizan prácticas de RSC presentan un comportamiento más ético frente a sus reportes financieros haciendo que su información sea más relevante para el mercado.

A pesar de lo amplio de los estudios se encuentran dos puntos importantes, por un lado son escasas las investigaciones de calidad de la información y relevancia valorativa realizados en América Latina y por otro lado en este contexto no se ha encontrado evidencia en la que se establezca si la responsabilidad social corporativa contribuye a que mejore significativamente la calidad de la información contable.

Esta situación podría deberse al lento desarrollo del mercado de valores en Latinoamérica y a que ser socialmente responsable es una práctica relativamente nueva en el campo empresarial, de carácter voluntario, que no ha logrado reflejarse en la creación de valor interno y mucho menos en la generación de valor externo.

Por lo tanto, esta investigación asume el reto de llenar el vacío aportando información sobre el efecto de la responsabilidad social corporativa en la calidad de la información contable en América Latina a través de la construcción de un modelo econométrico de relevancia valorativa. Se espera encontrar que la calidad de la información contable mejora cuando el mercado identifica a la empresa como socialmente responsable puesto que presentan comportamientos más éticos en sus reportes financieros.

1.1.3. Mapa conceptual del planteamiento del problema

En base a la revisión de la literatura a continuación se esquematiza el problema de estudio. El mapa conceptual representa que los inversionistas analizan las opciones de inversión a través de las medidas de creación de valor intrínseca y extrínseca. La creación de valor interno es susceptible de medir a través de las variables contables fundamentales, patrimonio neto y EBIT, en tanto que la creación de valor extrínseco se lo puede medir a través de la evolución del precio de las acciones en el mercado.

Por otra parte, la responsabilidad social corporativa se asocia con la generación de valor para los *–stakeholders–* que a través de sus criterios éticos de comportamiento debería mejorar la calidad de la información. Si se considera que la información contable mejora su calidad cuando la empresa realiza prácticas de responsabilidad social corporativa entonces también se espera que mejore la relevancia valorativa. Ver figura 1.

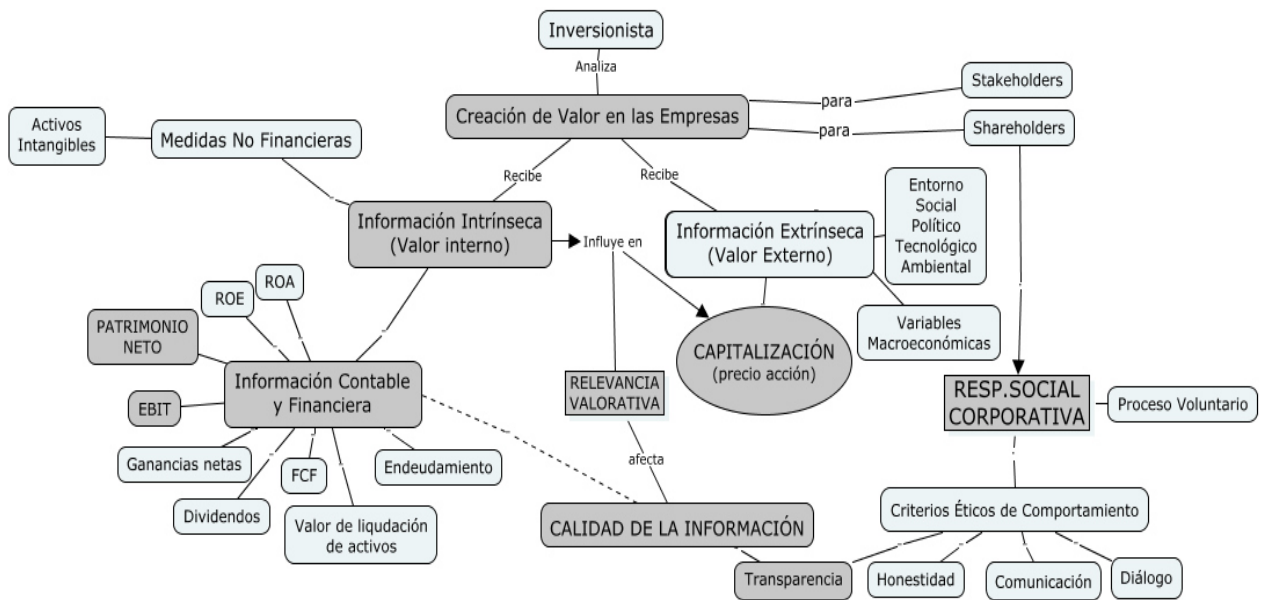


Figura 1. Mapa Conceptual del Planteamiento del Problema.

Fuente: Elaboración propia con información obtenida de diferentes autores

1.1.4. Pregunta de investigación

En la revisión de la literatura se concluyó que la calidad de la información contable es medible a través de la relevancia valorativa. Una de las formas de establecer la relevancia valorativa es a través del impacto de variables contables fundamentales como el ingreso operativo y el patrimonio neto en la capitalización de mercado. Por otra parte cuando una empresa adopta prácticas de responsabilidad social corporativa debería generar información más transparente y por tanto de mejor calidad. Así la ***pregunta central de investigación*** del presente protocolo es la siguiente:

¿Cuál es el impacto de la adopción de prácticas de responsabilidad social corporativa en la calidad de la información contable en las empresas de América Latina que cotizan en el mercado bursátil?

En la pregunta anterior están inmersas variables como el patrimonio neto y la utilidad operativa que contribuirán a evaluar el efecto de la RSC sobre la relevancia valorativa y por tanto su impacto en la calidad de la información, bajo este concepto es importante establecer el efecto de cada una de las variables contables fundamentales que se utilizarán en el modelo y por otra, preguntarnos la consecuencia que tiene la responsabilidad social corporativa sobre las variables al actuar en conjunto y por cada país de origen de las empresas.

Por lo expuesto, las ***preguntas secundarias de investigación*** se han trazado así:

- a) ¿Cuál es la diferencia del impacto que tiene el EBIT en la capitalización cuando las empresas realizan prácticas de responsabilidad social corporativa?
- b) ¿Cuál es la diferencia del impacto que tiene el patrimonio neto en la capitalización cuando las empresas realizan prácticas de responsabilidad social corporativa?
- c) ¿Cuál es la diferencia del impacto de las variables contables fundamentales y la responsabilidad social corporativa en la capitalización de acuerdo al país de origen de las empresas?

- d) ¿Cuál es la diferencia del impacto de las variables contables fundamentales y la responsabilidad social corporativa en la capitalización de acuerdo al sector de actividad económica en el que operan las empresas?

1.2. Objetivos de la investigación

Con la finalidad de contribuir con información empírica del impacto que tiene la responsabilidad social corporativa sobre la calidad de la información se han establecido un objetivo general y objetivos específicos.

1.2.1. Objetivo general

El desarrollo de la presente investigación pretende aportar conocimiento sobre el comportamiento de la calidad de la información contable cuando las empresas asumen prácticas de responsabilidad social corporativa para lo que se plantea el siguiente objetivo general:

“Evaluar si la adopción de prácticas de responsabilidad social corporativa mejora la calidad de la información contable en empresas de América Latina que cotizan en el mercado bursátil con la construcción de un modelo de relevancia valorativa”.

1.2.2. Objetivos específicos

Se estima necesario plantear los siguientes objetivos específicos con los que se conseguirá cumplir el objetivo general:

- a) Analizar los estudios realizados sobre relevancia valorativa y los distintos modelos que existen para medirla.

- b) Establecer la relación de las variables contables fundamentales y su impacto en la capitalización.
- c) Comparar el impacto de las variables contables fundamentales en la capitalización de empresas con prácticas de responsabilidad social corporativa en relación a empresas que no realizan éstas prácticas.
- d) Establecer el impacto de la responsabilidad social corporativa en la calidad de la información contable de acuerdo al país de origen de las empresas.
- e) Establecer el impacto de la responsabilidad social corporativa en la calidad de la información contable de acuerdo al sector de actividad económica al que pertenecen las empresas.

El impacto de las variables contables fundamentales: patrimonio neto y utilidad operativa (EBIT) en la capitalización es entendido como relevancia valorativa medida comúnmente con el modelo de Ohlson (1995), aplicado por Collins et al. (1997), Barth (1994), Al-Hares et al. (2012), entre otros autores.

1.3. Hipótesis general de investigación

Como respuesta a la pregunta general de investigación y con fundamento en la revisión de la literatura la hipótesis planteada se detalla en las siguientes líneas.

1.3.1. Declaración de la hipótesis

Se ha señalado anteriormente que la relevancia valorativa mide el impacto de las variables contables en la capitalización de mercado de las empresas. Las variables contables que se utilizan para medir la relevancia valorativa son el patrimonio neto y el beneficio antes de intereses e impuestos, EBIT por sus siglas en Inglés (*earnings before interest and taxes*) y como capitalización de mercado se entiende el precio que toman las acciones de una empresa en el mercado.

Por otra parte, en la revisión bibliográfica se ha encontrado que las empresas con prácticas de RSC tienen comportamientos éticos que mejoran la calidad de la información contable. Con esas consideraciones, se espera probar la siguiente hipótesis:

“La adopción de prácticas de Responsabilidad Social Corporativa mejora la calidad de la información contable en empresas de América Latina que cotizan en el mercado bursátil”.

Para medir la calidad de la información contable se tomará de base el modelo de Ohlson (1995), que permitirá establecer si el patrimonio neto y el EBIT impactan en mayor grado en la capitalización de mercado de las empresas con prácticas de responsabilidad social corporativa. Si se confirma lo señalado, entonces la calidad de la información contable mejora cuando se realizan prácticas de RSC. Ver figura 1.2

Modelo de relevancia valorativa útil para medir la calidad de la información contable

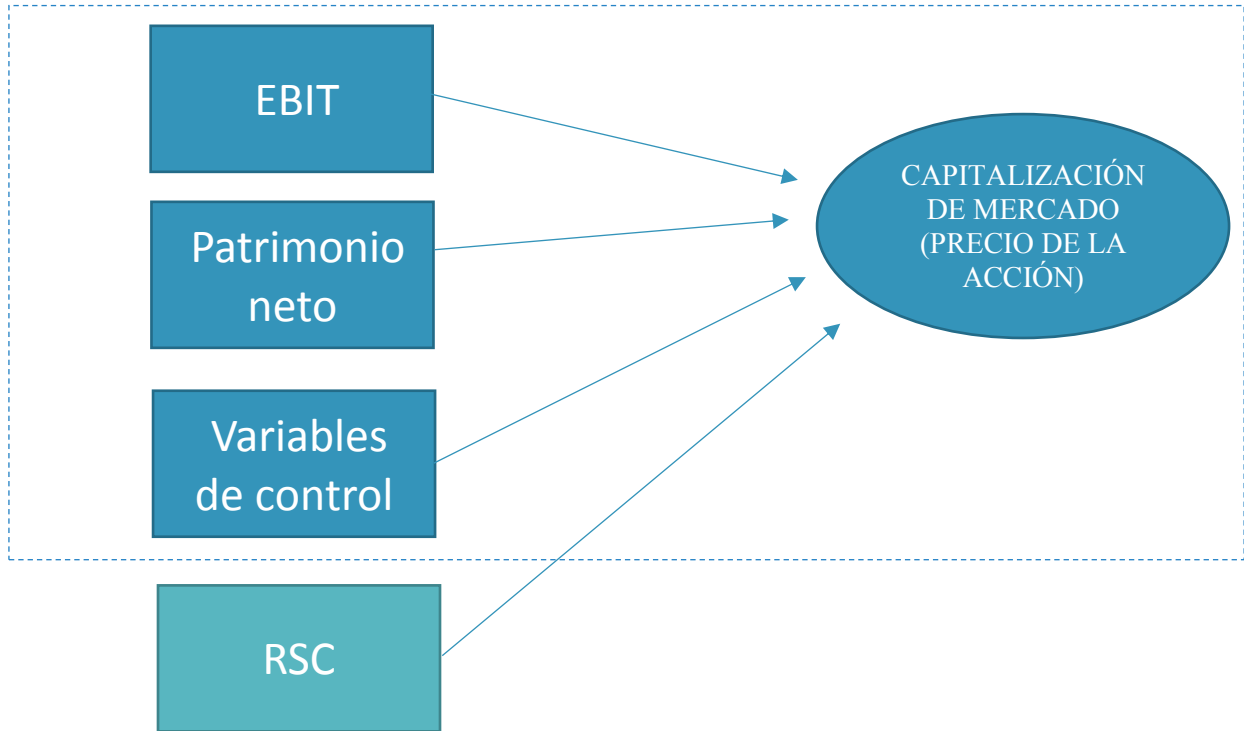


Figura 2. Modelo Gráfico de las Hipótesis
Fuente: Elaboración propia

1.3.2. Operacionalización de la hipótesis.

Tabla 1
Operacionalización de las Hipótesis

Tipo	Factor	Dimensión	Definición	Indicador
VI	Información contable	Variables contables fundamentales (explicativas fundamentales)	Las variables contables fundamentales son medidas de la generación de valor intrínseco de una empresa (Al-Hares et al., 2012) y a través de ellas se logra establecer la relevancia valorativa (Ohlson, 1995).	Patrimonio neto EBIT (Utilidad Operativa)
		Variables de control	Las variables de control se han utilizado en diversos estudios (Pagano et al., 2002), (Lang et al., 2006), (Rodríguez et al., 2017) para considerar el efecto que ciertos factores tienen sobre la información contable, como el tamaño de la empresa, el crecimiento, el apalancamiento financiero, los flujos de caja, el país de origen de la información entre otros.	Eficiencia: ventas totales/total activos Riesgo: tasa de cambio anual de pasivo de un año con respecto al anterior. Tamaño: logaritmo natural del total de activos
VI	Responsabilidad Social Corporativa	Identificación de la empresa como socialmente responsable	La RSC implica que una empresa se desarrolle teniendo presente las demandas y necesidades de sus – <i>stakeholders</i> – (Johnson's, 1971) comportándose éticamente y respetando el entorno legal (Bowen, 1953).	Variable dicotómica que toma valor de 1 ó 0 dependiendo de si la empresa realiza o no prácticas de responsabilidad social corporativa. Se identificará si la empresa realiza éstas prácticas a través de reportes al Global Reporting Initiative (GRI) (Marimon et al., 2012)
VD	Información de Mercado	Valor de la empresa en el mercado de valores	El precio de la acción es una de las dos perspectivas que se consideran para la valoración de empresas, conocida como perspectiva externa (valor de mercado), únicamente observable en aquellas empresas que cotizan en bolsa (Milla, 2011).	Precio por acción, multiplicada por el número de acciones en circulación

Fuente: Elaboración propia

Nota: VI: Variable independiente, VD: Variable dependiente

1.4. Delimitación y justificación del estudio

1.4.1. Delimitación

Son sujetos de investigación todas las empresas Latinoamericanas de capital privado que coticen en la bolsa de valores, con estado activo, excepto aquellas que pertenezcan al sector financiero entre 2006 y 2018. Se hace una distinción entre aquellas empresas que realizan prácticas de RSC y aquellas que no las realizan de acuerdo a sus reportes al GRI (Global Reporting Initiative). Los datos se obtienen de la plataforma Bloomberg.

1.4.2. Justificación

La relevancia valorativa ha sido ampliamente estudiada, sin embargo en la bibliografía revisada no existe evidencia empírica del impacto de la información contable en la capitalización de empresas latinoamericanas, así como tampoco de si existe diferencia en la calidad de la información y por tanto en la capitalización cuando la empresa realiza prácticas de responsabilidad social corporativa.

La importancia de esta investigación radica en las contribuciones al desarrollo de la disciplina financiera y que son las siguientes:

- Valor teórico: El estudio aporta al conocimiento sobre el comportamiento de la relevancia valorativa en las empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa como medida de la calidad de la información contable así como su relación con la responsabilidad social corporativa.
- Valor metodológico: El aporte metodológico radica en la creación de un modelo econométrico que permite cumplir con el objetivo de la investigación.
- Valor práctico: Finalmente, el efecto positivo de la RSC en la calidad de la información contable es reconocido por el mercado, lo que motiva al empresario a realizar este tipo de prácticas generando valor no solo para el inversionista sino para toda la sociedad.

Capítulo 2. MARCO TEÓRICO

En este apartado se desarrolla la revisión de la literatura de la capitalización, la calidad de la información contable y la responsabilidad social corporativa.

La capitalización constituye la variable dependiente y es abordada desde el punto de vista de la teoría de mercados eficientes, se realiza un recorrido por los aportes teóricos y de investigaciones aplicadas en donde se destaca el concepto de que los precios de las acciones son capaces de reflejar toda la información disponible en el mercado.

Parte de la información del mercado que se resume en los precios es la información contable, la misma que para ser de calidad debe cumplir ciertas características cualitativas y cuantitativas, se señala al modelo de relevancia valorativa de Ohlson como válido para medir la calidad de la información contable.

Finalmente se desarrolla el concepto de la responsabilidad social corporativa, sus pilares fundamentas, la teoría de los *–stakeholders–* así como su aporte a la transparencia de la información a través de comportamientos más éticos que al final del día se traduce en una incremento de la calidad de la información. Se aborda además el tema de la identificación de la empresa como socialmente responsable a través del GRI.

2.1. Capitalización de Mercado

La capitalización está constituida por el valor total de las acciones de una firma en el mercado es decir el precio de cada título multiplicado por la cantidad de acciones en circulación. El interés de la investigación financiera se ha centrado en explicar el comportamiento de los precios de las acciones y tras años de estudio y distintos aportes teóricos y empíricos se establece que los precios tiene la capacidad de resumir toda la información disponible en el mercado. En los párrafos siguientes se expone la teoría de

mercados eficientes así como los estudios empíricos realizados en esta materia en los que se pone a prueba la teoría con resultados diversos.

2.1.1. Teoría de Mercados Eficientes

El mercado de capitales juega un papel importante en el desarrollo económico puesto que a través de la inversión se coloca eficientemente el ahorro en el sector real de la economía entonces el desarrollo económico de una sociedad va de la mano con un sistema financiero saludable y eficiente en el que se incluye el mercado de capitales. Ruiz y Ruiz (2015) le atribuyen cinco funciones claves: suministro de liquidez, diversificación del riesgo, fuente de información para los actores, control de prácticas de gobierno corporativo y finalmente canalización del ahorro.

El desarrollo de la investigación en este campo se interesa por definir lo que es la eficiencia en el sector financiero y cuáles son los factores que la determinan pues es una de sus características esenciales. Para Bayraktar (2014) la eficiencia del mercado financiero es una de las claves para el desarrollo y crecimiento económico tanto de economías emergentes como de aquellas más desarrolladas y es a su vez afectado por el entorno económico y social de cada país.

De acuerdo a la revisión de la literatura el estudio de la eficiencia de mercado inicia con Kendall y Brandford (1953) quienes desarrollan un estudio matemático y estadístico sobre el comportamiento de los precios en el mercado británico llegando a la conclusión de que los patrones en las series de tiempo de los precios son menos sistemáticas de lo que hasta ese entonces se pensaba.

A partir de la publicación de Kendall y Branford, Roberts (1959) critica el análisis técnico del mercado financiero que se basa en el estudio de patrones para predecir el comportamiento futuro de los precios. Propone un modelo para demostrar que los patrones de las gráficas que se observan en el análisis técnico se pueden crear artificialmente con una tabla de números aleatorios. Concluye que las imperfecciones en el mercado serían rápidamente

advertidas por los inversionistas y corregidas con sus reacciones, que los precios no tienen memoria y que el análisis debe ser complementado con variables económicas.

Fama (1965) determina que existen dos formas comunes de analizar el mercado: el análisis técnico y el análisis fundamental. Por una parte el análisis técnico acepta que la historia de los precios genera patrones que sucederán en el futuro. Quien predice bajo esta teoría debe habituarse a los patrones y reconocer situaciones repetidas, la predicción se basa en la probabilidad de ocurrencia de un hecho. Por otra parte el análisis fundamental o método de valor intrínseco asume que en cualquier momento los activos tienen un valor intrínseco o precio de equilibrio que está en manos de las ganancias potenciales. Las ganancias futuras dependen de factores como la calidad de la gerencia, la industria y la economía entre otros. El análisis fundamental consiste en determinar si el precio de un activo financiero está sobre o bajo su valor intrínseco.

Así mismo el autor define como un mercado eficiente aquel en el que existe un gran número de competidores racionales en el que el precio de un activo se ajusta inmediatamente a su valor intrínseco reflejando toda la información disponible, en el que el cambio sucesivo de los precios de activos individuales es independiente uno de otro lo que se conoce como paseo aleatorio. La teoría del paseo aleatorio implica que las series de variación de los precios de las acciones no tienen memoria es decir que los eventos pasados no pueden ser aplicados para predecir el futuro. El patrón de comportamiento futuro de los precios es tan predecible como una serie de números aleatorios.

Por su parte Samuelson (1965) utiliza un modelo estocástico de variación de precios del que deduce que el precio de un periodo no está correlacionado con el precio del periodo anterior y quizás es completamente independiente de este, acotando que el patrón de precios sigue un paseo aleatorio con lo que llega a la misma conclusión que sus predecesores.

En la conceptualización de Fama y Makiel (1970) el mercado bursátil tiene como función primordial ubicar el capital en la mejor opción de inversión, para que la función se cumpla los

precios de los activos financieros como por ejemplo el de las acciones deben reflejar toda la información disponible y el mercado debe estar en equilibrio.

El equilibrio de mercado se puede establecer en términos de ganancias esperadas y la teoría de mercados eficientes requiere de tres condiciones: no hay costo de transacción en la negociación de valores, toda la información está disponible para todos los participantes sin costo y todos los participantes están de acuerdo con las implicaciones del precio y con la información disponible.

Los autores demarcan que en la práctica existen costos de transacción, la información para todos los participantes no siempre es gratis y siempre existirán inversionistas que estén en desacuerdo con la forma en la que se construyen los precios. Sin embargo que las transacciones tengan costo no implica que el precio de los valores no refleje toda la información disponible, no es necesario que toda la información sea gratuita y esté disponible para todos los inversionistas basta con que esté disponible para un número suficiente de ellos, por último si existen participantes que no están de acuerdo con la formación de precios no implica ineficiencia sino que esos actores estarán constantemente realizando las mejores evaluaciones posibles con la información disponible e implícita en los precios de mercado.

Desde el enfoque de Aragonés y Mascareñas (1994) en un mercado eficiente suceden dos cosas: por una parte, los precios de los activos financieros manifiestan toda la información disponible y se ajustan ágilmente cuando esta información cambia. Por otra parte, los activos son valorados de manera inmejorable y cuando esto no sucede existe una discrepancia entre su precio y su valor intrínseco lo que causa sobre o subvaloración del título dando lugar a la especulación.

Si los especuladores logran obtener información asimétrica sobre la diferencia precio–valor la utilizan para su provecho dando señales al mercado que son interpretadas por otros inversionistas quienes reaccionan presionando el precio de los activos hasta que el mercado nuevamente alcanza su equilibrio. Por lo anterior concluyen que el precio de un título valor es un predictor eficiente del futuro, es un reflejo de su valor intrínseco y esa valoración genera un

rendimiento que responde a su nivel de riesgo, el valor intrínseco de un activo a su vez está constituido por sus flujos de caja esperados.

Ball (1994) tiene una posición contraria a la definición de mercado eficiente de Fama quien modela la eficiencia del mercado bursátil en términos de la reacción de los precios al flujo de información nada más apartado del concepto económico de eficiencia que según su criterio está asociado a producción e intercambio. Señala que la construcción del modelo se basa en una reacción no sesgada de los precios a la información y que teóricamente funciona, más cuando se lleva el modelo a la práctica se encuentra que existen desviaciones capaces de dejar ganancias considerables y que fácilmente se transforman en variables como el tamaño, el día de la semana de la transacción, el ratio precio/valor en libros, entre otros.

Otro aspecto importante en la reflexión de Ball (1994) es que los primeros estudios de eficiencia de mercado al no tener sustento económico son puramente estadísticos pues se basan en el “paseo aleatorio”. Reconoce que en el trabajo no publicado de Harry Roberts (1967) se diferencian tres tipos de información requeridos por Fama en su definición de mercado eficiente: precios históricos, información de acceso público e información privada con lo que por primera vez se reconoce que el término eficiencia debe estar ligado a un nivel específico de información.

El punto de coincidencia de las posiciones de Arangón y Mascareñas (1994) y Ball (1994) es que a partir del trabajo de Roberts (1967) se reconocen tres diferentes tipos de eficiencia: débil, semi fuerte y fuerte que posteriormente generaron estudios empíricos con métodos específicos para cada uno de ellos.

El acceso a información compuesta únicamente por los precios históricos de los activos en el mercado genera una hipótesis de eficiencia débil pues como se mencionó anteriormente los precios no siguen un patrón establecido y es difícil que un inversionista pueda utilizar la información para obtener rendimientos superiores al promedio (Duarte y Mascareñas, 2013). A esta forma de analizar el mercado se le conoce como análisis técnico que a saber de Brun y Moreno (2012) es cuando el inversionista hace uso de la evolución histórica del precio de la

acción, intentando establecer patrones que le lleven a conseguir una ventaja en el precio de las acciones.

La hipótesis de eficiencia semi fuerte supone la incorporación de información pública a la información histórica de los precios lo que debería ampliar las posibilidades del inversionista de obtener ganancias mayores al promedio sin embargo si la hipótesis de eficiencia funciona el precio de los activos ya incorpora esta información y cualquier análisis fundamental sería inútil (Arangón y Mascareñas, 1994). El análisis fundamental de acuerdo a Brun y Moreno (2012) es el uso de toda la información pública disponible: contable, de gestión, del macro y microentorno para predecir el comportamiento del precio de las acciones.

Por último, la hipótesis de eficiencia de mercado fuerte radica en la utilización de información privada es decir privilegiada que es más difícil de obtener que los otros dos niveles de información antes citados por tanto en este caso el precio de los títulos incorporan información histórica de precios, información pública e información privada (Duarte y Mascareñas, 2013). El análisis fundamental es el que se ejecuta en este nivel de eficiencia y al igual que en el anterior es estéril de cumplirse la eficiencia de mercado.

La constante disyuntiva entre los estudios a favor y en contra de la teoría de mercados eficientes especialmente por la escasa prueba empírica de la hipótesis fuerte llevan a Lo (2004) a plantear una hipótesis de mercado adaptativo que a su criterio reconcilia las discrepancias en la línea de pensamiento financiero.

La propuesta está basada en la evolución de las interacciones económicas y en la neurociencia que inserta la psicología en la economía por lo que considera que en la vida real el comportamiento y preferencias de los inversionistas causa fricciones en el mercado. El mercado por tanto presenta ciclos, tendencias, burbujas, crisis (Sierra et al., 2015), constantes ocasiones de arbitraje, la relación entre el riesgo y el rendimiento no es estable en el tiempo por tanto la eficiencia de mercado es dinámica.

2.1.2. Información y valor de mercado

El punto de partida de la teoría de mercados eficientes marcado por Roberts (1959), Fama (1965) y Samuelson (1965) desencadenó múltiples estudios empíricos en distintas dimensiones y al amparo de variadas técnicas y métodos con la intención de comprobar la eficiencia de mercado que se ilustran en la figura siguiente. Cada uno de ellos son aproximaciones pues como describe Ball (1994) existen variables que no son directamente observables como el retorno esperado de un activo cuando no se posee información.

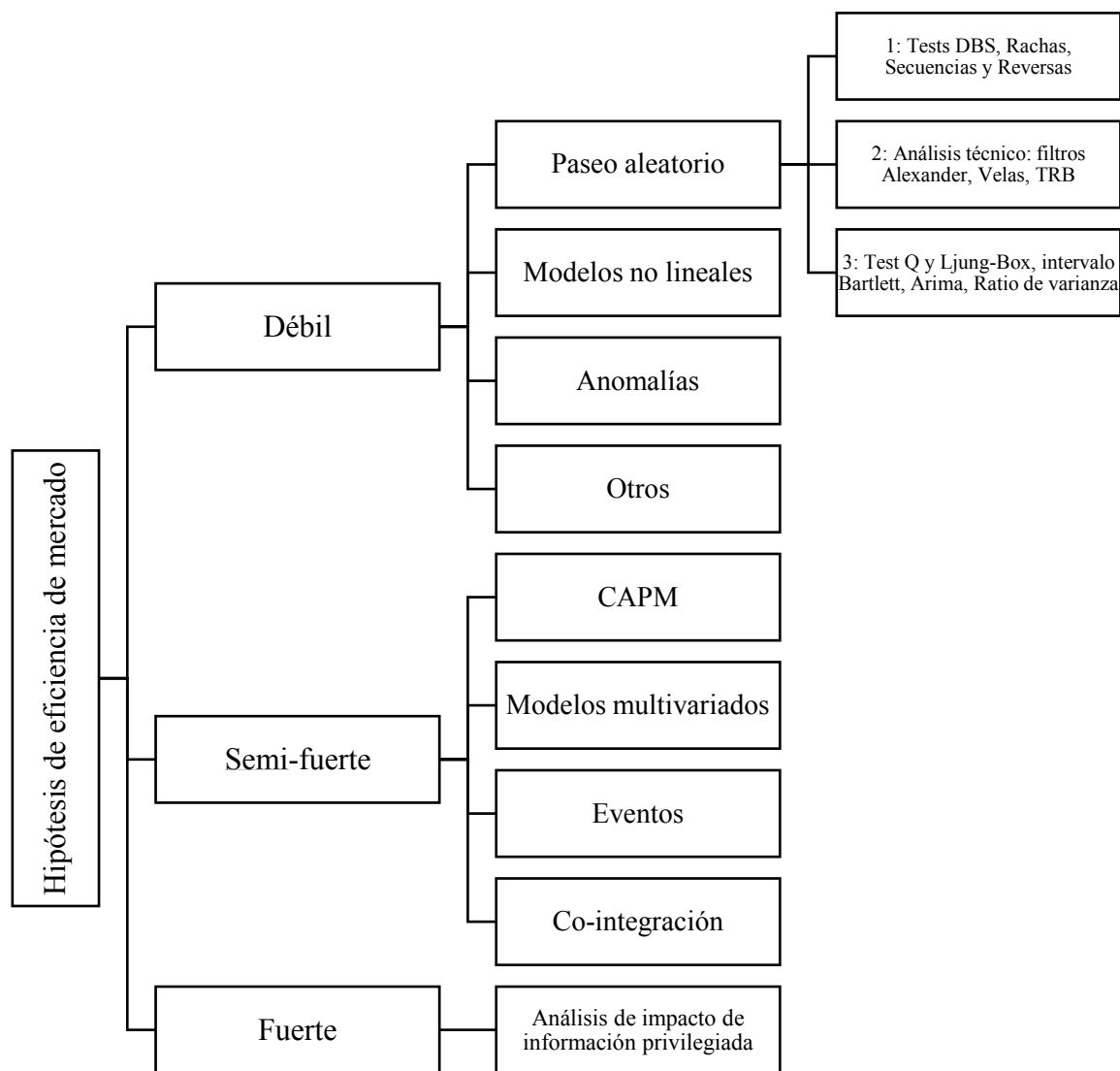


Figura 3. Estudios realizados para comprobar empíricamente la hipótesis de mercado eficiente. Adaptado de Duarte y Mascareñas (2013).

A saber de Arangón y Mascareñas (1994) los estudios de hipótesis débil se realizan en su mayor parte con paseo aleatorio, los de hipótesis semi fuerte con el modelo CAPM (*capital asset prices model*) y los de hipótesis fuerte se concentran en información privada que generan rendimientos sobre la media del mercado de acuerdo al nivel de riesgo finalmente señalan que con el objetivo de conocer que tan eficientes son los mercados en la práctica el primer interés de los investigadores es establecer el tipo de distribución que siguen las ganancias de las acciones que en general se asume son normales pues facilita la modelación para selección de portafolios de inversión sin embargo como se verá más adelante no siempre es así.

La eficiencia de mercado definida por Fama como la capacidad inmediata de los precios de reflejar toda la información disponible en el mercado motiva la investigación de Chan y Ariff (2002) que tiene como objetivo establecer la velocidad a la que los precios de las acciones en los mercados de Hong Kong, New York y Tokyo incorporan nueva información pero no solo aquella sistemática sino “toda” la información. Concluye que a través del modelo de Damodaran es posible aislar los efectos de la información estructural de la información de mercado y que la información tarda seis días en incorporarse a los precios en Hong Kong alcanzando niveles similares a los de New York y Tokyo.

El estudio de Bayraktar (2014) se centra en establecer la capacidad y el esfuerzo que hacen las economías para incrementar la capitalización de mercado para lo que relaciona el volumen de la capitalización de cada país con el producto interno bruto (PIB), el crédito doméstico, la estabilidad macroeconómica, inflación y tasa de interés además de variables sociales como corrupción, riesgo político y calidad de la democracia. Clasifica a las economías en grupos de acuerdo al nivel de capitalización con respecto al PIB y al esfuerzo que realizan para el desarrollo del mercado financiero.

Como resultado ubica a América Latina entre los países con alta capitalización de mercado en relación al PIB y con grandes esfuerzos por desarrollar el mercado de capitales. Entre los países latinoamericanos citados en el estudio constan: Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México. En este grupo generalmente aparecen países desarrollados o con un nivel medio-alto de desarrollo. Concluye que el exceso de financiamiento o el rápido crecimiento

del crédito podría desencadenar inflación y debilitamiento del sistema bancario lo que por otra parte incrementa la inhibición de crisis financieras, por el lado del gobierno un incremento en la calidad de la burocracia y de sus instituciones podrían fortalecer la eficiencia del mercado financiero.

Duarte y Mascareñas (2014) parten del principio de que en un mercado bursátil eficiente existen similares condiciones de acceso a la información para todos los partícipes. Prueban la hipótesis de eficiencia débil en los países que a su entender son los más representativos del mercado de valores latinoamericano con las tres versiones del recorrido aleatorio.

Utilizan los índices bursátiles de cada zona IPC (México), Ibovespa (Brasil), IGBC (Colombia), IPSA (Chile), IGBVL (Perú) y encuentran que en promedio el mercado latinoamericano presenta mejores beneficios que el S&P500 que va de la mano con el riesgo país también mayor en comparación al de Estados Unidos. Por otra parte notan que la distribución de datos es no normal lo que favorece la modelación de volatilidad con memoria de largo plazo. México, Brasil y Colombia son mercados más eficientes y pasan de ineficientes a eficientes a partir del 2007 en tanto que Chile y Perú a partir del 2011 siendo eficientes en menor grado. El progreso en la eficiencia lo imputan al crecimiento de la capitalización pues se registra un incremento de la inversión extranjera directa como consecuencia de la crisis del 2008.

Para continuar con el contexto latinoamericano se expone el trabajo de Sierra et al. (2015) en el que se prueba la hipótesis de mercado adaptativo. Esta hipótesis considera que la eficiencia es más bien dinámica y constituye un punto de acuerdo entre la teoría de mercados eficientes y las pruebas empíricas que se han realizado a su alrededor rechazándola. La investigación tiene lugar en el mercado bursátil colombiano con la utilización del test estadístico ratio de varianza aplicado a los índices bursátiles de Colombia entre 1991 y 2014. Los hallazgos son consistentes con que el mercado colombiano la eficiencia débil es adaptativa pues los indicadores bursátiles tienen fases de predictibilidad y de incertidumbre aguda rechazando la hipótesis de mercado eficiente.

En México Ruiz y Ruiz (2015) luego de analizar el IPC de las acciones de 20 empresas entre 2000 y 2012 aplican modelos multivariados para distinguir las series en condiciones de estabilidad e inestabilidad financiera en los mercados internacionales. Concluyen que en el mercado mexicano se rechaza la hipótesis de eficiencia débil pues los rendimientos están correlacionados, la ineficiencia es menor desde 2007, las noticias buenas y malas tiene impactos asimétricos sobre la volatilidad, así mismo encuentran que los datos siguen una distribución t de *Student*.

Zhu et al. (2019) estudian el impacto de la crisis financiera global de 2008 en América Latina con datos del cierre diario de Argentina, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú y Brasil en el periodo comprendido entre enero 2003 y diciembre 2014. Usan como punto de corte enero de 2009 pues es evidente la diferencia del comportamiento del mercado antes y después de esa fecha. Ejecutan pruebas de normalidad, exponente de Hurst, test de corridas y análisis multivariante. En general comprueban que la crisis global de 2008 tuvo impacto positivo sobre la eficiencia en América Latina pues la aleatoriedad de los rendimientos es mayor después de la crisis y el mercado por tanto resulta más eficiente y maduro. Por otra parte la volatilidad se reduce después de la crisis, los inversionistas prefieren retomar las inversiones luego de este periodo y no hay oportunidades de arbitraje.

2.1.3. Consideraciones finales

En los apartados anteriores se evidencia que el desarrollo teórico de la eficiencia de mercado marca un punto de referencia en el pensamiento financiero y en el adelanto de la investigación empírica pues con el afán de comprobar o rechazar la hipótesis de eficiencia se ha hecho importantes aportes al conocimiento del comportamiento de los precios de las acciones que en este estudio constituye la variable dependiente identificada como capitalización.

Tomando como referencia los estudios empíricos citados en el desarrollo del marco teórico es innegable el progreso del mercado financiero en América Latina en los últimos años. Según autores como Demirguc-Kunt y Levine (1996) existe evidencia empírica de que en mercados

emergentes como México y Brasil el perfeccionamiento del mercado de valores contribuye al crecimiento económico de largo plazo, permite que proyectos empresariales accedan a financiamiento de largo plazo relativamente barato y por otra parte posibilita que los inversionistas accedan a buenas tasas de retorno sobre la inversión con un riesgo diversificado.

Por otra parte, en el desarrollo del concepto de eficiencia se encontró que los precios de las acciones guardan relación con el valor intrínseco de los activos es decir no debería existir diferencias entre el precio de mercado de las acciones y el valor en libros de las mismas, cuando esta diferencia se hace presente se conoce como generación de valor. El estudio de la generación de valor al amparo de la teoría de mercados eficientes ha involucrado a autores como Modigliani y Miller (1959), quienes demuestran que independientemente de la estructura financiera el valor de una firma en el mercado está determinado por el valor de sus activos.

Se ha revisado también que el mercado no tiene memoria por tanto el comportamiento pasado de los precios no influye en el valor que tomarán en el futuro más bien existe otro tipo de información del entorno que podría ayudar a determinar el comportamiento de los precios así como también información interna generada por la empresa que se expresa en sus estados financieros lo que se conoce en el mundo de las finanzas como relevancia valorativa a la que le dedicaremos el siguiente apartado.

Algunos autores como García-Borbolla (2003) consideran que desde este punto se identifican dos líneas de investigación que involucran relevancia valorativa. Por un lado están los estudios de evento que se basan en el paradigma utilitarista y se conocen también como perspectiva informativa los que consideran que la información contable es capaz de afectar al mercado de valores (relación causa-efecto), se desarrollan entre los años 1970 y 1980, destacándose los trabajos de Ball y Brown (1968) y Beaver (1968). Por otro lado están los estudios de medición que nacen del cuestionamiento del comportamiento eficiente del mercado a mediados de los noventa y concentran su atención en la información de valor que condensan los estados financieros, sus principales autores son Ohlson (1995), Al Hares (2012), entre otros.

Alineado con la perspectiva informativa, los primeros estudios sobre relevancia valorativa se registran con Ball y Brown. Señalan que la contabilidad carece de un marco teórico general lo que causa diferencia en las prácticas contables, por tanto resultados como el ingreso neto son agregados de componentes que no son homogéneos careciendo de significado sustantivo. Sin embargo demuestran empíricamente que existe relación entre la formación de precios de títulos valores en el mercado y el ingreso neto, anota además que hasta un 50% de la formación del precio depende del resultado económico del entorno en el que se desarrollan las firmas.

2.2. Calidad de la información contable

La generación de valor dentro de las empresas es comunicada a los inversionistas a través de sus estados financieros por lo que la calidad con la que son construidos se vuelve un tema álgido a la hora de tomar decisiones de inversión. El concepto de calidad es poco claro y parecería una cuestión de percepción que depende del área en el que se utilice y de quién lo utilice. En el ámbito financiero tiene diferentes aristas, una de ellas se refiere a la calidad de la información y dentro de este campo, a la calidad de la información contable. La cuestión es cómo establecer si existe calidad en la información contable y si mejora cuando se introducen ciertas variables como la responsabilidad social corporativa.

2.2.1. Determinantes de la calidad de la información contable

El concepto de calidad es aplicable a casi todas las dimensiones de la vida entre ellas la información que genera la contabilidad. La calidad comienza por los datos, seguida de la información y los sistemas que se utilizan para generarla de tal forma que sea apta para el consumo del usuario que para el caso de esta investigación es el inversionista.

De acuerdo a lo citado en los antecedentes Lillrank (2003) considera que la información es el sentido que tienen los datos dentro de un entorno. Un conjunto de datos se convierte en

información cuando se le da significado de acuerdo a un contexto por tanto la información se compone de datos, significado y un contexto. La información procede de teorías y elementos que requieren de conocimiento para explicar en base a ella el funcionamiento del universo, los datos son inherentes a las cosas pero el conocimiento es inherente a los agentes por tanto la información instaure una relación entre cosas y agentes. Por otra parte señala que en ciertos procesos el consumidor de la información no es competente para articular sus exigencias pero ese no es el caso de quien consume información contable pues sabe exactamente lo que necesita y es capaz de definir sus requerimientos con claridad.

En referencia a la calidad Lillrank (2003) resalta que está definida por los usuarios de la información de allí que la esencia de la calidad es una cuestión de información y conocimiento sin embargo define algunos atributos que son comunes e independientes del usuario y el conocimiento: precisión, confiabilidad y legibilidad.

En la misma línea Xu et al. (2003) identifica cuatro dimensiones de la calidad de la información: la primera indica que la información debe ser precisa para eso es necesario que el valor registrado sea igual al valor real, la segunda se refiere a que la información debe ser oportuna para lo que se requiere que el valor registrado no esté desactualizado, la tercera se refiere a la integridad es decir que una variable tenga registrados todos los valores que la componen y por último consistencia que se refiere a que la representación de todos los valores sea la misma para todos los casos. En resumen para que la información se considere de calidad debe ser precisa, oportuna, íntegra y consistente y agrega que cuando se trata de información contable además debe ser relevante, concepto que se ampliará más adelante.

Cuando se trata de calidad Lillrank (2003) recomienda distinguir entre la calidad de la información y la calidad de los sistemas de información lo que coincide con el pensamiento de Xu et al. (2003) quien agrega al concepto el tinte contable e indica que las empresas son cada vez más dependientes de software y sistemas computarizados de contabilidad que cuando son de mala calidad generan información contable también de mala calidad. Distingue cinco grupos o *stakeholders* de los sistemas de información contable (SIC): productores de información que son quienes crean o recolectan datos contables para alimentar los SIC,

custodios de la información compuestos por aquellos que diseñan, desarrollan y operan los SIC, administrador de la información que es el responsable de gestionar la calidad de la información en los SIC y los auditores internos que monitorean la calidad.

La siguiente figura es una adaptación de Xu et al. (2003) en la que se ilustra los factores claves que podrían impactar en la calidad de la información contable. El factor humano se refiere a la interacción de las personas con los sistemas lo que podría causar errores en su manejo o ingreso de datos, el factor sistema se refiere a la probabilidad de que el sistema contable no esté diseñado de acuerdo a las necesidades del usuario y que la información que genere no sea la correcta, el factor organizacional afecta la calidad pues es el que emite las directrices para la creación del sistema además de las políticas y estándares para su uso y el factor externo hace referencia a temas externos a la empresa que pueden impactar su operación, el sistema y la calidad de la información.

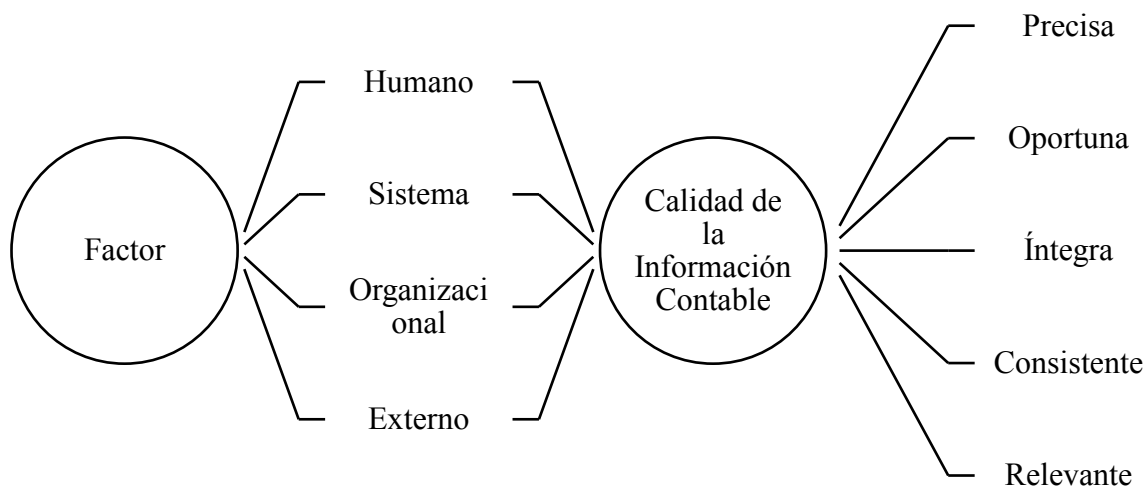


Figura 4. Factores que determinan la calidad de la información contable. Adaptación de Xu et al. (2003).

La teoría de mercados eficientes asume que toda la información se resume en los precios de las acciones por tanto Francis et al. (2005) considera que la información se transforma en riesgo cuando es de mala calidad pues distorsiona el precio de las acciones y lleva al inversionista a tomar decisiones poco acertadas. Puntualizan que el riesgo de información es

un riesgo no diversificable que incrementa el costo de capital de una firma en el que la contabilidad toma un papel protagonista pues si presenta información precisa reduce el riesgo sistemático debido a que en palabras de Gary y Gilles (2006) reduce la asimetría de información entre la gerencia y los proveedores de capital.

En la literatura el tratamiento de la calidad de la información contable se realiza desde dos dimensiones: cualitativa y cuantitativa. En los párrafos siguientes se analizan estos dos enfoques.

El FASB en 1980 emite el segundo estatuto de conceptos de información financiera señalando que las dos cualidades más importantes de la información contable para considerarse de calidad son la relevancia y la confiabilidad. Describe a la relevancia como la capacidad de la información para ayudar a los usuarios a tomar decisiones mientras que la confiabilidad se refiere a asegurar que la información es fidedigna, imparcial y libre de errores.

En cuanto a lo cualitativo el interés se centra en la forma de construir los reportes financieros y las normas que los enmarcan, Barth et al. (2008) señala que los organismos internacionales interesados en la calidad de la información contable como el *International Accounting Standards Board* (IASB) y el *Financial Accounting Standards Board* (FASB) desarrollan una serie de estándares internacionalmente aceptados que aseguren una alta calidad de la información financiera que refleje la posición y el desempeño económico de las firmas.

Barth et al. (2008) operacionaliza la calidad contable utilizando como variables la manipulación de las ganancias, el reconocimiento oportuno de pérdidas y relevancia valorativa. Encuentran que las empresas con menor manipulación de las ganancias, reconocimiento oportuno de pérdidas y mayor relevancia valorativa en las ganancias y valor en libros presentan mayor calidad en el reporte de sus utilidades. El estudio concluye que cuando una empresa utiliza estándares internacionales de contabilidad en lugar de estándares locales la calidad en el reporte de las ganancias aumenta pues evitan la manipulación. El

estudio se realiza con 327 firmas que adoptaron normas internacionales de contabilidad entre 1994 y 2003. Los registros contable son de mejor calidad en aquellas firmas que adoptaron las normas internacionales de contabilidad.

En concordancia con el FASB, McCaslin y Stanga (1983) consideran que el objetivo de los reportes financieros es responder al uso de la información contable para la toma de decisiones. Dentro de las cualidades de la información contable están la facilidad de entendimiento de las cifras, relevancia y confiabilidad así como comparabilidad y consistencia. Se entiende como relevancia que la información debe ser oportuna, tener valor predictivo y/o de retroalimentación. La información es confiable cuando es verificable, neutral y consistente; esta característica se basa en la fiabilidad de los datos. La comparabilidad se refiere a la comparación entre diferentes empresas en tanto que la consistencia se basa en la aplicación de métodos contables que incrementan el valor de la información.

Con una muestra de 55.719 empresas con informes financieros anuales entre 1994 y 2004, Li (2008) realiza un estudio de carácter cuantitativo utilizando el índice FOG de literatura lingüística y Lin computacional que consiste en medir el número de sílabas por oración y el número de sílabas por palabra, entre más palabras por oración y más sílabas por palabra tenga un textos se considera más difícil de leer si todo lo demás se mantiene constante. Encuentran una fuerte relación entre la complejidad de los reportes y el nivel de ingresos generados por las compañías entonces entre mayor utilidad genera una firma sus reportes financieros son más fáciles de entender y viceversa. De la misma manera cuando existe una reducción en las utilidades con respecto al año anterior la complejidad de los reportes financieros aumenta.

La calidad desde el punto de vista cuantitativo ha sido de interés de varios autores como los que se detallan a continuación y han sido diferentes las variables utilizadas para medirla como la calidad de las reservas acumuladas, los flujos de caja, la manipulación de las ganancias, la relevancia valorativa entre otras.

Dechow y Dichev (2002) sugieren un modelo en el que la calidad contable es medida a través de la acumulación de capital de trabajo y de las ganancias basada en la observación del comportamiento de los flujos de caja. El modelo consiste en relacionar las acumulaciones de capital de trabajo como variable dependiente con los flujos de caja operativos pasados, corrientes y futuros como variable independiente. Los residuos representan las acumulaciones que no están relacionadas con los flujos de caja realizados y la desviación estándar de estos residuos se asume como una medida de la calidad de las acumulaciones, una desviación estándar alta denota baja calidad.

Utilizando el modelo descrito en el párrafo anterior Gary y Gilles (2006) analizan la influencia de la calidad contable en la eficiencia de las inversiones. Introducen modificaciones al modelo original combinando cuatro medidas como variables binarias: ganancias agresivas, evasión de pérdidas, alizamiento de ganancias e información oportuna. Señalan que para la teoría clásica los gerentes dotados de capital invierten hasta que el retorno marginal es cero y por tanto no debería existir asociación entre los flujos de caja generados y la inversión. En la práctica varios factores contribuyen a que no se cumpla el concepto anterior como la información asimétrica entre los gerentes y los inversionistas. El segundo problema es el de agencia, cuando los gerentes persiguen su comisión por desempeño y construyen un imperio en lugar de regresar a los inversionistas el exceso de efectivo. Una información contable transparente debería mitigar los dos efectos.

Chen et al. (2011) realizan una investigación con la base del Banco Mundial de 76 países entre 2002 y 2005 en los que se incluyen países desarrollados y en economías emergentes con el objetivo de establecer si existe diferencia en la calidad de la información contable entre las empresas que cotizan en bolsa y aquellas que no lo hacen. Llegan a la conclusión de que la calidad de los reportes financieros afectan la eficiencia de las inversiones, que las firmas que cotizan en bolsa presentan mayor calidad en sus reportes financieros, la calidad es menor en países con escasa protección al inversionista, sistemas financieros orientados a la banca y reglas financieras que se conforman con reportar para fines impositivos. Para medir la calidad el enfoque es cuantitativo usando las reservas acumuladas.

La calidad de la información contable es la precisión con la que los estados financieros proveen de información a los inversionistas sobre los flujos de caja futuros es una definición de Callen et al. (2013) quienes se interesan por estudiar lo que sucede en los mercados en los que existen imperfecciones en la información como asimetrías y fragmentación que causan retraso en el ajuste de los precios. En su investigación demuestran que la información de mala calidad causa retraso en el ajuste de los precios distorsionando el mercado pues las firmas con menor calidad de información contable tienen retornos mayores que aquellas con mejor calidad.

En Europa específicamente en Reino Unido y Alemana Li Eng y Lin (2013) comparan la calidad de la información contable de las empresas que cotizan en bolsa con aquellas que no lo hacen. Encuentran que la calidad de la información contable está relacionada con la manipulación de las ganancias, reconocimiento oportuno de las pérdidas y el retorno esperado sobre la inversión y encuentran que la calidad de la información contable es la misma independientemente de si las compañías cotizan o no en bolsa. Utilizan estudios ya realizados para comparar la calidad de los estados financieros con las empresas de Estados Unidos llegando a la conclusión de que las empresas que cotizan en bolsa en Estados Unidos tienen mayor calidad de información contable que las de Alemana y Reino Unido.

Por su parte Anagnostopoulou y Tsekrekos (2015) señalan que la calidad contable es medida por la correlación entre la acumulación de capital de trabajo y los flujos de efectivo operativos actuales pasados y futuros. Generan una regresión entre estas dos variables en periodos trimestrales e industrias específicas y se analiza sus residuos. El supuesto utilizado es que los inversionistas basan su decisión en un análisis de flujos de caja futuros por tanto se requiere de una medida que capture la incertidumbre de la información en los flujos de caja. Utiliza la calidad de la información contable como una medida del riesgo y la relaciona con la volatilidad del precio de la acción en el mercado con los anuncios de ganancias trimestrales en las empresas de distintas industrias.

En México Garza et al. (2016) se interesan por establecer si la calidad de la información contable mejora cuando las firmas adoptan normas internacionales de información financiera

(NIIF) y establecen a través de un modelo de relevancia valorativa que en efecto los inversionistas confían más en las cifras contables elaboradas bajo NIIF lo que implica una mejora en la calidad de la información contable. El estudio se lleva a cabo en 141 empresas que cotizan en bolsa entre 2000 y 2013.

Tabla 2

Autores en Calidad de la Información Contable: Enfoque Cualitativo

Título	Autor	Fecha	Objetivo/Pregunta de Investigación	Variables incluídas	
				Independiente	Dependiente
Statement of Financial Accounting Concepts No. 2 - Qualitative Characteristics of Accounting Information	FASB (Financial Accounting Standards Board)	1980	Examinar las características/cualidades que hacen a la información contable útil	N/A	N/A
Related Qualities of Useful Accounting Information	McCaslin, T., y Stanga, K.	1983	Demostrar que la calidad de la información se establece por su relevancia y su grado de confiabilidad	Costos, Inventarios, Propiedad planta y equipo, ganancias por acción, utilidad operativa, depreciación bajo distintos tipos de valoración.	Relevancia-confiabilidad
Key issues of accounting information quality management: Australian case studies	Xu, H., Nord, J., Nord, G., y Lin, B.	2003	Establecer los factores que impactan en la calidad de la información contable	Exactitud, Información oportuna, Completa y Consistente,	Calidad de la Información
Annual report readability, current earnings, and earnings persistence.	Li, F	2008	Demostrar que cuando una empresa genera pérdidas más complejos son los reportes financieros	FOG	Beneficio de la empresa
International accounting standards and accounting quality.	Barth, M., Landsman, W., y Lang, M.	2008	Demostrar que la adopción de normas internacionales de información financiera afecta a la calidad de la información contable	Retorno anual de las acciones	Adopción de Niif

Fuente: Elaboración propia

Tabla 3

Autores en calidad de la información contable: Enfoque cuantitativo

Título	Autor	Fecha	Objetivo/Pregunta de Investigación	Variables incluidas	
				Independiente	Dependiente
The quality of accruals and estimation errors	Dechow, P. M., Dichev, I.D.	2002	Crear un modelo econométrico que establezca el efecto de las acumulaciones de capital de trabajo sobre los flujos de caja de capital como medida de la calidad de la información contable	Flujo operativo pasado presente y futuro	Cambios en el Capital de Trabajo
Accounting quality and firm-level capital investment	Gary, C., y Gilles, H.	2006	Establecer si las distorsiones en la información afectan a la calidad de la información contable a través del modelo de Dechow y Dichev (2002)	Flujo operativo pasado presente y futuro	Cambios en el capital de trabajo, ganancias agresivas, evasión de pérdidas alizamiento de ganancias, información oportuna
Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets	Chen, F., Hope, O., Li, Q., y Wang, X.	2011	Establecer la diferencia en la Calidad de la Información contable entre empresas que cotizan en bolsa y empresas que no cotizan en bolsa	Reservas acumuladas	Cotiza o no cotiza en bolsa
Accounting Quality, Stock Price Delay, and Future Stock Returns* Accounting Quality, Stock Price Delay, and Future Stock Returns.	Callen L., Khan, M., y Hai, L.	2013	Establecer si la calidad de la información contable se ve afectada por la imperfección de la información asociada con el retraso en la formación del precio de las acciones.	Calidad de la Información contable	Velocidad de Ajuste del precio de las acciones

Fuente: Elaboración propia

Tabla 4

Autores en calidad de la información contable: Enfoque cuantitativo

Título	Autor	Fecha	Objetivo/Pregunta de Investigación	Variables incluidas	
				Independiente	Dependiente
Accounting Quality, Stock Price Delay, and Future Stock Returns* Accounting Quality, Stock Price Delay, and Future Stock Returns.	Callen L., Khan, M., y Hai, L.	2013	Establecer si la calidad de la información contable se ve afectada por la imperfección de la información asociada con el retraso en la formación del precio de las acciones.	Calidad de la Información contable	Velocidad de Ajuste del precio de las acciones
Accounting quality of German and UK cross-listings.	Li Eng, L., y Lin, J.	2013	Comparar la calidad de la información contable de aquellas empresas que cotizan en bolsa con aquellas que no lo hacen	Calidad de la Información contable	Manipulación de ganancias, reconocimiento oportuno de pérdidas, retorno esperado sobre la inversión
Accounting quality, information risk and implied volatility around earnings announcements.	Anagnostopoulou, S. C., y Tsekrekos, A.	2015	Demostrar que la calidad de la información contable está relacionada con la acumulación de capital de trabajo y anuncio de ganancias esperadas	Precio de la acción en el mercado	Acumulación de capital de trabajo, anuncio de ganancias trimestrales
Efecto en la calidad de la información ante cambios en la normatividad contable: caso aplicado al sector real mexicano.	Garza, S., Cortez, A., Méndez, S., y Rodríguez, M.	2016	Demostrar que la adopción de Niif mejora la calidad de la información contable	Precio de la acción en el mercado	Variables contables fundamentales, adopción de Niif

Fuente: Elaboración propia

2.2.2. Relevancia valorativa

En la revisión preliminar de la literatura se evidenció que la relevancia valorativa es un tema estudiado desde 1950 y que se fundamenta la teoría de mercados eficientes. La relevancia valorativa es considerada como la transmisión de información del valor interno de la empresa al mercado a través de las cifras contables. Esta información es resumida en el precio de las acciones de forma casi automática según la hipótesis semi fuerte de eficiencia de mercados. Entre mejor calidad tenga la información contable contenida en los reportes financieros más relevante será para los inversionistas y por tanto tendrá mayor impacto en el precio de las acciones.

En el estudio de la calidad de la información contable se han identificado dos perspectivas que Regojo (1993) describe como sigue: la primera de carácter normativo que tiene como interés establecer los requisitos de los estados financieros para reflejar de manera consistente la situación patrimonial y de generación de beneficios de la empresa, la segunda con carácter positivo que se centra en el provecho que obtienen los usuarios de la información. Este segundo enfoque se conoce como relevancia valorativa que el autor puntualiza como la capacidad de la información financiera de determinar el precio de los títulos y e influir en la toma decisiones de inversión una vez divulgada.

La relevancia valorativa se ha dimensionado desde distintos enfoques que Francis y Schipper (1999) describen como formas alternativas de interpretarla:

1. Los estados financieros lideran los precios de las acciones pues capturan información de valor intrínseco de las que se derivan los precios por lo que la relevancia valorativa debería medirse a través de los ingresos generados por cambios en las normas contables.
2. La información de los estados financieros es relevante si contiene medidas que contribuyan a predecir dividendos, flujos de caja futuros o ingresos residuales que descontados generen información que vaya a parar al precio de las acciones.
3. La relevancia valorativa basada en la relación estadística que tienen las variables contables y los precios de las acciones se presenta de dos formas: a. Ligada a lo oportuno

de la información financiera, anuncio de ganancias esperadas o dividendos y la formación de expectativas. b. Hace referencia a la habilidad de los estados financieros para captar información relevante para el mercado independientemente de la fuente en donde se genera, no constituye una información previa de la que se extraen otras variables, es el uso directo de las cifras contables. Esta investigación comulga con esta forma de interpretación de la relevancia valorativa.

Entre los primeros autores interesados en el estudio de la relevancia valorativa se ubica a Ball y Brown (1968). Su objetivo es demostrar la utilidad que tiene para el inversionista examinar el contenido de información contable oportuna de una firma. Parten de que la contabilidad carece de un marco teórico propio por tanto cuando se la estudia se debe tener presente que existen diferencias en las prácticas de registro lo que genera que rubros como el ingreso neto sea un agregado de componentes que no son homogéneos. Para salvar esta situación se amparan en la teoría de mercados eficientes indicando que los inversionistas leen la información contable de la empresa y que si en efecto la nueva información va a parar al precio de las acciones entonces los reportes contables son útiles para el mercado a pesar de las diferencias en los registros.

El modelo propuesto por Ball y Brown incorpora como variable contable la variación del ingreso neto de una empresa en función de la variación del ingreso neto en otras firmas que representa la información de ingreso del mercado, desagrega la variable ingreso en ganancias y pérdidas esperadas utilizando el método de mínimos cuadrados ordinarios y el índice de Fisher. Basados en investigaciones previas señalan que se evidencia que parte de las ganancias de una empresa son explicadas por el desempeño de la economía en la que se desarrollan y otra parte por las políticas de la empresa y que de toda la información a cerca de una firma que está disponible durante un año la mitad o más es capturada en el dato de su ingreso en ese año, por tanto su contenido es considerable sin embargo el reporte de ingreso anual no puede considerarse un medio de comunicación oportuno.

El interés por entender la importancia de la información contenida en los anuncios de las ganancias de una empresa para el mercado llevan a Beaver (1968) a investigar la relación que

existe entre el anuncio de ganancias y la variación del precio y el volumen de las acciones a través del modelo precio-volumen.

Beaver señala que cuando existe nueva información en el mercado como el reporte de ganancias se genera una divergencia en el precio entonces el número de acciones negociadas (volumen) sube o baja hasta que el precio se ajuste, en conjunto la variación del precio y el volumen reflejan los cambios en las expectativas del mercado siendo el precio más sensible que el volumen ante cambios en las condiciones de mercado. El estudio se desarrolla en 143 empresas entre 1961 y 1965 en Estados Unidos llegando a la conclusión de que el anuncio de ganancia genera reacción en precio y volumen, sugiere que el anuncio de dividendos podría tener el mismo efecto en el mercado y deja abierta esta línea para futuras investigaciones.

Martin (1971) investiga la relevancia de la información contable para decisiones de inversión en donde asevera que los contadores generan información importante para los usuarios de reportes anuales y por tanto se debe ser más cuidadoso en la forma de registro, en las normas que se emiten para tal efecto y en las leyes que lo rigen. Encuentra un alto grado de explicación de la variación del rendimiento del mercado y las variables contables medidas a través de R^2 . Utiliza un modelo de regresión multivariante en el que mide el rendimiento del mercado en función de variables como el flujo de caja operativo, el incremento en ventas de acuerdo al gasto del capital, las ventas, el pago de dividendos, el nivel de activos, la depreciación, el margen neto, el margen operativo y el retorno sobre la inversión a valor en libros.

Posteriormente, Peasnell (1982) desarrolla matemáticamente la relación que existe entre el valor económico de una empresa y el valor presente de los flujos futuros de las utilidades registradas en el sistema contable. El valor económico de una empresa es entendido como el valor de mercado de la firma y con la tasa de descuento apropiada el valor actual de los flujos futuros se convierten en el excedente limpio que sumado al valor en libros de la empresa es igual a su valor económico. Por tanto los números contables están relacionados con el valor de mercado de la empresa medida en la actualidad por la capitalización.

En los años siguientes se desarrollan múltiples estudios sobre la relación de ciertas variables contables y el precio de las acciones bajo el mismo enfoque descrito en los párrafos anteriores, sin embargo en la literatura revisada y como se mencionó en los antecedentes no se encuentra evidencia de mayores aportes o del uso del término relevancia valorativa para referirse al impacto que tiene la información contable en la capitalización de mercado hasta los estudios de James Ohlson.

El modelo desarrollado por Ohlson (1995) se basa en el trabajo matemático de Peasnell, relaciona el valor interno de una empresa medido por su valor en libros con el valor de mercado de la misma representado en su capitalización, la diferencia entre estas dos dimensiones se atribuye a la creación de valor *–goodwill–* y es susceptible de calcular a través del valor actual de las ganancias esperadas. El modelo se sostiene en un marco teórico neoclásico y distingue el efecto que tienen sobre la capitalización de mercado cada una de las siguientes variables: las ganancias, el valor en libros y el pago de dividendos. Está diseñado para admitir información más allá de las variables incluidas en él pues podrían existir eventos que afecten las expectativas de las ganancias futuras que se traduzcan en variables contables con relevancia valorativa.

En suma Ohlson resalta que se puede derivar el valor de una firma a través del excedente limpio calculado como el valor presente de las ganancias residuales que no hacen referencia a dividendos ni pasados ni futuros. El excedente limpio o *–goodwill–* está relacionado con las ganancias residuales en dos pasos: primero, el excedente limpio implica que el *–goodwill–* es igual al valor presente del residual de las ganancias esperadas y segundo, las ganancias residuales obedecen a un proceso de auto-regresión a través del cual el *–goodwill–* se iguala a las ganancias residuales actuales escaladas por una constante positiva.

Para Ohlson, el modelo es importante porque los datos que se obtienen de la contabilidad tienen un comportamiento estocástico y aunque generen indicadores de valor incompletos la ponderación de las ganancias y el valor en libros proporcionan el núcleo de la función de valoración. En cuanto a los dividendos señala que tienen la propiedad de disminuir el valor en libros mas no afectan el valor de las ganancias generadas en el periodo actual lo que

incrementa el significado económico del patrimonio contable para los accionistas, termina enmarcando el modelo con la teoría desarrollada por Modigliani y Miller.

Según Modigliani y Miller (1958) los dividendos desplazan el valor de mercado de la firma en la misma proporción en la que se contrae el precio de la acción pues la empresa para asumir ese pago deberá emitir acciones por la misma cuantía anulando así el efecto en el incremento de la capitalización. Indican que los dividendos son una decisión de una cantidad de dinero que se reparte y lo que realmente interesa son las decisiones de inversión que se hicieron para generar esos dividendos por tanto no tiene efecto en el valor de la empresa.

La propuesta de Ohlson ha sido ampliamente utilizada en el estudio de la relevancia valorativa y esa variedad lleva a Shan (2015) a distinguir tres grupos de estudios: primero, medir el incremento o decremento de la relevancia valorativa cuando existen cambios en el entorno o en la regulación contable como la adopción de NIIF. Segundo, medir el impacto de la industria o entorno en el que se desempeña la empresa y por último medir la relación entre la relevancia valorativa y la manipulación contable. La presente investigación se enmarca en los primeros dos grupos pues analizará el cambio en la calidad de la información contable a través de un modelo de relevancia valorativa cuando la empresa adopta prácticas de RSC y segundo analiza la industria y el país en el que se desarrolla la empresa.

En las líneas siguientes se detallan varias investigaciones interesadas en medir la relevancia valorativa a través del modelo de Ohlson y que se identifican fácilmente con los tres grupos mencionados en el párrafo anterior. Abarcan manipulación contable, conservadurismo, cambios en el entorno y el uso de distintas variables contables y métodos estadísticos que dejan ver la amplitud con la que se ha estudiado el tema de la relevancia valorativa y su medición a través del modelo antes citado.

En Francia, Martinez (2003) toma como muestra 918 firmas entre 1994 y 2001. Incorpora al modelo como variables independientes los ingresos y el flujo de caja. Encuentra que existe una relación no lineal entre la capitalización y variables contables lo que mejora la relevancia valorativa. Su estudio resalta que cuando se clasifican las empresas por su tamaño,

apalancamiento y ciclo de vida mejora el poder de explicación que tiene las variables contables sobre la capitalización. Encuentra que los ingresos son más relevantes para empresas pequeñas, con mayor apalancamiento y en etapa de expansión y que la relación no lineal se ajusta mejor para empresas pequeñas, bajo nivel de deuda y en etapa de madurez. Señala además que los flujos de caja no revelan mayor información que la contenida en los ingresos.

La manipulación de las ganancias es otra área de estudio en el campo de la relevancia valorativa y es motivo de estudio de Habib (2004) en el contexto japonés para lo que investiga el comportamiento de 5.318 empresas entre 1992 y 1999. Encuentra que la manipulación de las ganancias está negativamente relacionada con la relevancia valorativa del patrimonio y los ingresos y es estadísticamente significativa lo que se traduce en que la manipulación de las ganancias reduce la calidad de la información comunicada a los inversionistas.

El pago de impuestos de las empresas se hace sobre la utilidad gravable que en varias empresas es distinta de la reportada a los accionistas de la empresa y por tanto al mercado. La diferencia entre la utilidad reportada a las autoridades para el pago de impuestos y las reportadas a los inversionistas es un síntoma del deterioro de la calidad de las ganancias y por tanto de su relevancia valorativa.

En esta línea Rohaya et al. (2009) someten a estudio a 294 empresas que cotizan en la bolsa de Malasia entre 2000 y 2004, aplican análisis multivariante y concluyen que en efecto existe diferencia significativa entre la utilidad reportada para el pago de impuestos y la reportada a los accionistas por tanto el ingreso gravable posee información útil sobre la calidad de las ganancias reportadas. A su criterio las estrategias de planeación de impuesto permiten que las empresas hagan uso oportunista de sus reglas para reportan menor utilidad para el pago de impuestos que la que se informa a los inversionistas.

En China cambian las normas contables a partir del 2001 para adoptar GAAP. El cambio de entorno motiva el estudio de Chalmers et al. (2010) quienes miden la relevancia valorativa de las variables contables fundamentales: patrimonio y utilidades para establecer si mejora la calidad de la información contable con la adopción de nuevas normas contables con un

modelo de regresión múltiple. Concluyen que tanto el patrimonio como las utilidades tienen relevancia valorativa y que esta relevancia mejora luego de adoptar las normas contables GAAP.

El conservadurismo entendido como la información contable que la empresa no es capaz de divulgar o no lo quiere hacer afecta también la relevancia valorativa. Un ejemplo de estudio en esta línea es el de Beisland y Hamerg (2013) desarrollado en Suiza en el que señalan que existen ciertos tipos de inversión que no son fácilmente vistos por el mercado como por ejemplo el desarrollo del capital humano y que generan ingresos sostenibles aunque menores que los que generan inversiones no sostenibles, este comportamiento hace que los ingresos sean cada vez más parecidos a los flujos de caja.

En su investigación distinguen industrias tradicionales de no tradicionales para aislar el impacto del conservadurismo generado por las inversiones antes descritas en la relevancia valorativa. Además de encontrar que el conservadurismo afecta negativamente la relevancia valorativa también concluyen que las condiciones económicas y de la industria en la que se desarrollan las empresas son factores que impactan en la calidad de la información contable.

Shan (2015) se basa en el modelo de Ohlson para medir la relevancia valorativa en función de la manipulación de las ganancias y la calidad del gobierno corporativo en 1.012 firmas del Shanghai Stock Exchange entre 2001 y 2005. Utiliza el modelo de mínimos cuadrados en dos etapas para hipótesis simultáneas. La primera ecuación mide la relevancia valorativa en función de las variables contables y la segunda, la manipulación contable. Encuentran que las empresas que incurrieron en manipulación de ganancias presentan menor relevancia valorativa y que el gobierno corporativo ayuda a restringir la manipulación.

Tahat y Alhadab (2017) incorporan al modelo de Ohlson los flujos de caja operativos, de inversión y financiamiento además del patrimonio y las utilidades por acción para medir el efecto de la crisis del 2008 en la relevancia valorativa. El estudio se realiza en Inglaterra con 3.898 empresas entre 2000 y 2015 divididos en periodos pre crisis, crisis y post crisis. Encuentran que el flujo de caja operativo tiene mayor relevancia que el patrimonio o las

utilidades por acción. Sus hallazgos señalan que existe relevancia valorativa en los tres periodos estudiados y que esta disminuye muy ligeramente durante la crisis demostrando que la contabilidad sigue proporcionando datos valiosos para la toma de decisiones de los inversionistas a pesar de la crisis.

Una forma distinta de concebir la relevancia valorativa es partir de la ineficiencia de mercado, que no es materia de esta investigación más sin embargo es importante mencionar. Desde otra perspectiva se ha estudiado la relevancia valorativa en mercados que basan sus decisiones en factores distintos a la información en donde la variable dependiente no es precio de la acción. Tal es el caso de Fung et al. (2010) quienes investigan la divergencia entre el valor de mercado y el valor fundamental de las firmas con la relevancia valorativa.

Indican que la capacidad de que los precios reflejen el valor fundamental de una compañía depende del proceso de arbitraje es decir de la rapidez con que los precios incorporan nueva información, el costo y el riesgo inmersos en el arbitraje causan la divergencia entre el precio y el valor es decir la divergencia se debe a decisiones no basadas en información lo que causa ruido en el mercado. Encuentran que si reemplazan la variable dependiente capitalización con el valor intrínseco ex post o el precio ajustado por ineficiencia de mercado, todavía existe relevancia valorativa de la información financiera.

Tabla 5
Autores de Relevancia Valorativa

Título	Autor	Fecha	Variables incluidas	
			Independiente	Dependiente
An empirical evaluation of accounting income numbers	Ball, R y Brown, P.	1968	Ingreso anual de una firma	Ingreso anual, ingresos o pérdidas esperadas de otras firmas
The information content of annual earnings announcements	Beaver, W.	1968	Anuncio de ganancias	Precio y volumen de acciones
An empirical test of the relevance of accounting information for investment decisions	Martin, A.	1971	Flujo de caja operativo, ventas, dividendos, activos, depreciación, margen neto y operativo, ROI	Variación de la capitalización
Some formal coconnections between economic values and yields and accounting numbers.	Peasnell, K.	1982	Flujo de caja esperado	Capitalización
Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation	Ohlson, James A.	1995	Ganancias futuras, valor en libros, dividendos	Precio de la acción

Fuente: Elaboración propia

Tabla 6

Autores de relevancia valorativa que utilizan el modelo de Ohlson

Título	Autor	Fecha	Variables incluidas	
			Independiente	Dependiente
An empirical test of the relevance of accounting information for investment decisions	Martínez, I.	2003	Ingresos y flujo de caja	Capitalización de mercado
Impact of earnings management on value relevance of accounting information: empirical evidence from Japan	Habib A.	2004	Patrimonio e ingresos (manipulación de ganancias)	Capitalización de mercado
Book-tax difference and value relevance of taxable income: Malaysian evidence	Rohaya, Mastuki, N., Bardai, B.	2009	Utilidad gravable	Capitalización de mercado
Value relevance of accounting information in China pre and post 2001 accounting reforms	Chalmers, K., Navissi, F., Qu, W.	2010	Patrimonio, ingresos, Gaap	Capitalización de mercado
Earnings sustainability, economic conditions and the value relevance of accounting information	Beisland, L., y Hamberg, M.	2013	Ingresos sostenibles, ingresos no sostenibles, patrimonio, industria	Capitalización de mercado
Value relevance, earnings management and corporate governance in China	Shan, Y.	2015	Patrimonio, ingresos (manipulación contable)	Capitalización de mercado

Fuente: Elaboración propia

2.2.3. Consideraciones finales

Luego del desarrollo teórico realizado en los apartados anteriores se concluye que en el campo contable y financiero una de las inquietudes más grandes que han inspirado la investigación ha sido la influencia que tiene la información contable para la toma de decisiones de inversión conocida como relevancia valorativa y por tanto la calidad de esa información.

La calidad de la información contable responde a factores cualitativos como las normas bajo las cuales se realizan los registros de transacciones y se generan los estados financieros así como a aspectos cuantitativos referentes a los ingresos actuales y futuros, el patrimonio, la divulgación, la manipulación contable así como cambios en el entorno.

Cada uno de los factores antes mencionados y otros que este estudio no contempla son susceptibles de incorporar en un modelo de relevancia valorativa que permita discernir si la calidad de la información contable se afecta cuando existe algún cambio y en qué medida, lo que concuerda con Habib (2004), Francis et al. (2005) y Agostino et al. (2011) quienes concuerdan en que la calidad de la información contable es el poder explicativo que tienen las variables contables sobre el precio de las acciones susceptible de medir a través de un modelo de relevancia valorativa.

Barth et al. (2008) señala tres aspectos que justifican medir la calidad de la información contable a través de un modelo de relevancia valorativa: primero, altos estándares de calidad resultan de aplicar normas contables que requieren reflejar la situación económica inherente de la empresa, segundo, la información contable de alta calidad es menos susceptible de manejos discrecionales y oportunistas en los informes financieros y finalmente, la información contable de alta calidad tiene menor probabilidad de error al estimar los flujos acumulados. Sustentados en estos tres aspectos concluyen que la información contable de alta calidad tiene mayor relevancia valorativa, por tanto cuando mejora la calidad de la información contable, también mejora la relevancia valorativa.

El modelo de relevancia valorativa utilizado por gran cantidad de autores es el propuesto por Ohlson (1995) que permite la incorporación de nuevas variables cuantitativas como las macroeconómicas y/o cualitativas como la adopción de NIIF's

Francis et al. (2015) aborda el tema del costo de capital de inversión y su relación con las utilidades, señala siete atributos a través de los cuales mide la calidad de las ganancias y una de ellas categorizada como atributo basado en la contabilidad es la relevancia valorativa. Define a la relevancia valorativa como la medida que tiene la cualidad de relacionar dos características consideradas básicas en la calidad de la información contable la relevancia y la confiabilidad; estas características están citadas como tal por el FASB (1980) a las que se hace referencia en el apartado de determinantes de la calidad de la información en el desarrollo del marco teórico como parte de las medidas cualitativas de calidad.

En concordancia con los autores citados anteriormente este estudio utiliza el modelo de relevancia valorativa propuesto por Ohlson como medida de la calidad contable en América Latina con la incorporación de la variable RSC.

2.3. Responsabilidad social corporativa

La Responsabilidad Social Corporativa (RSC) es una práctica voluntaria que realizan las empresas con conciencia social pues en teoría al perseguir el bien común se consigue el bienestar particular de cada compañía. El bienestar al que se hace referencia definitivamente involucra a la RSC con el área financiera pues normalmente una empresa exitosa goza de buena salud en este campo.

Como se mencionó en la revisión de la literatura ha sido amplia la investigación en torno a la RSC sin embargo la diversidad de criterios y de enfoques hacen que definirla sea difícil, llegando incluso a decirse que se trata de un concepto complejo y controversial (Garriga y Melé, 2001). Por lo expuesto es necesario conocer sus inicios así como su fundamentación teórica para entenderla y posteriormente relacionarla con la calidad de la información contable.

Revisión teórica de la RSC

Las empresas constituyen un sector clave para el desarrollo económico, su desempeño permite transformar los factores de la producción en bienes y servicios que satisfacen las necesidades de la sociedad y en ese proceso generan valor agregado para la economía y a su vez para los dueños del capital –*shareholders*–. En el mundo moderno está latente el criterio de que el proceso de agregar valor para los –*shareholders*– debe cumplirse dentro de un marco legal y normativo que regula su funcionamiento, pero además dentro de un marco ético que no está legalmente constituido y que depende de los valores éticos de los empresarios y sus gerentes.

La ética implica conciencia de actuar respetando los derechos humanos y ambientales conocidos en el campo de los negocios como RSC y puesto que no parte de una obligación legal sino más bien moral se considera como una práctica voluntaria. Esta práctica voluntaria tiene como fundamento que en el proceso de generar beneficio económico para los –*shareholders*– se debe respetar los derechos de otros actores definidos como –*stakeholders*– y a través de beneficiarlos o en su defecto no perjudicarlos devolver a la sociedad algo de lo que las empresas toman de ella para su éxito en el mercado.

Entre los autores de la RSC se destaca el trabajo de Carroll (1979) quien se refiere a este concepto así: "La responsabilidad social en los negocios engloba las expectativas económicas, éticas, legales y discrecionales que la sociedad tiene de las organizaciones en un tiempo determinado". Las expectativas se componen en cuatro ejes de la responsabilidad social:

Tabla 7

Ejes de la Responsabilidad Social Corporativa

EJE DE RESPONSABILIDAD	DEFINICIÓN
Discrecional	Se refiere a responsabilidades volitivas, son de libre elección de acuerdo al juicio de valor que haga cada directivo. La sociedad demanda de ellos ejecutar este tipo de responsabilidad. Son responsabilidades no contempladas legalmente, los preceptos éticos tampoco esperan ese actuar.
Ético	Existen situaciones en la actividad de los negocios que no están legalmente normadas, aunque el debate sobre lo que es ético o no continúa desde hace muchos años, las empresas deben actuar no únicamente para cumplir la ley sino para beneficiar o en su defecto no perjudicar a la sociedad en general.
Legal	La responsabilidad económica requiere de un marco regulatorio para poder operar, que una empresa opere dentro de ese marco es una responsabilidad social.
Económica	Son inherentes a los negocios, la primera responsabilidad en el mundo de los negocios es el desarrollo económico de la empresa y contribuir al desarrollo económico del país.

Fuente: Carroll, A. B. (1979). Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *Academy of Management Journal*, 4(4), 497–505.

Elaboración: Propia

Carroll enfatiza que éstas cuatro áreas de responsabilidad social se traslapan y complementa por tanto ninguna de ellas distrae a la empresa de su principal objetivo que se constituye en un buen desempeño económico. En posición opuesta con Friedman (1962) para quién la responsabilidad social distrae a la empresa de su verdadero fin: el económico, concluye que es impensable responder al objetivo económico si la empresa no cumple con el marco de la ley dentro de una actuación ética y altruista.

Milton Friedman es uno de los opositores clásicos de la RSC quien en su obra *Capitalismo y Libertad* señala que la única responsabilidad que tiene la empresa es con el

accionista, cualquier distracción, entre ellas la RSC estaría opuesta a su objetivo por excelencia: maximizar utilidades. Por otra parte cuestiona cómo el hombre de negocios establece cuál es su responsabilidad con la sociedad que seguramente no será la misma que para su sucesor, el hecho de que la RCS sea una práctica voluntaria causa que sean ciertos individuos aquellos en turno al mando de las corporaciones los que decidan que es bueno para la sociedad. Hace referencia a Adam Smith y su concepto de la mano invisible que implica que el mercado se regula solo cada individuo buscando su propio beneficio contribuye al beneficio de la sociedad (Friedman, 1962).

Para continuar con el desarrollo del pensamiento de Carroll (1979) se hace referencia a lo que el autor determina como desempeño social. El desempeño social es distinto para cada empresa dependiendo de la industria en la que se desarrolle pues en cada una existirá un problema social distinto. Un aspecto relevante del desempeño social es que cada empresa identifique cual es el problema social al que se enfrenta pues este concentra las áreas a las que las responsabilidades están atadas. Bajo esta lógica es necesario distinguir entre obligación, responsabilidad y sensibilidad social, conceptos que se amplían en los párrafos siguientes.

Sethi (1975) establece la diferencia de los tres términos: obligación social referente a responsabilidades sobre las fuerzas de mercado y aspectos legales. Responsabilidad social que implica comportamiento coherente con normas, valores y expectativas sociales. Sensibilidad social que se refiere a determinar el papel de largo plazo de las empresas en un sistema social dinámico más que la respuesta a presiones sociales de acuerdo al que las acciones deben ser preventivas.

En cuando al componente de la sensibilidad social Frederich (1978) puntualiza que se basa en la filosofía, el modo y la estrategia que las empresas aplican para responder a su responsabilidad social y define a la sensibilidad social como la capacidad que tienen las empresas para responder a las presiones sociales. En este proceso se identifican los siguientes aspectos: planeación y proyección social, organización para dar respuesta a exigencias sociales, controlar actividades sociales y proceso de toma de decisiones en materia social. La sensibilidad social no tiene que ver con aspectos éticos o morales, sino más bien con el

proceso gerencial de dar respuesta a las demandas sociales del que depende el desempeño social corporativo.

Jones (1980) propone una definición de la RSC enmarcada con el entorno de la época y bajo la consideración de que los negocios necesitan un control social que vaya más allá de las regulaciones y las prohibiciones legales. Gran parte del desarrollo teórico y práctico de la RSC ha tenido lugar en Estados Unidos en donde no son partidarios de endurecer las normas por tanto la RSC aparece como una buena opción para la auto regulación de los negocios. Concibe a la RSC como “la noción de que las corporaciones tienen obligación con grupos constituyentes en la sociedad diferentes a sus accionistas y más allá de lo prescrito por la ley o el contrato sindical” y la define como un proceso que depende de la empresa en donde cada gerente debe preguntarse cuáles son los potenciales impactos sociales de sus decisiones, se trata de que las grandes corporaciones incorporen en su proceso de toma de decisiones los medios para considerar ampliamente las consecuencias sociales de su actuar, la RSC es un medio no un fin.

Por otra parte y debido al desarrollo de la investigación en torno a la RSC se pueden distinguir cuatro teorías resumidas de la siguiente manera por Garriga y Melé (2011) como las más importantes: la teoría instrumental, la teoría política, la teoría integradora y la teoría ética.

1. Teorías Instrumentales: La empresa se ve únicamente como un instrumento de creación de riqueza y sus actividades sociales se realizan únicamente si sirven para conseguir resultados económicos
2. Teorías Políticas: Tiene que ver con el poder de las corporaciones en la sociedad y el uso responsable de este poder en el campo de la política.
3. Teorías Integrales: Bajo este enfoque las corporaciones están basadas en la satisfacción de las demandas sociales. Considera que la existencia, el crecimiento y desarrollo de los negocios depende de la sociedad
4. Teorías éticas: basadas en la responsabilidad ética de las corporaciones con la sociedad. Descansa en el concepto de que la perspectiva ética es la que posibilita la conexión entre la empresa y la sociedad.

En la práctica cada teoría tiene además cuatro dimensiones relacionadas con: la generación de utilidades, desempeño político, demandas sociales y valores éticos.

La RSC dio lugar al desarrollo de la teoría de los *–stakeholders–* que gira alrededor de gestión de la empresa para mediar entre la maximización de valor para los accionistas y para los grupos de interés. Carroll (1979) define a los *–shareholders–* como los tenedores de acciones, en tanto que los *–stakeholders–* son todos los grupos de interés que rodean a la empresa, a saber de Freeman et al. (2004) los constituyen los administradores, empleados, accionistas, proveedores, clientes, acreedores, el gobierno y la sociedad en general. Los *–shareholders–* son parte de los *–stakeholders–* por tanto sus intereses no deberían ser opuestos. Las empresas desempeñan su papel económico en la sociedad y de ella obtienen los recursos necesarios para su operación, en ella colocan su producto, gracias a ella tienen la oportunidad de generar valor que debería referirse a la creación de valor para los *–stakeholders–* así lo consideran autores como Jones (1995) y Freeman et al. (2004).

Uno de los autores de la teoría de los *–stakeholders–* es Freeman (1994) quien considera que no se ha establecido claramente qué es un *–stakeholder–* lo que se debe al poco desarrollo filosófico de la RSC que lleva a entender que se trata de grupos genéricos, impersonales sin una “membresía” expresa y por tanto no están claros los principios que deberían gobernar su interacción. Esta situación se solventa con lo que el autor llama el primer principio que consiste en establecer “qué y quién realmente cuenta” al momento de hacer negocios. El punto de partida es no separar los negocios de la ética, cuando esto sucede la empresa se dedica a generar ganancias para sus accionistas sin tener en cuenta los derechos de los otros actores y mucho menos sus demandas, es más los involucran en sus negocios sin siquiera preguntar.

Jensen (2001) manifiesta su oposición a la teoría de los *–stakeholders–* pues considera que es imposible que una organización maximice al mismo tiempo objetivos en distintas dimensiones y cumpla así con las expectativas de todos los *–stakeholders–*. A su criterio es esa la razón por la que la RSC ofrece una teoría poco aplicable a la hora de tomar decisiones, además no es cuantificable por lo que los gerentes son los únicos responsables de sus acciones haciendo que la teoría apoye más bien intereses propios e individualistas de la gerencia.

Señala también que existen años de investigación financiera y económica que concuerdan en que cuando las empresas maximizan su creación de valor entonces están contribuyendo al crecimiento económico y bienestar social por tanto no hace falta perseguir tantos objetivos.

En contraposición al criterio anterior, Freeman et al. (2004) consideran que es posible que una empresa maximice el valor para la sociedad en general si se deja de pensar en esa maximización desde el punto de vista puramente económico y la articula con la teoría de los *–stakeholders–* contestando dos preguntas nucleares: ¿cuál es el propósito de la empresa? y ¿cuál es la responsabilidad que tiene la gerencia con los *–stakeholders–*? De las respuestas dependerá la estrategia de la empresa que asegura tener presente el bien social además de la generación de ingresos para los accionistas.

El diálogo con los *–stakeholders–* y la auto regulación que ofrece la RSC se concreta con reportes claros que expresen qué está haciendo la empresa en materia ambiental y social sumado a que el proceso de la RSC es voluntario se hace necesario que las empresas se identifiquen como socialmente responsables a través de informes que les permitan divulgar su actividad. Los reportes tienen la cualidad de ser reportes financieros integrados es decir que se integra el informe contable anual con el de sostenibilidad con la finalidad de establecer el rendimiento financiero así como el impacto ambiental y social de sus actividades (Saavedra, 2011). El problema según Saavedra es que no existe un formato unificado para la divulgación de RSC. Los reportes deberían permitir hacer una relación entre las cifras financieras y la distribución de la generación de valor entre los *–stakeholders–*.

El artículo publicado por Huang (2015) resume las entidades que en la actualidad son un referente en el establecimiento de estándares de reportes de RSC entre los que destaca: La Unión Europea (UE) demanda de las compañías listadas en el mercado regulado de la UE reportes en los que se divulguen las actividades realizadas en materia ambiental, talento humano, derechos humanos, corrupción entre otros, a esta iniciativa se suman China, Malasia, Sud África y Taiwan. En Estados Unidos no existe una exigencia identificada como tal.

Por otra parte el autor puntualiza que las Naciones Unidas (UN) a través de su organismo dedicado al desarrollo de la RSC llamado United Nations Global Compact (UNGC) solicita la implementación de mecanismos de divulgación. Por tal razón aparecen organizaciones como el Global Reporting Initiative (GRI) y el Sustainability Accounting Standards Board (SASB) quienes han desarrollado estándares de lo que debe contener un reporte de RSC como referente para las empresas que de primera mano no conocen qué y cómo divulgar. El GRI tiene un enfoque mundial en tanto que el SASB se enmarca en los Estados Unidos.

El GRI es una organización independiente que trabaja con el Programa Medioambiental de las Naciones Unidas y en asociación con UNGC, la Corporación Internacional de Finanzas y la Organización Mundial para la Estandarización ISO 26000. Los miembros de su comunidad son empresas y organizaciones a los que les interesa entender y divulgar el impacto sustentable que tiene sus actividades. En su página web www.globalreporting.org es posible ubicar a todas las empresas que han publicado sus reportes de sostenibilidad, por región y país facilitando la búsqueda.

En esta investigación se utilizan los reportes de GRI para identificar si una empresa es socialmente responsable en concordancia con Deng (2010) quien puntualiza que los reportes de sostenibilidad son utilizados para demostrar el compromiso con la RSC de las empresas. Otros autores que han relacionado al GRI con la RSC son: Gallego (2005), Marimon et al. (2012), Frecea (2016), y Kuzey y Uyar (2017).

En suma la RSC conlleva comportamientos éticos y de respeto a la sociedad aunque estos no estén contemplados en las leyes deben estar contemplados en las decisiones de las empresas, decisiones que abarcan todas las dimensiones empresariales, entre ellas la contabilidad. Se espera que las empresas que adoptan voluntariamente la RSC como su forma de hacer negocios tengan cifras más transparentes y relevantes para el mercado. El compromiso con comportamientos más éticos y de respeto por la sociedad y el medio ambiente no surte efecto en el mercado si no se comunican, de allí la importancia de la divulgación a través de índices bursátiles o reportes integrados como el GRI de tal forma que se distinga a la empresa como socialmente responsable.

Tabla 8
Autores en Responsabilidad Social Corporativa

Título	Autor	Fecha	Aporte
Dimensions of Corporate social performance: An analytical framework	Sethi, P.	1975	Marco teórico del desempeño de la RSC
From CSR1 to CSR2: The maturing of business and society thought.	Frederick W.	1978	Marco teórico del desempeño de la RSC
Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance	Carroll, Archie B	1979	Marco teórico de la RSC
Corporate Social responsibility revisited, redefined.	Jones T.	1980	Marco teórico de la RSC
Instrumental stakeholder theory: a synthesis of ethics and economics	Jones T.	1995	Teoría de los stakeholders
Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct	Carroll, Archie B.	1999	Marco teórico de la RSC
Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function	Jensen, M.	2001	Teoría de los stakeholders
Stakeholder theory and "The corporate objective revisited"	Freeman, R., Wicks, A., y Parmar, B.	2004	Teoría de los stakeholders
Corporate social responsibility theories: Mapping the territory	Garriga, E., y Melé D.	2011	Teorías de RSC

Fuente: Elaboración propia

2.3.1. La RSC y la transparencia de la información financiera

Las prácticas de responsabilidad social corporativa han pasado a formar parte de las empresas a nivel mundial y abarcan a todas las actividades que se realizan dentro de ella por tanto la contabilidad y las finanzas no son ajenas a esta realidad. Se espera que la RSC tenga

un efecto de transparencia y confiabilidad en las cifras financieras. Huang (2015) encuentran que existe una vinculación natural entre la RSC y la contabilidad pues esta última tiene la responsabilidad de medir, divulgar y asegurar la información incluyendo la relacionada con la RSC lo que hace que con espontaneidad los reportes financieros y de RSC se complementen.

Autores como Nair et al. (2019) discurren que la transparencia de la información contable contribuye a reducir la asimetría que existe entre quienes pertenecen a la empresa y quienes la ven desde fuera entre ellos los inversionistas. Las empresas socialmente responsables que practican principios de ética con sus *–stakeholders–* operan bajo un contrato tácito de confianza y cooperación lo que facilita la transparencia financiera que es parte de su compromiso con la ética.

Alineado con las finanzas están las decisiones de inversión, en este ámbito es interesante el estudio de Jo (2003) quien encuentran evidencia empírica de que los analistas financieros prefieren las empresas con el distintivo de RSC. La investigación se basa en un análisis correlacional entre el score de responsabilidad social corporativa de la Revista Fortune y el Institutional Brokers Estimate System (IBES), en este último se incluyen las empresas que son tomadas en cuenta por los analistas financieros. Concluye que a los analistas les interesan más aquellas empresas identificadas como socialmente responsables y de alta calidad. Esta preferencia de los analistas no contempla todavía variables como el tamaño, el precio de la acción el retorno sobre la inversión o el valor en libros de las ganancias y de las acciones. El autor define como empresas de alta calidad a aquellas que mantienen una buena reputación a través de manejar la relación con sus inversionistas, sensibilidad ambiental y responsabilidad social como prioridades.

En otra línea Martínez et al. (2013) en su artículo responsabilidad social corporativa vs. responsabilidad contable, encuentran una relación negativa entre la RSC y la manipulación contable por lo que concluyen que las empresas con comportamientos más éticos disfrazan menos sus cifras y por lo tanto son más confiables y de mejor calidad. Su estudio se desarrolla con una muestra de 1.960 compañías de 26 países observadas entre 2002 y 2010 bajo la metodología de datos panel.

Wang et al. (2016) realizan un estudio involucrando a 1.888 empresas del China's Stock Exchange entre 2003 y 2012 que a partir de 2008 entraron en un proceso mandatorio de divulgación de RSC con el objetivo de reducir la asimetría de información y la manipulación de las ganancias lo que involucró a la información financiera. Para aislar el efecto de la RSC antes y después del mandato usaron el método de especificación de diferencias en diferencias (DiD). De sus resultados concluyen que la RSC disminuye la manipulación de las ganancias y que en general las prácticas de RSC y su divulgación mitigan la asimetría de información mejorando la calidad de los reportes financieros.

Nair et al. (2019) estudian la RSC en India a través de una muestra de 100 empresas no financieras que cotizan en bolsa y que fueron afectadas con el mandato de divulgar sus actividades de RSC. El periodo de análisis es entre 2014 y 2017. Su investigación considera que la transparencia financiera está en función de la agresividad en el anuncio de utilidades, la suavización de las ganancias y la evasión de pérdidas. Encuentran que durante el periodo de obligación de divulgar la información de RSC la transparencia financiera mejoró. Adiciona que la transparencia financiera es la capacidad que tienen las utilidades de la empresa de representar la situación económica real de la empresa.

En China las empresas listadas en la bolsa de valores fueron de interés de Quian et al. (2014) quienes las estudiaron entre 2003 y 2009. Las firmas socialmente responsables suelen realizar acciones en favor de la comunidad como donaciones que benefician a entidades sin fines de lucro. Estas actividades forman parte de la filantropía de la empresa definida por los autores como una dimensión importante de la RSC, por tanto las empresas que las practican son consideradas socialmente responsables. Encontraron una relación positiva entre las buenas prácticas corporativas y la transparencia financiera, así como una relación negativa entre estas prácticas y conductas corporativas no apropiadas. En suma estos dos hallazgos les llevan a concluir que la responsabilidad con *–stakeholders–* y accionistas son la base de la confianza y la reputación en China.

Tabla 9

Autores: Responsabilidad social corporativa y transparencia en la información

Título	Autor	Fecha	Variables	
			Independiente	Dependiente
Financial analysts, firm quality, and social responsibility	Jo, H.	2003	RSC score	Empresas analizadas financieramente bajo el IBES
Responsabilidad social corporativa vs. responsabilidad contable	Martínez, F., Prado, J., Fernández, J.	2013	Activos corrientes, tesorería, pasivo corriente, pasivo de largo plazo, depreciación y amortización, cuentas por cobrar	Ajustes por devengo
Corporate philanthropy, ownership type and financial transparency	Quian C., Gao X., y Tsang A.	2014	Donaciones corporativas, empresa de gobierno o privada, variables contables	Opacidad financiera Conductas no apropiadas
Mandatory corporate social responsibility reporting and financial reporting quality: Evidence from a quasi-natural experiment	Wang, X., Cao, F., y Ye, K.	2016	RSC, activos, roa, ratio valor de mercado/valor en libros, apalancamiento	Manipulación de las ganancias
Corporate social responsibility disclosure and financial transparency	Nari, R., Muttakin, M., Khan, A., Subramaniam, N., y Somanath, V.	2019	Agresividad en las utilidades, suavización de ganancias, evasión de pérdidas	Transparencia

Fuente: Elaboración propia

2.3.2. *Consideraciones finales*

La responsabilidad social corporativa es una estrategia empresarial que permite equilibrar los intereses de los *–stakeholders–* entre los que se encuentran los accionistas maximizando el valor de la empresa y distribuyéndolo equitativamente entre la firma y la sociedad en general. Este actuar es voluntario y regido por valores éticos que comprometen a la empresa a respetar el derecho de todos los grupos de interés a los que afectan sus acciones.

Un componente importante de la ética en los negocios son los reportes financieros transparentes que permitan disminuir la asimetría de la información y que sirvan de insumo para la toma de decisiones de la gerencia, accionistas e incluso de inversionistas. La literatura revisada entre los que hemos citado a Martínez et al. (2013), Wang et al. (2016) y Nair et al. (2019) da espacio a pensar que las empresas que son socialmente responsables generan información más transparente, concisa y oportuna, cualidades que se han definido como determinantes de la calidad de la información contable.

Cuando la calidad de la información contable mejora entonces se espera que sea más relevante para los accionistas, es decir la consideren en mayor medida a la hora de tomar decisiones de inversión lo que se ha definido como relevancia valorativa en el apartado anterior. Por otra parte se ha señalado en la revisión de la literatura que el modelo de Ohlson es reconocido por su utilidad para medir la relevancia valorativa y la calidad de la información contable, su nobleza permite incorporar variables del entorno contable, económico e incluso variables cualitativas como la RSC.

La propuesta del presente estudio es medir el impacto de las prácticas de RSC en la calidad de la información contable a través de un modelo de relevancia valorativa fundamentado en el marco teórico expuesto en esta sección.

Capítulo 3. METODOLOGÍA Y RESULTADOS

La investigación científica está definida por varios autores como el proceso científico en el que se da la relación entre opuestos, la teoría y la práctica, bajo la posibilidad de dialogar, argumentar y discutir, es decir se convierte en el espacio perfecto para la dialéctica entre estas dos dimensiones que como resultado genera conocimiento, construido metodológica y racionalmente (Carrasco, 2008)

Este trabajo de investigación se centra en el impacto que tiene la adopción de prácticas de responsabilidad social corporativa en la calidad de la información contable de las empresas latinoamericanas que cotizan en el mercado bursátil, tomando como referencia principal el modelo de relevancia valorativa de Ohlson (1995).

Luego de haber realizado la revisión teórica presentada en el apartado anterior y en concordancia con Bermúdez y Rodríguez (2013), el marco metodológico que se propone en este apartado está alineado con el marco teórico y se constituye en la carta de navegación de la investigación aplicada. En este capítulo se establece el tipo de investigación, su alcance, así como la regresión cuantil y datos panel como métodos a aplicar. En un segundo apartado se propone un modelo de relevancia valorativa para medir la calidad de la información contable así como su validez y confiabilidad. Como tercer punto se aborda el tema de la población, marco muestral y muestra, para finalizar se incluyen algunos resultados de estadística descriptiva.

3.1. Tipo de investigación

Hernández et al. (2010) sugiere que el tipo de investigación que se realice depende del alcance que el investigador requiera para concluir con éxito el proceso. Para responder adecuadamente la pregunta de investigación y alcanzar los objetivos propuestos la presente investigación tiene enfoque cuantitativo en tanto que por su alcance es de tipo descriptiva-explicativa.

Según Ackerman y Com (2013) una investigación cuantitativa es aplicable cuando el fenómeno a estudiar es medible, real y objetivo. La calidad de la información es susceptible de medir a través de un modelo de relevancia valorativa, en el que el impacto que tienen las variables contables fundamentales en la capitalización es una medida de la calidad que parte del hecho de que el inversionista considera relevante esa información para tomar decisiones. Es real y objetiva, la reacción del mercado se evidencia a través de los precios que toman las acciones en el mercado situación que se puede observar en la información del mercado bursátil. Por otra parte, la investigación sigue un proceso riguroso desde el planteamiento del problema hasta la presentación de sus resultados bajo el método deductivo, realizando análisis de causa y efecto, para lo que se hace uso de la estadística descriptiva y de la econometría.

Por otra parte se debe puntualizar que la base epistemológica del enfoque cuantitativo es el positivismo, que como señalan Guerrero y Guerrero (2014) el método cuantitativo está basado en la inducción probabilística del positivismo lógico. El positivismo requiere una visión objetiva de la realidad, un razonamiento deductivo con la finalidad de comprobar, confirmar o refutar la causalidad, características que se cumplen en la presente investigación.

En lo que respecta al alcance, la investigación parte como descriptiva puesto que es necesario observar el comportamiento de cada una de las variables propuestas en la hipótesis para posteriormente y a través de la aplicación de estadística descriptiva establecer sus propiedades y características. Llega hasta el nivel explicativo cuando a través de un análisis causa-efecto explica si la adopción de prácticas de responsabilidad social corporativa está relacionada y que influencia tiene en la calidad de la información contable, medida a través del impacto de las variables contables fundamentales en la capitalización de mercado, con la utilización de un modelo de relevancia valorativa, lo que implica que el nivel correlacional está inmerso según Hernández et al. (2010).

3.1.1. Diseño de la investigación

La investigación planteada se basa en un diseño de investigación no experimental, longitudinal que se combinará con corte transversal a través de la metodología de datos panel, es decir se combinarán series temporales con conjuntos transversales de datos.

De acuerdo a Ackerman y Com (2013) un diseño de investigación se considera no experimental cuando el investigador no tiene control alguno sobre las variables como en este estudio en donde lo que se analiza es el comportamiento que ya tuvieron las variables, son hechos que están dados en el mercado. Es longitudinal puesto que analiza el comportamiento de las variables propuestas en la hipótesis en distintos mercados bursátiles de América Latina en una línea de tiempo de 12 años. Específicamente se trata de un diseño longitudinal de panel puesto que se tomarán en cuenta siempre las mismas empresas que cotizan en bolsa en distintos periodos de tiempo. Los conjuntos transversales de datos contienen información sobre varios aspectos relevantes a la investigación en momentos determinados de tiempo como patrimonio neto, utilidad operativa, prácticas de responsabilidad social corporativa dependiendo del sector de actividad económica y del país en el que opere la empresa.

Se incluyen dos tipos de variables en el modelo, cuantitativas como las variables contables fundamentales, las variables de control y la variable dependiente. El otro tipo de variable está compuesto por la responsabilidad social corporativa de corte cualitativo que indica si la empresa realiza o no prácticas de responsabilidad social, será tratada como una variable dicotómica de tal forma que se la pueda cuantificar.

3.1.2. Métodos de análisis

El análisis de datos comienza con la técnica de investigación documental, posteriormente se aplican métodos estadísticos, por una parte se hace uso de estadística descriptiva y por otra de métodos econométricos de datos panel y regresión cuantil para obtención de información que permita generar conclusiones válidas.

Para que el estudio tenga sentido el análisis de los datos comienza con una investigación documental en la que se ubica en la teoría existente a qué se refieren los conceptos de capitalización, calidad de la información contable, relevancia valorativa y responsabilidad social corporativa, así como las variables intervinientes y la relación entre ellas. La investigación documental permite respaldar si la calidad de la información contable es susceptible de ser medida a través de un modelo de relevancia valorativa y si se ve afectada por prácticas de responsabilidad social corporativa.

Es importante encontrar sustento de cómo establecer en la práctica estas afirmaciones. La teoría respalda la relación entre las variables contables fundamentales y la capitalización bajo un modelo de relevancia valorativa como medida válida de la calidad de la información contable y que éste último concepto se ve impactado positivamente por las prácticas de responsabilidad social corporativa en una empresa.

En un segundo momento y a partir de la estadística descriptiva se describe el comportamiento de los datos a través de medidas de tendencia central y dispersión. La mediana es considerada una medida de tendencia central adecuada por el tipo de datos con los que se cuenta.

Se aplican la prueba Jarke Bera como medida de normalidad y se analiza la homogeneidad de los datos, se espera encontrar no normalidad en la distribución así como heterogeneidad y valores extremos. Vicéns et al. (2012) señala que la heterogeneidad es común en estudios en donde se utiliza desagregación territorial como en éste caso en donde se distingue el país de origen de las empresas que cotizan en bolsa, así mismo señala que en estudios en donde se dispone de una gran cantidad de datos de corte transversal la regresión cuantil da buenos resultados. Por los factores señalados se recurre a la regresión cuantil y el método de datos panel para la siguiente etapa de análisis.

Regresión cuantil

La regresión cuantil es un método aplicado en menos ocasiones en el campo de la investigación que los métodos llamados “tradicionales” a pesar de que es casi tan antiguo como ellos. La propuesta Gaussiana basada en la media aritmética y la regresión de mínimos cuadrados (MCO) aparece en 1821 y según Koenker y Bassett (1978) se han buscado alternativas robustas al modelo Gaussiano desde entonces especialmente en astronomía e indica que fue Boscovich quien realizó los primeros estudios sobre este tema a mediados del siglo XVIII.

El modelo formal de la regresión cuantil fue creado por Koenker y Bassett (1978) y lo plantean como una alternativa robusta a la estimación por el método de MCO e igual de eficiente para la estimación de β cuando existen distribuciones no normales. Ciertos autores consideran acertado el uso de la regresión cuantil en estudios de tipo social. Es útil puesto que no se requieren suponer normalidad, no se ve afectada por valores extremos o se sospecha de cambios estructurales en la muestra (Greene, 2012).

En los modelos tradicionales los errores que se minimizan son aquellos que distan de la media aritmética elevados al cuadrado siendo su función básica la siguiente:

$$y_i = x_i\beta + e_i \quad (1)$$

En la ecuación anterior y_i representa a la variable dependiente, x_i representa a la variable independiente y β es el parámetro a estimar y que establecerá la relación entre y_i y x_i . Por otra parte e_i representa el error muestral o perturbación aleatoria y se lo determina así:

$$e_i = y_i - x_i\beta \quad (2)$$

El objetivo es encontrar la recta de regresión y_i tal que e_i sea mínima, aplicando mínimos cuadrados ordinarios (MCO) la diferencia $y_i - x_i\beta$ debe ser elevada al cuadrado.

$$\text{Min } e_i = \sum_{i=1}^n (y_i - x_i\beta)^2 \quad (3)$$

La expresión anterior lleva a que:

$$E (y_i \setminus x_i) = X_i \widehat{\beta}_{MCO} \quad (4)$$

De donde:

$$E (u_i \setminus X_i) = 0 \quad (5)$$

La ecuación (5) representa una de las restricciones más fuertes del modelo de MCO, implica que se cumpla con el supuesto de normalidad para todos los datos y a lo largo de toda la recta para que la estimación sea válida.

La regresión cuantil se basa en la minimización de los errores tomados como valores absolutos a los que se les da un peso asimétrico. Los errores son medidos con respecto al cuantil con el que se va a trabajar.

$$\text{Min } b \in \mathbb{R} [\sum_{Y_i \geq b} \theta |Y_i - x_i\beta_\theta| + \sum_{Y_i \leq b} (1 - \theta) |Y_i - x_i\beta_\theta|] \quad (6)$$

En donde Y_i es la variable dependiente, x_i representa la matriz de variables independientes, b es una representación de $x_i\beta_\theta$, β es el parámetro que se debe estimar que corresponde al cuantil θ , θ es un valor entre 0 y 1 que representa el peso asimétrico y que depende del cuantil con el que se trabaja, en el caso de usar cuantiles entonces es 0,25.

Analógicamente a las ecuaciones 4 y 5 del modelo de MCO, en el modelo de regresión cuantil se tiene:

$$\text{Quant}_\theta (y_i \setminus x_i) = X_i \widehat{\beta}_\theta \quad (7)$$

De dónde:

$$Quant_{\theta} (u_{\theta i} \setminus x_i) = 0 \quad (8)$$

La ecuación (8) es la restricción en regresión cuantil que implica cumplir con el supuesto de normalidad únicamente en el segmento de datos correspondiente al cuantil que se esté estimando. Cabe acotar que de acuerdo a Koenker y Bassett (1978), Koenker y Hallock (2001), Vicéns et al. (2012), existirán tantas rectas como cuantiles se tengan y así mismo tantas β 's como cuantiles de tal forma que si se usa regresión cuantílica se tendrán 4 rectas. Como ya se señaló anteriormente el objetivo es estimar las rectas en donde la diferencia de los errores sea mínima y al tratarse de regresión cuantil la ecuación (6) debe resolverse. Es recomendable utilizar el método de programación lineal desarrollado por Koenker y D'Orey (1987) y sugerido por Rodríguez et al. (2017).

La regresión cuantil permite determinar si existe o no una mejora en la calidad de la información contable cuando las empresas realizan prácticas de responsabilidad social corporativa, tomando como variable dependiente la capitalización y como variables independientes las variables contables fundamentales, las variables de control y la identificación de la empresa como socialmente responsable. Para tal efecto se dispone de datos trimestrales del comportamiento de los precios en el mercado así como de las variables consideradas independientes.

Datos panel

El modelo de datos panel es una propuesta econométrica que según Matilla et al. (2013) tiene la ventaja de combinar series longitudinales con datos de corte transversal de tal forma que se puedan identificar ciertas particularidades que utilizando series temporales por un lado y un análisis transversal por otro no es posible detectar. Es decir permite establecer lo que sucede con cada una de las variables propuestas como independientes en cada punto del tiempo lo que para Gujarati y Porter (2009) significa combinar la dimensión del espacio con la de tiempo.

En síntesis, la ecuación que plantea el modelo de datos panel es:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

En dónde i se refiere a los sujetos estudiados y t al tiempo. En el caso de esta investigación i corresponde a las empresas y t al tiempo.

Se considera utilizar este modelo puesto que se dispone de datos por país, por sector de actividad económica y por empresa en una serie de tiempo de 10 años dividida en trimestres para cada una de las variables dependiente e independientes de esta forma es posible obtener información adicional a la que pudiera adquirirse bajo un estudio transversal o de series temporales por separado. Cada modelo propuesto se trabaja con todos los datos de los que se dispone asumiendo que existe heterocedasticidad, que como ya se mencionó es común en este tipo de estudios. Como softwares de apoyo se utilizan Stata e Eviews para procesar la información.

3.2. Modelo propuesto

La hipótesis planteada para esta investigación trae implícita la utilización de un modelo de relevancia valorativa capaz de medir la calidad de la información contable. De acuerdo a la revisión de la literatura el interés por el impacto de las variables contables en la capitalización aparece desde mediados del siglo XIX sin embargo pasan varios años hasta la creación de un modelo de relevancia valorativa propiamente dicho.

3.2.1. Modelo de Ohlson

En 1995 James A. Ohlson investigador de Columbia University propone un modelo econométrico con la intención de proveer información sobre la formación de los precios de las acciones en el mercado. Parte de la conceptualización de que el mercado valora la información

contable e incluye esta y otro tipo de información en el precio. El modelo original incluye como variable dependiente la capitalización de mercado y como variables independientes a las ganancias, el valor en libros y los dividendos.

Ohlson (1995) establece una relación lineal entre las variables y plantea su modelo de relevancia valorativa de la siguiente manera:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{it} + \alpha_2 BV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

Donde:

P_{it} = Precio de la acción de la firma i después del cierre del ejercicio en el periodo t .

E_{it} = Utilidad por acción de la firma i durante el periodo t .

BV_{it} = Valor en libros por acción de la firma i al final del periodo t .

ε_{it} = Es la otra información relevante de la firma i en el periodo t

Conforme han avanzado las investigaciones en la línea de la relevancia valorativa, se ha modificado el modelo original con la inclusión de otras variables contables como la utilidad operativa, las ganancias futuras, el endeudamiento, ROA, ROE entre otras. Así también se han incluido variables conocidas como “variables de control” utilizadas para considerar el efecto que ciertos factores tienen sobre la información contable, como el tamaño de la empresa, el crecimiento, el apalancamiento financiero, los flujos de caja, el país de origen de la información entre otros.

Carnevale et al. (2012) considera que la creciente diferencia entre el valor de mercados y el valor en libros de las empresas han llevado a incluir variables no contables en el modelo lo que se evidencia en estudios como los realizados por Warsame (2006), Kim (2013), Garza et al. (2016), Rodríguez et al. (2017) por nombrar unos cuantos en los que se han introducido variables cualitativas tratadas como dicotómicas, tal es el caso de la utilización de IFRS, este estudio propone introducir la RSC. Además de variables contables, variables de control y variables no contables, autores como Ashraf et al. (2017) introducen al modelo variables

macroeconómicas como el PIB per cápita, la inflación y la tasa de interés, logrando resultados confiables.

Gracias a la versatilidad del modelo existen autores como Collins et al. (1997), Vásquez (2013), Garza et al. (2016) entre otros, que lo consideran válido para medir la calidad de la información contable a través de establecer si mejora o no la relevancia valorativa de las variables contables.

En base a la evolución del modelo original en el siguiente punto se propone un modelo de relevancia valorativa que permita medir si la calidad de la información contable mejora cuando la empresa realiza prácticas de RSC.

3.2.2. *Modelo propuesto de relevancia valorativa*

Tomando como antecedentes la evolución del modelo de Ohlson (1995) detallada en las líneas anteriores en el presente estudio se plantea un modelo que incluye variables contables fundamentales, variables de control y la RSC. El planteamiento se realiza desde tres dimensiones, un modelo general para Latinoamérica que se aplica también para cada país y sector de actividad económica, un segundo modelo que considera el efecto de la crisis del año 2008, un tercer modelo que considera el efecto de la RSC sobre cada una de las variables contables fundamentales.

El primer modelo al que se denomina *modelo general* establece la relevancia valorativa de cada una de las variables sobre la capitalización incluyendo la RSC y se aplica individualmente para cada país y sector de actividad económica.

$$Cap_{it} = \beta_0 + \beta_1 Ebit_{it} + \beta_2 Pat_{it} + \beta_3 Eficiencia_{it} + \beta_4 Riesgo_{it} + \beta_5 Tamaño_{it} + \beta_6 RSC_{it} + e_{it} \quad (11)$$

En la ecuación 11, i representa a cada empresa en tanto que t representa el periodo, de tal manera que Cap_{it} representa la capitalización de mercado de la empresa i en el periodo t , que está en función de:

- Variables contables fundamentales: Utilidad operativa ($Ebit_{it}$) y el patrimonio neto (Pat_{it})
- Variables de control: *Eficiencia* medida como ventas/activos totales, *Riesgo* medido como la tasa de cambio anual de pasivo de un año con respecto al anterior, *Tamaño* medido como el logaritmo natural del total de activos.
- RSC, Responsabilidad Social Corporativa tratada como variable dicotómica que toma el valor de 1 cuando la empresa adopta este tipo de prácticas. Se utiliza la publicación de reportes de sostenibilidad en el GRI como identificación de la empresa como socialmente responsable.

El periodo de análisis es entre 2006 y 2018 por lo que el segundo modelo propuesto considera el *efecto de la crisis del año 2008* tratado como variable dicotómica

$$Cap_{it} = \beta_0 + \beta_1 Ebit_{it} + \beta_2 Pat_{it} + \beta_3 Eficiencia_{it} + \beta_4 Riesgo_{it} + \beta_5 Tamaño_{it} + \beta_6 RSC_{it} + \beta_7 Crisis + e_{it} \quad (12)$$

En donde:

- Variables contables fundamentales: Utilidad Operativa ($Ebit_{it}$) y el Patrimonio Neto Pat_{it}
- Variables de control: *Eficiencia* medida como ventas/activos totales, *riesgo* medido como la tasa de cambio anual de pasivo de un año con respecto al anterior, *tamaño* medido como el logaritmo natural del total de activos.
- RSC, responsabilidad social corporativa tratada como variable dicotómica que toma el valor de 1 cuando la empresa adopta este tipo de prácticas.
- Crisis, efecto de la crisis del año 2008 tratada como variable dicotómica que toma el valor de 1 cuando el trimestre corresponde al año 2008.

En el modelo general se considera el impacto de la RSC en la capitalización pero no establece el impacto directo que la RSC tiene sobre cada variable contable fundamental por lo que el tercer modelo propuesto considera el *efecto de la RSC en las variables contables fundamentales* tomando como referencia el modelo de contagio de crisis expuesto por Bekaert (2005).

El efecto de contagio generalmente se refiere a la incidencia que una crisis financiera tiene en cierto país a nivel internacional. En un sentido más estricto el término contagio se refiere a resumir el incremento de la correlación que una variable dependiente tiene con una variable independiente producido por una variable endógena (Edwards y Susmel, 1999), que en el caso de esta investigación es la RSC.

La ecuación 11 del modelo general muestra la relevancia de la RSC considerada como variable dicotómica, sin embargo si queremos medir el impacto de la RSC en las variables contables fundamentales se podría dividir la β de EBIT y de patrimonio en dos partes como sigue:

$$Cap_{it} = \beta_0 + \beta_1 Ebit_{it} + \beta_2 Pat_{it} + \beta_3 Eficiencia_{it} + \beta_4 Riesgo_{it} + \beta_5 Tama\tilde{n}o_{it} + e_{it} \quad (13)$$

$$\beta_1 = \beta_{1a} + \beta_{1b} RSC_{it} \quad (14)$$

Sustituyendo la ecuación 14 en la ecuación 13 tenemos:

$$Cap_{it} = \beta_0 + (\beta_{1a} + \beta_{1b} RSC_{it}) Ebit_{it} + \beta_2 Pat_{it} + \beta_3 Eficiencia_{it} + \beta_4 Riesgo_{it} + \beta_5 Tama\tilde{n}o_{it} + e_{it} \quad (15)$$

Simplificando la expresión 15 tenemos el siguiente modelo de *efecto de la RSC en EBIT*:

$$Cap_{it} = \beta_0 + \beta_{1a}Ebit_{it} + \beta_{1b} Ebit_{it}RSC_{it} + \beta_2Pat_{it} + \beta_3Eficiencia_{it} + \beta_4Riesgo_{it} + \beta_5Tamaño_{it} + e_{it} \quad (16)$$

En la expresión 16, β_{1a} es el componente de la parte exógena de la RSC contenida en β_1 de la expresión 13 en tanto que β_{1b} corresponde a la parte endógena de la RSC. Si la RSC tiene impacto en la relevancia valorativa de EBIT entonces β_{1b} es estadísticamente significativa y:

$$\beta_{1b} > \beta_{1a} \quad (17)$$

En dónde:

- Variables contables fundamentales: Utilidad Operativa ($Ebit_{it}$) y el patrimonio neto Pat_{it}
- Variable que resume el efecto de la RSC en el EBIT: $Ebit_{it}RSC$.
- Variables de control: *Eficiencia* medida como ventas/activos totales, *riesgo* medido como la tasa de cambio anual de pasivo de un año con respecto al anterior, *tamaño* medido como el logaritmo natural del total de activos.
- RSC, responsabilidad social corporativa tratada como variable dicotómica que toma el valor de 1 cuando la empresa adopta este tipo de prácticas. Se utiliza la publicación de reportes de sostenibilidad en el GRI como identificación de la empresa como socialmente responsable.

Si aplicamos la misma descomposición anterior para β_2 entonces obtenemos el modelo de efecto de la RSC en el patrimonio como sigue:

$$\beta_2 = \beta_{2a} + \beta_{2b} RSC_{it} \quad (18)$$

Reemplazando la ecuación 18 en la ecuación 13 y simplificando se obtiene el siguiente modelo de *efecto de la RSC en el patrimonio*:

$$Cap_{it} = \beta_0 + \beta_1 Ebit_{it} + \beta_{2a} Pat_{it} + \beta_{2b} Pat_{it} RSC + \beta_3 Eficiencia_{it} + \beta_4 Riesgo_{it} + \beta_5 Tama\~{n}o_{it} + e_{it} \quad (19)$$

Si la RSC afecta la relevancia valorativa del patrimonio entonces β_{2b} es estadísticamente significativa y:

$$\beta_{2b} > \beta_{2a} \quad (20)$$

En donde:

- Variables contables fundamentales: Utilidad Operativa ($Ebit_{it}$) y el patrimonio neto Pat_{it}
- Variable que resume el efecto de la RSC en el patrimonio: $Pat_{it} RSC$.
- Variables de control: *Eficiencia* medida como ventas/activos totales, *riesgo* medido como la tasa de cambio anual de pasivo de un año con respecto al anterior, *tamaño* medido como el logaritmo natural del total de activos.
- RSC, responsabilidad social corporativa tratada como variable dicotómica que toma el valor de 1 cuando la empresa adopta este tipo de prácticas. Se utiliza la publicación de reportes de sostenibilidad en el GRI como identificación de la empresa como socialmente responsable.

3.2.3. *Confiabilidad y validez*

Este estudio nace de la necesidad de demostrar que la calidad de la información contable mejora en empresas con prácticas de RSC a través de identificar si los inversionistas valoran o no este tipo de prácticas por lo que se inició con una revisión de la literatura a cerca de la relevancia valorativa y la evolución de su estudio a lo largo del tiempo llegando a la conclusión de que es un modelo válido para medir lo que buscamos.

La validez del estudio se aborda desde el punto de vista de la validez externa del modelo y su capacidad de replicarse y aplicarse a la realidad de acuerdo a Bryman y Bell (2015). El modelo que se aplica es el de relevancia valorativa creado por Ohlson (1995), sin embargo antes de la creación del modelo varios autores se interesaron en probar si existe o no relevancia valorativa, llegando a la conclusión de que en efecto las variables contables fundamentales tienen influencia en la capitalización de mercado como se detalla en la tabla 6.

El modelo de Ohlson (1995) parte de las premisas de la teoría de mercados eficientes y ha sido utilizado en distintos entornos por distintos autores que a lo largo del tiempo lo han ido adaptando e incluso mejorando de acuerdo a la necesidad de cada investigador. Los estudios que han recurrido al modelo demuestran la existencia de relevancia valorativa y en otros casos han demostrado pérdida de relevancia valorativa en ciertas variables contables más no han cuestionado su validez para medir la relevancia valorativa, por el contrario se le ha creído conveniente a la hora de medir la calidad de la información contable.

La confiabilidad conocida también como validez interna se refiere a la fiabilidad de los resultados y eso depende de la relación que existe entre la variable dependiente y las independientes que se seleccionan para el estudio, especialmente cuando se sostiene causalidad entre ellas como señala Bryman y Bell (2015).

Se trata de determinar si en efecto las variables contables fundamentales, las que se determinan como variables de control y las prácticas de RSC inciden en la capitalización de mercado. Al realizar una retrospectiva de las variables relacionadas en los modelos de relevancia valorativa existentes en la literatura se llega a la conclusión de que el estudio es confiable. Se ha determinado en varios análisis como los detallados en la tabla 6, que las variables independientes incluidas en el presente estudio impactan en la capitalización de mercado, salvo en el caso de la RSC, variable independiente que se vincula al modelo como aporte de esta investigación. En la literatura se establece que las empresas con prácticas de RSC se perciben como más confiables y transparentes de acuerdo a Gao y Zhang (2015) aspecto que debería reflejarse en la capitalización de mercado de dichas empresas pues los inversionistas se fiarían de su información contable.

3.3. Población, marco muestral y muestra

La investigación se aplica sobre sujetos de estudio que son el resultado de delimitar la población a la que corresponden las empresas de interés, seleccionar el marco muestral y por último la muestra y las entidades sobre la que se trabajará.

Para tal efecto se utiliza información de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) y Bloomberg que es una plataforma que contiene información financiera en tiempo real. Permite a sus usuarios comprar o vender activos financieros a través de su sistema informático, brinda la posibilidad de acceder a información de tipo contable así como ciertos aspectos cualitativos de las empresas y el comportamiento del precio de sus acciones en la bolsa entre otros.

3.3.1. Población y marco muestral

La población bajo investigación está compuesta por las empresas consideradas en varios países como públicas, es decir aquellas cuyas acciones se cotizan en la bolsa de valores. Debido a esta condición su información financiera y de gestión es pública. El objetivo es comprobar la hipótesis planteada en el apartado anterior en las empresas latinoamericanas que han cotizado en bolsa en el periodo comprendido entre 2006-2018. En conclusión la población está constituida por empresas domiciliadas en países latinoamericanos y que cotizan en bolsa.

La base de datos Bloomberg contiene una lista detallada de los países de origen de las empresas que cotizan en el mercado bursátil y permite establecer categorías por regiones geográficas, una de esas regiones corresponde a América Latina y el Caribe. Se considera que el listado contenido en Bloomberg es uno de los más completos a los que se tiene acceso y por tanto pertinente para ser calificado como marco muestral de la investigación.

3.3.2. Muestra y sujetos de estudio

La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) puntualiza una distinción entre países de América Latina y por otra parte aquellos que conforman El Caribe. Los países que forman parte de América Latina a su vez se subdividen en México e Itsmo Centroamericano y América del Sur, en la tabla 10 se detallan los países que conforman cada sub-región. La muestra entonces está compuesta por las empresas latinoamericanas que cotizan en la bolsa de valores, domiciliadas en México, Honduras, Nicaragua, El Salvador, Panamá, Guatemala, Costa Rica, Venezuela, Colombia, Ecuador, Perú, Bolivia, Chile, Argentina, Brasil, Uruguay y Paraguay. Se considera que la muestra seleccionada es no probabilística puesto que se toma de acuerdo a la información disponible en Bloomberg sin tener presente la probabilidad de cada empresa de salir seleccionada para conformar la muestra (Levine et al., 2006).

Tabla 10
Países de América Latina

Región	Sub-región	País
América Latina	México e Itsmo Centroamericano	Costa Rica
		El Salvador
		Guatemala
		Honduras
		México
		Nicaragua
		Panamá
	América del Sur	Argentina
		Bolivia
		Brasil
		Chile
		Colombia
		Ecuador
		Paraguay
Perú		
Uruguay		
Venezuela		

Fuente: Elaboración propia con base en La CEPAL

Con el objetivo de establecer los sujetos de estudio, se hace uso nuevamente de Bloomberg pero esta vez se recurre a la clasificación que realiza de las empresas de acuerdo al sector de actividad económica en el que operan, esta división genera diez sectores. Las empresas bajo estudio corresponden a ocho de los diez sectores económicos: comunicaciones, consumo discrecional, consumo básico, energía, sanidad, industriales, materiales y tecnología. Se dejan fuera a las empresas de sectores como el financiero y el servicio público pues se considera que tienen un registro contable distinto de las empresas de capital privado que operan en el sector no financiero (Al-Hares et al., 2012; Rodríguez et al., 2017 y Ashraf et al., 2017).

Por otra parte, se seleccionan únicamente las empresas que se encuentran con estado operativo activo, la información se filtra en dólares americanos, durante trece años divididos en trimestres obteniendo 849 firmas como parte de la muestra. Es importante destacar que para que los datos sean comparables se han obtenido bajo normas contables GAAP. La composición de la muestra inicial aparece en la tabla 11.

Tabla 11

Empresas latinoamericanas con estado activo en la bolsa de valores

País	Com ⁽¹⁾	ConDis ⁽²⁾	ConBas ⁽³⁾	Ene ⁽⁴⁾	San ⁽⁵⁾	Ind ⁽⁶⁾	Mat ⁽⁷⁾	Tec ⁽⁸⁾	Total
Argentina	6	10	18	4	2	11	16	2	69
Bolivia	0	3	1	3	0	3	1	1	12
Brasil	9	84	25	18	11	45	35	15	242
Chile	1	36	33	4	3	18	31	1	127
Colombia	3	4	13	6	2	5	16	0	49
Costa Rica	2	2	1	0	2	1	1	0	9
Ecuador	0	6	9	1	1	1	16	1	35
El Salvador	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Guatemala	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Honduras	0	0	0	0	0	0	0	0	0
México	8	31	22	1	2	17	28	1	110
Nicaragua	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Panamá	1	5	3	2	0	0	1	1	13
Paraguay	2	14	6	1	5	6	3	2	39
Perú	4	20	29	3	2	13	40	1	112
Uruguay	0	3	5	0	1	0	6	0	15
Venezuela	1	1	4	0	0	1	10	0	17
Total	37	219	169	43	31	121	204	25	849

⁽¹⁾Com: Sector de actividad económica comunicaciones.⁽²⁾ConDis: Sector de actividad económica consumo discrecional.⁽³⁾ConBas: Sector de actividad económica consumo básico.⁽⁴⁾Ene: Sector de actividad económica energía.⁽⁵⁾San: Sector de actividad económica sanidad.⁽⁶⁾Ind: Sector de actividad económica industrial.⁽⁷⁾Mat: Sector de actividad económica materiales.⁽⁸⁾Tec: Sector de actividad económica tecnología.

Fuente: Elaboración propia basada en Bloomberg.

La muestra tomada originalmente se depura pues no se encuentran compañías originarias de países como El Salvador, Honduras, Guatemala y Nicaragua que coticen en la bolsa de valores. Por otra parte, aunque se reportan empresas que cotizan en bolsa en Bolivia, Ecuador, Paraguay y Uruguay hacen falta todos los datos de capitalización dentro del periodo de análisis. Para el caso de Costa Rica, Panamá y Venezuela no se encuentran empresas que presenten datos de capitalización y que cuenten con un informe en el GRI. Por tanto el análisis se concentra en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú con un total de 709 empresas como se aprecia en la tabla 12.

Tabla 12

Empresas latinoamericanas que reportan datos de capitalización y GRI

País	Com ⁽¹⁾	ConDis ⁽²⁾	ConBas ⁽³⁾	Ene ⁽⁴⁾	San ⁽⁵⁾	Ind ⁽⁶⁾	Mat ⁽⁷⁾	Tec ⁽⁸⁾	Total
Argentina	6	10	18	4	2	11	16	2	69
Brasil	9	84	25	18	11	45	35	15	242
Chile	1	36	33	4	3	18	31	1	127
Colombia	3	4	13	6	2	5	16	0	49
México	8	31	22	1	2	17	28	1	110
Perú	4	20	29	3	2	13	40	1	112
Total	31	185	140	36	22	109	166	20	709

⁽¹⁾Com: Sector de actividad económica comunicaciones.

⁽²⁾ConDis: Sector de actividad económica consumo discrecional.

⁽³⁾ConBas: Sector de actividad económica consumo básico.

⁽⁴⁾Ene: Sector de actividad económica energía.

⁽⁵⁾San: Sector de actividad económica sanidad.

⁽⁶⁾Ind: Sector de actividad económica industrial.

⁽⁷⁾Mat: Sector de actividad económica materiales.

⁽⁸⁾Tec: Sector de actividad económica tecnología.

Fuente: Elaboración propia basada en Bloomberg.

Las empresas que finalmente son parte del estudio corresponden en un 34% a Brasil, seguidas de 18% de firmas chilenas. La mayor parte de las empresas operan en el sector de consumo discrecional al que pertenecen el 26% de las empresas en tanto que el 23% de ellas operan en el sector materiales. La composición completa de la muestra se exhibe en la tabla 13.

Tabla 13

Composición de la muestra por país y sector de actividad económica

País	Com ⁽¹⁾	ConDis ⁽²⁾	ConBas ⁽³⁾	Ene ⁽⁴⁾	San ⁽⁵⁾	Ind ⁽⁶⁾	Mat ⁽⁷⁾	Tec ⁽⁸⁾	Total
Argentina	0.85%	1.41%	2.54%	0.56%	0.28%	1.55%	2.26%	0.28%	9.73%
Brasil	1.27%	11.85%	3.53%	2.54%	1.55%	6.35%	4.94%	2.12%	34.13%
Chile	0.14%	5.08%	4.65%	0.56%	0.42%	2.54%	4.37%	0.14%	17.91%
Colombia	0.42%	0.56%	1.83%	0.85%	0.28%	0.71%	2.26%	0.00%	6.91%
México	1.13%	4.37%	3.10%	0.14%	0.28%	2.40%	3.95%	0.14%	15.51%
Perú	0.56%	2.82%	4.09%	0.42%	0.28%	1.83%	5.64%	0.14%	15.80%
Total	4.37%	26.09%	19.75%	5.08%	3.10%	15.37%	23.41%	2.82%	100.00%

⁽¹⁾Com: Sector de actividad económica comunicaciones.

⁽²⁾ConDis: Sector de actividad económica consumo discrecional.

⁽³⁾ConBas: Sector de actividad económica consumo básico.

⁽⁴⁾Ene: Sector de actividad económica energía.

⁽⁵⁾San: Sector de actividad económica sanidad.

⁽⁶⁾Ind: Sector de actividad económica industrial.

⁽⁷⁾Mat: Sector de actividad económica materiales.

⁽⁸⁾Tec: Sector de actividad económica tecnología.

Fuente: Elaboración propia basada en Bloomberg.

Los modelos desarrollados en el apartado anterior demandan que se obtengan de Bloomberg datos relacionados a la capitalización, el total de activos, el total de ingresos por ventas, el pasivo total, la utilidad operativa (EBIT), el patrimonio total y las utilidades netas por otra parte la identificación de la empresa como socialmente responsable se obtiene a través del *disclosure data base* del GRI (*Global Reporting Initiative*).

En un segundo momento se generan las variables definidas en el modelo econométrico: capitalización, utilidad operativa ($Ebit_{it}$), patrimonio neto (Pat_{it}), *Eficiencia*, *Tamaño*, *Riesgo* y la identificación de la empresa como socialmente responsable (*RSC*). Las variables: capitalización, utilidad operativa y patrimonio neto se deflactan utilizando el nivel de activos registrado por cada empresa en el mismo trimestre del año anterior por lo que no es posible procesar datos del año 2006 salvo en el caso de la estadística descriptiva.

En la tabla 14 se presentan resultados de estadística descriptiva. Para obtenerlos no se distingue el país de origen de las empresas así como tampoco los sectores económicos más

bien se organizan en una serie de tiempo dividida en trimestres desde el primer trimestre del 2006 hasta el tercer trimestre del año 2018.

Tabla 14
Variables y estadística descriptiva

Estadístico	Cap ⁽¹⁾	EBIT ⁽²⁾	Patrimonio ⁽³⁾	Eficiencia ⁽⁴⁾	Tamaño ⁽⁵⁾	Riesgo ⁽⁶⁾
Media	1.3196	0.0182	0.5133	0.2004	5.7633	0.0741
Desv. Estándar	6.7775	0.0250	0.2623	0.1670	2.3015	0.4991
Mediana	0.5818	0.0162	0.5178	0.1701	5.8556	0.0325
Asimetría	25.333	0.3721	-0.2305	2.1052	-0.8937	1.8832
Curtosis	760.27	4.1925	3.6792	11.761	6.2878	81.749
Jarque-Bera	554000000	1778	626	84130	5582748	12178

¹ Cap: Capitalización de mercado de la empresa *i* en el periodo *t*, deflactada con los activos en el periodo *t-1*.

² EBIT: Utilidad operativa de la empresa *i* en el periodo *t*, deflactada con los activos en el periodo *t-1*.

³ Patrimonio: Patrimonio de la empresa *i* en el periodo *t*, deflactada con los activos en el periodo *t-1*.

⁴ Eficiencia: Ingreso por ventas dividido sobre el total de activos de la empresa *i* en el periodo *t*.

⁵ Tamaño: Logaritmo natural de los activos de la empresa *i* en el periodo *t*.

⁶ Riesgo: Tasa de cambio anual del pasivo total de la empresa *i* en el periodo *t-1*, usando diferencia logarítmica.

Fuente: Elaboración propia usando E-views 7 basada en Bloomberg.

Concentrando el análisis en las medidas de tendencia central de la tabla 14 se observa que la media aritmética es mayor a la mediana en la variable dependiente por lo que según Lind (2001) su distribución presenta un sesgo positivo sumado a que la dispersión medida por la desviación estándar es considerable. Las medidas de asimetría y curtosis anticipan que los datos presentan heterogeneidad. Con el fin de complementar el análisis de estadística descriptiva se realiza la prueba de normalidad Jarque-Bera.

La prueba Jarque Bera basada en asimetría y curtosis (Jarque y Bera, 1987) es utilizada para comprobar si los datos siguen una distribución normal y es particularmente útil cuando las investigaciones manejan gran cantidad de datos (Kim, 2016). Los resultados de la tabla 14 evidencian que no existe normalidad y que los datos presentan heteroscedasticidad, común en este tipo de estudios en el que se incluye información de distintos sectores y contextos económicos (Vicéns et al., 2012).

La tabla 15 es una matriz de correlación entre las variables independientes incluidas en el modelo. Los valores obtenidos son relativamente bajos lo que indica que no existe autocorrelación en las variables y por tanto no hay evidencia de multicolinealidad en el modelo.

Tabla 15
Matriz de Correlación

Variable	EBIT ⁽¹⁾	Patrimonio ⁽²⁾	Eficiencia ⁽³⁾	Tamaño ⁽⁴⁾	Riesgo ⁽⁵⁾	RSC ⁽⁶⁾
EBIT ⁽¹⁾	1.0000	0.1607	0.3456	0.1467	0.1387	0.0944
Patrimonio ⁽²⁾	0.1607	1.0000	-0.1543	-0.1028	0.2255	-0.0700
Eficiencia ⁽³⁾	0.3456	-0.1543	1.0000	-0.0497	0.0222	-0.0138
Tamaño ⁽⁴⁾	0.1467	-0.1028	-0.0497	1.0000	0.0795	0.3712
Riesgo ⁽⁵⁾	0.1387	0.2255	0.0222	0.0795	1.0000	0.0115
RSC ⁽⁶⁾	0.0944	-0.0700	-0.0138	0.3712	0.0115	1.0000

¹ EBIT: Utilidad operativa de la empresa *i* en el periodo *t*, deflactada con los activos en el periodo *t-1*.

² Patrimonio: Patrimonio de la empresa *i* en el periodo *t*, deflactada con los activos en el periodo *t-1*.

³ Eficiencia: Ingreso por ventas dividido para el total de activos de la empresa *i* en el periodo *t*.

⁴ Tamaño: Logaritmo natural de los activos de la empresa *i* en el periodo *t*.

⁵ Riesgo: Tasa de cambio anual del pasivo total de la empresa *i* en el periodo *t-1*, usando diferencia logarítmica.

⁶ RSC: Variable dicotómica que toma el valor de 1 cuando la empresa *i* se identifica como socialmente responsable en el periodo *t* o 0 cuando no.

Fuente: Elaboración propia usando Stata v11 basada en Bloomberg

En conclusión la estadística descriptiva indica que los datos tienen una distribución no normal, presentan heteroscedasticidad y no existe evidencia de colinealidad lo que permite aplicar con confianza al modelo econométrico propuesto y cuyos resultados se presentan en el apartado siguiente.

3.4. Resultados

Los resultados de la investigación se presentan para cada modelo en el orden que se propusieron en el apartado anterior: modelo general, modelo general por país y sector de actividad económica, modelo para considerar el impacto de la crisis del 2008, modelo del efecto de la RSC en las variables contables fundamentales EBIT y patrimonio neto.

Los datos obtenidos contienen valores extremos. La ventaja de utilizar regresión cuantil en estos casos es que posibilita distinguir los efectos de las variables independientes en la variable dependiente en cada segmento de datos logrando que los estimadores sean más eficaces y robustos que en una regresión con MCO (Monsueto et al., 2006). Para esta investigación se utilizaron cuartiles y bajo este lineamiento el percentil 25 se asocia a empresas pequeñas, el percentil 50 a empresas medianas y el percentil 75 a empresas grandes de acuerdo a la magnitud de la capitalización que constituye la variable dependiente del modelo definida como el valor de mercado de las acciones multiplicado por el número de acciones en circulación.

3.4.1. Modelo general

Los resultados del modelo general de relevancia valorativa como medida de la calidad contable con regresión cuantil y datos panel se presentan en la tabla 16. Corresponden a todas las empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa sin distinguir el país de origen o el sector de actividad económica en el que operan.

Tabla 16
Regresión cuantil con datos panel para relevancia valorativa

Variable	Coef.		Coef.		Coef.	
	Percentil 25		Percentil 50		Percentil 75	
EBIT ⁽¹⁾	4.1182	(29.94)*	7.7941	(39.31)*	13.0413	(49.59)*
Patrimonio ⁽²⁾	0.4706	(31.42)*	0.6625	(37.75)*	0.8248	(49.92)*
Eficiencia ⁽³⁾	0.2667	(8.97)*	0.3848	(9.19)*	0.5172	(10.40)*
Tamaño ⁽⁴⁾	0.0220	(11.89)*	0.0327	(13.55)*	0.0157	(4.08)*
Riesgo ⁽⁵⁾	0.0746	(5.94)*	0.1184	(15.42)*	0.1358	(7.3)*
RSC ⁽⁷⁾	0.1005	(13.17)*	0.1055	(8.28)*	0.1320	(4.56)*
_cons ⁽⁸⁾	-0.1719	(-10.3)*	-0.1456	(-7.06)*	0.1775	(7.39)*
Pseudo R2	0.0925		0.1230		0.1332	

*valor $p < 0.01$, valor t entre paréntesis.

¹ EBIT: Utilidad operativa de la empresa i en el periodo t , deflactada con los activos en el periodo $t-1$.

² Patrimonio: Patrimonio de la empresa i en el periodo t , deflactada con los activos en el periodo $t-1$.

³ Eficiencia: Ingreso por ventas dividido para el total de activos de la empresa i en el periodo t .

⁴ Tamaño: Logaritmo natural de los activos de la empresa i en el periodo t .

⁵ Riesgo: Tasa de cambio anual del pasivo total de la empresa i en el periodo $t-1$, usando diferencia logarítmica.

⁶ RSC: Variable dicotómica que toma el valor de 1 cuando la empresa i se identifica como socialmente responsable en el periodo t o 0 cuando no.

⁷ _cons: Constante de la regresión cuantil con datos panel, donde la variable dependiente de la compañía i es el valor de mercado de la firma en el periodo t , deflactada por el volumen de los activos en el periodo $t-1$.

Fuente: Elaboración propia usando Stata v11 basada en Bloomberg

Se inicia el análisis con el *pseudo* R^2 que en regresión cuantil es una sinonimia del R^2 en una regresión con MCO. De acuerdo con Koenker y Machado (1999) R^2 como resultado de una regresión bajo MCO define la capacidad del modelo para explicar los cambios en la variable dependiente en términos de varianzas residuales en tanto que al utilizar regresión cuantil el *pseudo* R^2 mide la bondad de ajuste del modelo en un cuantil específico a través de la suma pesada de residuos absolutos en donde el peso es asimétrico y depende del cuantil en el que se ejecute el modelo. Los resultados señalan que conforme aumenta el tamaño de la empresa el *pseudo* R^2 mejora y los valores obtenidos son comunes con otros estudios de la misma índole.

Las variables contables fundamentales EBIT y patrimonio neto son estadísticamente significativas y presentan signo positivo como se esperaba de acuerdo a la teoría. Conforme aumenta el tamaño de las empresas el impacto de las variables contables fundamentales sobre

la capitalización es mayor. EBIT tiene un impacto considerable en la capitalización en tanto que el patrimonio influye en menor proporción. Entre mayor sea la utilidad operativa que genera la empresa y más aporte de capital por parte de los accionistas exista mayor es la capitalización de la empresa.

En cuanto a las variables de control: eficiencia, tamaño y riesgo son todas significativas y la relación positiva con la capitalización corresponde a los resultados que se esperaban según la revisión de la bibliografía. Los inversionistas consideran la eficiencia en el uso de los activos para generar ventas como la variable más significativa entre las variables de control y su impacto va en aumento conforme incrementa el tamaño de la empresa. El segundo lugar es para el nivel de riesgo medido como el incremento en el nivel de deuda que también es mayor conforme aumenta el tamaño de la empresa. Como último aspecto relevante tenemos el tamaño de la empresa representado a través del nivel de los activos de la firma.

La identificación de la empresa como socialmente responsable es significativa para empresas pequeñas, medianas y grandes. La RSC tiene impacto positivo sobre la capitalización y es mayor entre más grande es la empresa. Las prácticas de responsabilidad social corporativa resultan entonces de importancia para aquellos interesados en colocar su capital en empresas de Latinoamérica.

El *modelo general* de relevancia valorativa se aplica *por cada país de origen* de las empresas obteniendo resultados para las variables contables fundamentales, las variables de control y la RSC, sin embargo por el interés en la calidad de la información contable en la tabla 17 se resumen únicamente los resultados para las variables contables fundamentales y la RSC.

Tabla 17

Regresión cuantil con datos panel para relevancia valorativa por país de origen en América Latina

País	Coeficiente Percentil 25			Coeficiente Percentil 50			Coeficiente Percentil 75		
	EBIT ⁽¹⁾	Patrimonio ⁽²⁾	RSC ⁽³⁾	EBIT ⁽¹⁾	Patrimonio ⁽²⁾	RSC ⁽³⁾	EBIT ⁽¹⁾	Patrimonio ⁽²⁾	RSC ⁽³⁾
Argentina	0,373 (1.32)**	0,767 (18.13)*	0,157 (3.15)*	1,787 (3.06)*	0,799 (8.32)*	0,380 (5.16)*	5,793 (5.31)*	1,012 (7.22)*	0,644 (3.7)*
Brasil	5,902 (18.91)*	0,562 (26.18)*	0,057 (6.02)*	10,581 (20.82)*	0,801 (35.90)*	0,032 (2.04)*	16,261 (16.34)*	1,047 (26.05)*	-0,065 (-2.37)*
Chile	5,998 (8.79)*	0,630 (19.51)*	0,009 (0.45)*	10,978 (15.29)*	0,897 (20.09)*	-0,048 (2.04)	16,097 (17.69)*	0,988 (11.67)*	-0,081 (-1.96)**
Colombia	5,335 (3.31)*	0,790 (7.28)*	-0,011 (-0.25)	5,177 (5.08)*	1,209 (8.43)*	-0,115 (-1.51)	11,324 (6.75)*	1,484 (16.82)*	-0,006 (-0.12)
México	11,894 (18.40)*	0,665 (9.67)*	0,057 (2.60)*	17,079 (14.95)*	0,547 (9.14)*	-0,032 (-1.66)	25,542 (18.16)*	0,577 (8.06)*	0,008 (0.28)
Perú	6,493 (14.74)*	0,174 (5.17)*	0,269 (12.89)*	10,077 (13.59)*	0,153 (3.50)*	0,306 (9.42)*	15,070 (18.06)*	-0,071 (-0.75)	0,697 (7.73)*

*valor $p < 0.01$, valor t entre paréntesis.

**valor $p < 0.05$, valor t entre paréntesis.

¹ EBIT: Utilidad operativa de la empresa i en el periodo t , deflactada con los activos en el periodo $t-1$.

² Patrimonio: Patrimonio de la empresa i en el periodo t , deflactada con los activos en el periodo $t-1$.

³ RSC: Variable dicotómica que toma el valor de 1 cuando la empresa i se identifica como socialmente responsable en el periodo t o 0 cuando no.

Fuente: Elaboración propia usando Stata v11 basada en Bloomberg

En países como Costa Rica, Panamá y Venezuela no se han encontrado empresas de las que se cuente con información sobre la capitalización y que se identifiquen como socialmente responsables a través del *Global Reporting Initiative* en el periodo de estudio por lo que no es posible establecer si las prácticas de RSC tienen incidencia en la relevancia valorativa de EBIT y del patrimonio neto, por tanto en la calidad de la información contable en esos países.

Los resultados para Argentina indican que EBIT, patrimonio neto y RSC son significativas y positivas, EBIT tiene mayor impacto en la capitalización en empresas pequeñas y grandes en tanto que el patrimonio es el de mayor impacto para las empresas medianas. La RSC tiene mayor impacto en la capitalización en empresas grandes.

En Brasil todas las variables son significativas. La variable de mayor impacto en todos los tamaños de capitalización es EBIT que es mayor conforme aumenta el tamaño de la capitalización. El patrimonio tiene menor impacto y presenta el mismo comportamiento que EBIT. La incidencia de la RSC en la capitalización es mayor para empresas pequeñas en tanto que para empresas grandes el impacto es negativo

Las variables contables fundamentales EBIT y patrimonio neto presentan el mismo comportamiento en Chile que en Brasil, sin embargo la RSC que es significativa para las empresas pequeñas y grandes y su impacto es negativo en las empresas grandes.

Colombia presenta EBIT y patrimonio neto relevantes para la formación del precio de la acción en el mercado. En cuanto a la RSC no se puede decir lo mismo pues tiene signo negativo y resulta ser estadísticamente no significativa para todos los niveles de capitalización.

La RSC es relevante y se relaciona con signo positivo con la capitalización únicamente para las empresas mexicanas consideradas pequeñas. EBIT tiene impacto positivo y significativo en la capitalización y la influencia sobre la variable dependiente aumenta conforme el tamaño en tanto que el patrimonio neto es significativo y positivo pero disminuye su influencia sobre la capitalización conforme aumenta el tamaño de la firma.

En Perú las variables contables se comportan de acuerdo a la teoría con la salvedad del patrimonio que tiene signo negativo en empresas grandes pero la variable es no significativa. El impacto de la RSC en la capitalización es estadísticamente significativo, positivo y va en aumento de acuerdo al tamaño de la compañía.

En suma el impacto de la RSC para empresas pequeñas es mayor en Perú, para las empresas medianas el impacto es mayor en Argentina y para las grandes Perú. La mayor relevancia valorativa de EBIT de la región está en México y la del patrimonio neto en Colombia.

La información disponible en Bloomberg permite identificar los sectores de actividad económica en los que operan las empresas en Latinoamérica de los que se han seleccionado comunicaciones, consumo discrecional, consumo básico, energía, sanidad, materiales, industriales y tecnología teniendo en cuenta esta información se obtienen resultados del *modelo general por sector de actividad económica*, resumidos en la tabla 18.

Tabla 18

Regresión cuantil con datos panel para relevancia valorativa por sector de actividad económica en América Latina

Sector de actividad económica	Coeficiente Percentil 25			Coeficiente Percentil 50			Coeficiente Percentil 75		
	EBIT ⁽¹⁾	Pat ⁽²⁾	RSC ⁽³⁾	EBIT ⁽¹⁾	Pat ⁽²⁾	RSC ⁽³⁾	EBIT ⁽¹⁾	Pat ⁽²⁾	RSC ⁽³⁾
Comunicaciones	7,876	0,543	0,129	11,190	0,787	-0,104	17,270	-0,034	-0,144
	(4.63)*	(5.25)*	(2.39)**	(8.03)*	(6.36)*	(-2.4)**	(8)*	(-0.18)	(-2.25)**
Consumo discrecional	4,722	0,963	0,226	6,345	1,144	0,334	9,018	1,161	0,556
	(13.29)*	(20.28)*	(10.44)*	(10.09)*	(19.09)*	(12.18)*	(10.05)*	(17.11)*	(8.68)*
Consumo básico	3,782	0,360	0,084	6,025	0,484	0,138	10,378	0,697	0,142
	(17.17)*	(16.58)*	(4.81)*	(16.07)*	(19.66)*	(5.26)*	(15.22)*	(18.58)*	(3.51)*
Energía	3,505	0,626	0,156	6,154	0,844	0,025	8,374	1,638	0,001
	(5.14)*	(9.2)*	(4.52)*	(5.84)*	(6.95)*	(0.5)*	(3.52)*	(7.33)*	(0.01)
Sanidad	20,206	0,446	0,062	31,048	0,503	0,028	42,996	0,948	0,375
	(6.01)*	(1.33)	(0.75)	(8.62)*	(1.68)	(0.31)	(9.45)*	(3.09)*	(3.2)*
Materiales	2,536	0,483	0,096	7,933	0,695	0,096	14,214	0,865	0,042
	(5.17)*	(18.22)*	(7.26)*	(14.68)*	(22.38)*	(6.27)*	(15.79)*	(14.97)*	(1.62)
Industriales	5,071	0,330	0,124	8,343	0,502	0,131	13,314	0,483	0,245
	(11.21)*	(13.31)*	(7.6)*	(9.07)*	(11.45)*	(3.41)*	(13.75)*	(4.93)*	(2.59)*
Tecnología	3,645	2,377	-0,150	17,283	2,194	-0,188	36,782	2,614	-0,250
	(0.86)	(6.82)*	(-2.61)*	(3.58)*	(5.74)*	(-2.67)*	(4.82)*	(3.93)*	(-0.78)

*valor $p < 0.01$, valor t entre paréntesis.

**valor $p < 0.05$, valor t entre paréntesis.

¹ EBIT: Utilidad operativa de la empresa i en el periodo t , deflactada con los activos en el periodo $t-1$.

² Patrimonio: Patrimonio de la empresa i en el periodo t , deflactada con los activos en el periodo $t-1$.

³ RSC: Variable dicotómica que toma el valor de 1 cuando la empresa i se identifica como socialmente responsable en el periodo t o 0 cuando no.

Fuente: Elaboración propia usando Stata v11 basada en Bloomberg

El sector comunicaciones muestra relevancia valorativa en EBIT y patrimonio neto, la RSC es estadísticamente significativa. En el caso de EBIT el signo es positivo y es mayor entre más grande el tamaño de la empresa, el patrimonio aumenta relevancia para las empresas medianas pero es negativo para las empresas grandes. La identificación de la empresa como

socialmente responsable es relevante sin embargo para las empresas medianas y grandes el impacto en la capitalización es negativo, contrario a lo esperado

Los sectores: consumo discrecional, consumo básico, energía, materiales e industriales presentan relevancia valorativa para las variables contables fundamentales además de mejorar la calidad de la información contable lo que se verifica con el coeficiente de la variable RSC. Las variables tienen impacto positivo, son estadísticamente significativas y aumentan conforme incrementa el tamaño de la empresa, como se esperaba de acuerdo a la teoría. Existe una salvedad en el sector energía en donde la RSC disminuye conforme aumenta el tamaño de la empresa y en el caso del sector materiales no es significativa para las empresas grandes en tanto que para el sector industriales la relevancia valorativa disminuye para las empresas grandes con respecto a las medianas.

El sector sanidad presenta EBIT positivo y relevante para todos los tamaños de empresas, los coeficientes son más altos entre más grande es la empresa, las variables patrimonio y RSC son estadísticamente significativas únicamente para empresas grandes.

Tecnología es un caso especial pues la variable EBIT es estadísticamente significativa para las empresas medianas y grandes más no para las pequeñas. El patrimonio es estadísticamente significativo pero disminuye conforme aumenta el tamaño de la empresa, en tanto que la RSC tiene impacto negativo sobre la capitalización contrario a lo esperado.

En conclusión EBIT presenta relevancia valorativa mayor que el patrimonio, además es relevante para todos los sectores y todos los tamaños de empresas salvo el caso de las empresas pequeñas del sector tecnología. El impacto de la RSC en la capitalización de la empresa es distinto dependiendo del sector de actividad económica y del tamaño de la misma, tenemos resultados positivos, negativos y aunque en menor medida no significativos que se presentan en la tabla 18.

3.4.2. Modelo que considera la crisis del año 2008

En el año 2008 el mundo vivió una importante crisis financiera que inició en el mercado inmobiliario de los EE.UU. y que se transmitió a los demás países del mundo. El periodo de análisis de esta investigación comprende del 2006 al 2018 por lo que se considera necesario incluir un modelo que considere el efecto de la crisis como variable dicotómica que toma el valor de 1 en los trimestres del año 2008.

La tabla 19 muestra que el efecto para las empresas en Latinoamérica no fue mayor salvo para las compañías con capitalización pequeña en donde el coeficiente de la crisis es positivo y estadísticamente significativo. Introduciendo el efecto de la crisis los coeficientes de las variables contables fundamentales, de las variables de control y de la RSC disminuyen aunque no drásticamente. Todas las variables son estadísticamente significativas y su impacto en la capitalización es positivo.

Tabla 19

Regresión cuantil con datos panel para relevancia valorativa con el efecto de crisis del año 2008

Variable	Coef.		Coef.		Coef.	
	Percentil 25		Percentil 50		Percentil 75	
EBIT ⁽¹⁾	4.0917	(32.35)*	7.7965	(27.28)*	12.9730	(46.72)*
Patrimonio ⁽²⁾	0.4667	(31.80)*	0.6609	(30.58)*	0.8226	(36.79)*
Eficiencia ⁽³⁾	0.2650	(11.34)*	0.3815	(12.80)*	0.5205	(14.18)*
Tamaño ⁽⁴⁾	0.0218	(10.87)*	0.0329	(13.60)*	0.0161	(4.16)*
Riesgo ⁽⁵⁾	0.0695	(4.89)*	0.1159	(10.94)*	0.1352	(7.96)*
Crisis ⁽⁶⁾	0.0298	(2.39)*	0.0254	(1.27)	0.0239	(0.80)
RSC ⁽⁷⁾	0.1020	(12.1)*	0.1025	(8.89)*	0.1293	(5.74)*
_cons ⁽⁸⁾	-0.1701	(-9.46)*	-0.1463	(-8.52)*	0.1740	(6.81)*
Pseudo R2	0.0926		0.1230		0.1332	

*valor $p < 0.01$, valor t entre paréntesis.

¹ EBIT: Utilidad operativa de la empresa i en el periodo t , deflactada con los activos en el periodo $t-1$.

² Patrimonio: Patrimonio de la empresa i en el periodo t , deflactada con los activos en el periodo $t-1$.

³ Eficiencia: Ingreso por ventas dividido para el total de activos de la empresa i en el periodo t .

⁴ Tamaño: Logaritmo natural de los activos de la empresa i en el periodo t .

⁵ Riesgo: Tasa de cambio anual del pasivo total de la empresa i en el periodo $t-1$, usando diferencia logarítmica.

⁶ Crisis: Variable dicotómica que toma el valor de 1 cuando el periodo t corresponde a cualquier trimestre del año 2008 y 0 cuando no.

⁷ RSC: Variable dicotómica que toma el valor de 1 cuando la empresa i se identifica como socialmente responsable en el periodo t o 0 cuando no.

⁸ _cons: Constante de la regresión cuantil con datos panel, donde la variable dependiente de la compañía i es el valor de mercado de la firma en el periodo t , deflactada por el volumen de los activos en el periodo $t-1$.

Fuente: Elaboración propia usando Stata v11 basada en Bloomberg

3.4.3. Modelo de efecto de la RSC en las variables contables fundamentales

El tercer modelo introduce el efecto de la RSC en las variables contables fundamentales dividiendo su β para tener el efecto exógeno y endógeno de la RSC. Este enfoque permite establecer si mejora la calidad de la información de las variables contables fundamentales al acentuar la diferencia en la relevancia valorativa cuando las empresas son socialmente responsables. Cabe recordar que la relevancia valorativa está representada por el impacto de las variables contables en la capitalización.

El *Efecto de la RSC en el EBIT* se puede apreciar en la tabla 20 que contiene los resultados obtenidos del modelo de la ecuación 16. En este caso β_{1a} determina el impacto de EBIT sobre la capitalización en empresas que no presentan evidencia de RSC es decir representa la relevancia valorativa de EBIT sin efecto de RSC. β_{1b} representa la relevancia valorativa de EBIT en empresas con RSC.

Tabla 20
Efecto de la RSC en la utilidad operativa (EBIT)

Variable	B	Coef. Percentil 25	Coef. Percentil 50	Coef. Percentil 75
EBIT ⁽¹⁾	β_{1a}	3.1592 (15.07)*	6.5880 (23.94)*	11.3742 (33.43)*
EBIT * RSC ⁽²⁾	B_{1b}	8.2219 (12.32)*	8.6091 (16.67)*	12.4384 (17.08)*
Patrimonio ⁽³⁾	B_2	0.4544 (31.65)*	0.6467 (29.91)*	0.8200 (31.87)*
Eficiencia ⁽⁴⁾	B_3	0.2595 (13.04)*	0.3972 (14.94)*	0.5495 (16.63)*
Tamaño ⁽⁵⁾	B_4	0.0211 (12.45)*	0.0300 (15.30)*	0.0124 (5.05)*
Riesgo ⁽⁶⁾	B_5	0.0677 (4.16)*	0.1122 (12.21)*	0.1357 (6.75)*
_cons ⁽⁷⁾	β_0	-0.1494 (-9.58)*	-0.1207 (-8.27)*	0.1950 (9.02)*
Pseudo R2		0.1005	0.1297	0.1414

*valor $p < 0.01$, valor t entre paréntesis.

¹ EBIT: Utilidad operativa de la empresa i en el periodo t , deflactada con los activos en el periodo $t-1$.

² EBIT * RSC: Variable de interacción que toma el valor de EBIT cuando la empresa i realiza prácticas de RSC en el periodo t o 0 cuando no.

³ Patrimonio: Patrimonio de la empresa i en el periodo t , deflactada con los activos en el periodo $t-1$.

⁴ Eficiencia: Ingreso por ventas dividido para el total de activos de la empresa i en el periodo t .

⁵ Tamaño: Logaritmo natural de los activos de la empresa i en el periodo t .

⁶ Riesgo: Tasa de cambio anual del pasivo total de la empresa i en el periodo $t-1$, usando diferencia logarítmica.

⁷ _cons: Constante de la regresión cuantil con datos panel, donde la variable dependiente de la compañía i es el valor de mercado de la firma en el periodo t , deflactada por el volumen de los activos en el periodo $t-1$.

Fuente: Elaboración propia usando Stata v11 basada en Bloomberg

β_{1b} es positiva, estadísticamente significativa y mayor que β_{1a} lo que implica que cuando una empresa realiza prácticas de responsabilidad social corporativa EBIT tiene una mayor influencia en la capitalización de las empresas. Por lo tanto la calidad de la información de EBIT mejora cuando una firma se identifica como socialmente responsable. Por otra parte esa

mayor contribución a explicar la variable dependiente va en aumento conforme incrementa el nivel de capitalización, es decir cuando pasamos del percentil 25 al 50 y al 75.

En la tabla 21 se encuentran los resultados para el modelo de *efecto de la RSC en el patrimonio* pero esta vez se aplica para la variable patrimonio en donde β_{2a} representa su relevancia valorativa cuando la empresa no es socialmente responsable en tanto que β_{2b} proporciona una medida de la relevancia valorativa de la variable patrimonio cuando la empresa realiza prácticas de RSC de acuerdo a la ecuación 19.

Tabla 21
Efecto de la RSC en el patrimonio neto

Variable	B	Coef.		Coef.		Coef.	
		Percentil 25		Percentil 50		Percentil 75	
EBIT ⁽¹⁾	β_1	4.0263	(36.08)*	7.6364	(35.41)*	12.7960	(48.51)*
Patrimonio ⁽²⁾	β_{2a}	0.4225	(31.62)*	0.6147	(27.79)*	0.7902	(23.73)*
Pat * RSC ⁽³⁾	B_{2b}	0.3677	(27.20)*	0.3146	(14.74)*	0.3629	(8.53)*
Eficiencia ⁽⁴⁾	B_3	0.2578	(12.11)*	0.4058	(12.61)*	0.5360	(11.71)*
Tamaño ⁽⁵⁾	B_4	0.0167	(11.22)*	0.0299	(9.37)*	0.0144	(2.76)*
Riesgo ⁽⁶⁾	B_5	0.0782	(6.71)*	0.1136	(9.02)*	0.1436	(6.1)*
_cons ⁽⁷⁾	β_0	-0.1212	(-10.32)*	-0.1169	(-5.64)*	0.1920	(6.35)*
Pseudo R2		0.0980		0.1258		0.1348	

*valor $p < 0.01$, valor t entre paréntesis.

¹ EBIT: Utilidad operativa de la empresa i en el periodo t , deflactada con los activos en el periodo $t-1$.

² Patrimonio: Patrimonio de la empresa i en el periodo t , deflactada con los activos en el periodo $t-1$

³ Pat * RSC: Variable de interacción que toma el valor de patrimonio cuando la empresa i realiza prácticas de RSC en el periodo t o 0 cuando no.

⁴ Eficiencia: Ingreso por ventas dividido para el total de activos de la empresa i en el periodo t .

⁵ Tamaño: Logaritmo natural de los activos de la empresa i en el periodo t .

⁶ Riesgo: Tasa de cambio anual del pasivo total de la empresa i en el periodo $t-1$, usando diferencia logarítmica.

⁷ _cons: Constante de la regresión cuantil con datos panel, donde la variable dependiente de la compañía i es el valor de mercado de la firma en el periodo t , deflactada por el volumen de los activos en el periodo $t-1$.

Fuente: Elaboración propia usando Stata v11 basada en Bloomberg

En la tabla 21 β_{2b} es menor que β_{2a} por tanto las prácticas de RSC tienen un efecto distinto en la relevancia valorativa del patrimonio y en este caso no mejora la calidad de la información contable en la magnitud esperada sin embargo sigue siendo positiva y estadísticamente significativa al igual que todas las β 's del modelo

Capítulo 4. CONCLUSIONES

En los últimos tiempos la RSC se ha convertido en un tema importante en el campo empresarial. El cambio climático, la deshumanización de los procesos y la falta de ética en los negocios vuelcan la atención de los inversionistas a temas como gestión ambiental, gestión social y de gobierno corporativo lo que de acuerdo a la teoría debería reflejarse en la valoración de las empresas al momento de decidir en cuál de ellas invertir.

En el campo financiero se espera que la RSC se traduzca en cifras contables más transparentes pues las empresas con este tipo de prácticas se perciben como más éticas (Carroll, 1999) y por tanto la relevancia que tienen las variables contables sobre la capitalización debería ser positiva y significativa (Solari, 2018) mejorando la calidad de la información contable. Estos resultados son coherentes con los encontrados en esta investigación y que serán discutidos a continuación.

En este capítulo está compuesto por tres sub apartados, primero se presenta el análisis y discusión de resultados y en segundo lugar se dejan expuestas las futuras líneas de investigación.

4.1. Análisis y discusión de los resultados

El análisis y discusión de los resultados se realiza contrastando con el criterio de otros autores los efectos de la RSC en la calidad de la información contable encontrados en el apartado anterior. Esta sección se organiza de acuerdo a los modelos propuestos: modelo general, modelo de efecto de crisis y modelo de efecto de la RSC en las variables contables fundamentales.

4.1.1. Modelo general

La RSC es un concepto controversial en el mundo de los negocios y de manera especial en el campo financiero. Wang et al. (2016) considera que la RSC es una práctica voluntaria en

las empresas y derivado de ese concepto la identificación de cada unidad de negocio como socialmente responsable así como la divulgación de sus acciones en torno a la RSC es también voluntaria.

El autor considera además que la falta de información en el mercado se debe a que no existen reportes formales ni obligatorios de RSC lo que causa que no se aprecie de manera clara el impacto que estas prácticas tienen en la capitalización sin embargo los resultados de esta investigación encuentran que la RSC es relevante para la capitalización, es decir los inversionistas valoran que una empresa realice prácticas de RSC.

Los resultados del modelo que indican que la RSC es estadísticamente significativa y positiva implican que es relevante para la capitalización por lo que concuerdan con Jain y Rezaee (2016) quienes determinan que la RSC es relevante para los inversionistas incluso para aquellos que toman posiciones cortas pues transmite información no financiera y la información no financiera tiene relevancia valorativa.

La aplicación del modelo general sin distinguir país de origen o sector de actividad económica de las empresas deriva que EBIT tiene mayor relevancia valorativa en comparación con el patrimonio resultado que concuerda con autores como Badu y Appiah (2018) y Davern et al. (2019). Según Rodríguez et al. (2017) esto se debe a que quienes invierten en Latinoamérica toman decisiones de corto plazo por lo que valoran más las ganancias que el patrimonio.

La realidad descrita en el párrafo anterior es distinta en entornos como el de Estados Unidos y Europa en donde el patrimonio presenta mayor relevancia que los ingresos (Francis y Schipper, 1999), (Clouth et al., 2016) (Ashraf et al., 2017). Luego de revisar los estudios de relevancia valorativa a los que se ha tenido acceso se concluye en concordancia con Power (2017) que en mercados considerados de mayor riesgo los ingresos son más relevantes que el patrimonio y de acuerdo al autor en general las cifras contables del estado de resultados tienen mayor relevancia que las cifras del estado de situación patrimonial.

Boonlert y Sen, (2019) tienen otra lectura y señalan que las empresas familiares presentan mejor calidad al reportar las utilidades pues tiene menor necesidad de manipularlas y por tanto su relevancia valorativa es mayor que la del patrimonio, para Husten y Sousa-Filho (2018) en América Latina gran parte de las firmas son negocios familiares lo que lleva a concluir que los resultados concuerdan también con la posición de Boonlert y Sen.

Un aspecto importante es que la RSC es positiva y estadísticamente significativa para empresas con volumen de capitalización grande, mediano o pequeño y su impacto incrementa entre mayor es el tamaño de la capitalización. El hecho de que la relevancia de la RSC es mayor conforme más grande es la empresa es consistente con Dias et al. (2018) quienes consideran que las empresas más grandes son quienes disponen de los recursos para establecer comités de RSC, contratar expertos en promover su imagen corporativa y además reciben mayor presión de los *–stakeholders–*.

Los datos de los reportes contables de las empresas utilizadas en este estudio reflejan que existe relevancia valorativa en las variables contables fundamentales y en las variables de control y que el modelo de Ohlson (1995) es útil como medida de la calidad de la información contable, resultados que concuerdan con múltiples estudios realizados alrededor del mundo, tanto en economías desarrolladas como en economías emergentes (Barth et al., 2018).

El modelo general se aplica también por país de origen de las firmas encontrando que en Brasil, Colombia y México la RSC no es significativa en empresas grandes en el caso brasileño y en empresas medianas y grandes en el caso de Colombia y México. Por otra parte se citó evidencia de que EBIT es más relevante que el patrimonio para la capitalización lo que implica que las decisiones de inversión son en su mayoría a corto plazo situación que de acuerdo a Erhemjamts y Huang (2019) causa que los inversionistas no le den mayor importancia a la RSC. Cuando los inversionistas toman posiciones de largo plazo entonces si se interesan por la sostenibilidad a través de la RSC.

Al-Hare et al. (2012), examinan la relevancia valorativa del valor en libros, las ganancias y los dividendos en empresas no financieras incluidas en el Kuwait *Stock Exchange* (KSE), en el periodo 2003 al 2009, después de que fuera controlado el impacto de la crisis global concluyen que la relevancia valorativa de la información contable no responde a los efectos de la industria y que es mayor en empresas grandes que en empresas pequeñas. Estos resultados concuerdan en parte con lo encontrado en esta investigación pues la relevancia valorativa de las variables contables fundamentales es distinta dependiendo de la industria y coincide en que en general la relevancia valorativa es mayor en empresas grandes que en empresas pequeñas.

4.1.2. Modelo que considera la crisis del año 2008

En un segundo momento se aplica un modelo que permite distinguir el efecto de la crisis del año 2008 en el que se encuentra que el impacto es significativo únicamente para las empresas latinoamericanas de pequeña capitalización en tanto que las medianas y grandes parecen no sentirlo. Este hallazgo tiene coherencia con Ocampo (2011) quien señala que entre 2003 y 2007 América Latina vivió una época de auge económico y social respaldado por condiciones externas beneficiosas lo que le permitió evadir la primera parte de la crisis que se desató en agosto del 2007.

El autor señala además que los primeros síntomas aparecieron en septiembre de 2008 y una de las principales causas fue la restricción del financiamiento hecho que concuerda con Bepari (2015) y Madrid-Guijarro et al. (2016) quienes señalan que el primer efecto de una crisis es la restricción en el financiamiento y comienza por afectar a las empresas más pequeñas quienes inician por reducir su inversión en innovación.

Por su parte Tahat y Alhadab (2017) utilizan el modelo de Ohlson para medir el efecto de la crisis en la relevancia valorativa. Sus hallazgos señalan que existe relevancia valorativa en los tres periodos estudiados y que esta disminuye muy ligeramente durante la crisis demostrando que la contabilidad sigue proporcionando datos valiosos para la toma de decisiones de los inversionistas a pesar de la crisis en concordancia con los resultados de esta

investigación. En otras palabras la calidad de la información contable no se ve mayormente afectada por la crisis del 2008.

4.1.3. Modelo de efecto de la RSC en las variables contables fundamentales

El modelo de efecto de la RSC en las variables contables fundamentales tiene dos resultados importantes, por una parte la calidad de la información contable de EBIT mejora cuando una empresa realiza prácticas de RSC en tanto que registra el efecto contrario para el patrimonio. Baboukardos y Gunnar (2016) encuentran que cuando una empresa es socialmente responsable el efecto del EBIT sobre la capitalización es más alto y positivo pero el efecto del patrimonio neto es incluso negativo.

Ben Amar y Chakroun, (2018) atribuyen el incremento en la calidad de EBIT a que una empresa que se identifica como socialmente responsable está llamada a observar valores éticos en su actuar en beneficio de sus *–stakeholders–* y por tanto disminuye el manejo discrecional o la manipulación de las utilidades. Hallazgos acordes a esta investigación.

Los resultados concuerdan con Kim et al. (2012) quienes encuentran evidencia de que las empresas socialmente responsables tienen una preocupación ética que motiva a los gerentes a producir informes financieros de alta calidad por tanto son más transparentes y generan información contable más confiable para los inversionistas. Por tanto bajo el modelo que considera el efecto de la RSC en las variables contables fundamentales se evidencia que las prácticas de RSC si mejoran la calidad de la información contable.

Una contribución importante de los resultados de este estudio es que en América Latina la calidad de la información contable mejora cuando se aplican prácticas de RSC sin embargo en ciertos sectores de actividad económica así como en ciertos países los inversionistas no valoran la RSC como se espera y la causa todavía no es clara por lo que las empresas deberían reforzar los esfuerzos por incluir la ética en las prácticas empresariales y divulgarlas, pues si el mercado no los conoce no los valora, por otra parte parece ser que es difícil para las empresas que los inversionistas las vean como transparentes, responsables y éticos en el entorno Latinoamericano.

4.2. Líneas de futura investigación

La comprensión de la incidencia de la RSC en la capitalización, la calidad de la información contable y su propia relevancia valorativa se ha desarrollado gracias al interés de investigadores de todo el mundo. Para aportar a este acervo de conocimientos a continuación se recomiendan las futuras líneas de investigación.

Un análisis de la RSC en América Latina distinguiendo entre empresas que son familiares y aquellas que no lo son permitiría establecer en cuál de ellas tiene más relevancia y si aporta o no a mejorar la calidad de la información contable dependiendo de la naturaleza de los negocios (Boonlert y Sen, 2019).

El grado de responsabilidad social corporativa de las compañías establecido a través de indicadores como el ESG *disclosure score* facilitarían la cuantificación de esta variable como propone Fatemi et al. (2018), en lugar de tratarla como variable dicotómica como se ha dispuesto en esta investigación de tal manera que se verifique si el comportamiento de la capitalización, de la calidad de la información contable e incluso el rendimiento financiero depende del nivel de RSC de la firma.

Interesantes hallazgos podrían resultar de comparar el efecto de la relevancia valorativa si se utiliza ingresos netos en lugar de ingresos operativos. Para autores como Collins et al. (1997) el ingreso neto incorpora ciertos rubros que podrían disfrazar la cifra de ingresos para el inversionista y por otra contiene el efecto del pago de impuestos en la relevancia valorativa de América Latina que se deben comprobar.

Finalmente se sugiere incluir la variable del costo de capital al modelo pues de acuerdo a Francis et al. (2005) las empresas con RSC son vistas como menos riesgosas del tal forma que se establezca si en efecto en América Latina los inversionistas así lo consideran.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Ackerman, S., y Com, S. (2013). *Metodología de la Investigación*, Buenos Aires, Argentina, Ediciones Aula Taller.
- Al-Hares, O., AbuGhazaleh, N., y Haddad, A. (2012). Value relevance of earnings, book value and dividends in an emerging capital market: Kuwait evidence. *Global Finance Journal*, 23(3), 221–234.
- Almeida, A., Rodríguez, M., Cortez, K., y Abreu, J. (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.
- Anagnostopoulou, S., y Tsekrekos, A. (2015). Accounting quality, information risk and implied volatility around earnings announcements. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 34, 188–207.
- Arangónés, J. y Mascareñas, J. (1994). La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital. *Universidad Complutense de Madrid, Análisis Financiero*, 64, 76–89.
- Ashraf, E., Jacinta, N., Hussein, A., y Tamer, E. (2017). Comparative Evidence on the Value Relevance of IFRS-based Accounting Information in Germany and the UK. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 28, 10–30.
- Badu, B., y Appiah, K. (2018). Value relevance of accounting information: an emerging country perspective. *Journal of Accounting & Organizational Change*, 14(4), 473–491.
- Ball, R., Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159–178.
- Ball, R. (1994). The Development, Accomplishments and Limitations of the Theory of Stock Market Efficiency. *Managerial Finance*, 20(2), 3–48.
- Baboukardos, D., y Rimmel, G. (2016). Value relevance of accounting information under an integrated reporting approach: A research note. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(4), 437–452.
- Barth, M. E. (1994). Fair value accounting: Evidence from investment securities and the market valuation of banks. *The Accounting Review*, 69(1), 1–25.
- Barth, M., Landsman, W., y Lang, M. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467–498.
- Barth, M., Li, K., y McClure, C. (2018). Evolution in Value Relevance of Accounting Information. *Stanford University Graduate School of Business Research*, 17(24), 1–60.

- Bayraktar, N. (2014). Measuring relative development level of stock markets: Capacity and effort of countries. *Borsa Istanbul Review*, 14(2), 74–95.
- Beaver, W. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6(3), 67–92.
- Beisland, L., y Hamberg, M. (2013). Earnings sustainability, economic conditions and the value relevance of accounting information. *Scandinavian Journal of Management*, 29(3), 314–324.
- Bekaert, G., Harvey, H., Ng, A. (2005). Market integration and contagion. *Journal of Business*, 78(1), 1–32.
- Bepari, M.K. (2015), “Relative and incremental value relevance of book value and earnings during the global financial crisis”, *International Journal of Commerce and Management*, 25 (4), 531–556.
- Ben Amar, A., & Chakroun, S. (2018). Do dimensions of corporate social responsibility affect earnings management. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 16(2), 348–370.
- Bermúdez, L., y Rodríguez, L. (2013). *Investigación en la Gestión Empresarial*. Bogotá, Colombia, Ediciones Ed.
- Bowen, H. (1953). *Social responsibilities of the businessman*. Iowa, USA, Ed. University of Iowa.
- Boonlert-U-Thai, K., y Sen, P. (2019). Family ownership and earnings quality of Thai firms. *Asian Review of Accounting*, (27)1, 112–136.
- Brun, X., y Moreno, M. (2012). *Análisis y selección de inversiones en mercados financieros*. Barcelona, España, Profit Editorial.
- Bryman, A., y Bell, E. (2015). *Business research methods*. Oxford, Estados Unidos, Oxford University Press.
- Callen L., Khan, M., y Hai, L. (2013). Accounting Quality, Stock Price Delay, and Future Stock Returns: Accounting Quality, Stock Price Delay, and Future Stock Returns. *Contemporary Accounting Research*, 30(1), 269–295.
- Carnevale, C., Mazzuca, M., y Venturini, S. (2012). Corporate Social Reporting in European Banks: The Effects on a Firm’s Market Value. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19(3), 159–177.
- Carrasco, D. (2008). *Metodología de la investigación científica: pautas metodológicas para diseñar y elaborar el proyecto de investigación*. Lima, Perú, Editorial San Marcos.

- Carroll, A. (1979). Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *Academy of Management Journal*, 4(4), 497–505.
- Carroll, A. (1999). Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct. *Business & Society*, 38(3), 268–295.
- Chalmers, K., Navissi, F., y Qu, W. (2010). Value relevance of accounting information in China pre- and post- 2001 accounting reforms. *Managerial Auditing Journal*, 25(8), 792–813.
- Chan, D., y Ariff, M. (2002). Speed of share price adjustment to information. *Managerial Finance*, 28(8), 44–65.
- Chang, J. (1999). *The decline in value relevance of earnings and book values* (tesis doctoral). Harvard University, Cambridge, MA, Estados Unidos.
- Chen, F., Hope, O., Li, Q., y Wang, X. (2011). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets. *The Accounting Review*, 86(4), 1255–1288.
- Clout, V., y Willett, R. (2016). Earnings in firm valuation and their value relevance. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 12(3), 223–240
- Collins, D., Maydew, E., y Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 39–67.
- Core, J. E., Guay, W. R., & Van Buskirk, A. (2003). Market valuations in the New Economy: An investigation of what has changed. *Journal of Accounting and Economics*, 34(1–3), 43–67.
- Davern, M., Gyles, N., Hanlon, D., y Pinnuck, M. (2019). Is Financial Reporting Still Useful? *Australian Evidence. Abacus*, 55(1), 237–272
- Dechow, P., Ge, W., y Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401.
- Dechow, P., y Dichev, I. (2002). The quality of accruals and estimation errors. *The Accounting Review*, 77(1), 35–59
- Demirguc-Kunt, A., y Levine, R. (1996). Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth - An Overview. *The World Bank Economic Review*, 10(2), 223–239
- Deng, S. (2010). *A theoretical exploration of the adoption of GRI (gobal reporting initiatives): guidelines in corporate sustainability reports* (tesis doctoral). University of Tasmania, Australia.

- Días, A., Rodríguez, L., Craig, R. y Neves, M. (2018). Corporate social responsibility disclosure in small and medium-sized entities and large companies. *Social Responsibility Journal*, 15(2), 137–154.
- Duarte, J., y Mascareñas J. (2013). La eficiencia de los mercados de valores: una revisión. *Análisis Financiero*, 122, 21–35.
- Duarte, J., y Mascareñas, J. (2014). Comprobación de la eficiencia débil en los principales mercados financieros latinoamericanos. *Estudios Gerenciales*, 30(133), 365–375.
- Edwards, S., y Susmel, R. (1999). *Contagion and Volatility in the 1990s* (documento de trabajo 153). CEMA Working Papers, Buenos Aires, Argentina, Universidad del CEMA.
- Erhemjamts, O., y Huang, K. (2019). Institutional ownership horizon, corporate social responsibility and shareholder value. *Journal of Business Research*, 105, 61–79.
- Fama, E. (1965). Random walks in stock market Price. *Financial Analysts Journal*, 21(5), 55–59.
- Fama, E., y Malkiel, B. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- FASB. (1980). *Qualitative Characteristics of Accounting Information*. Statement of Financial Accounting Concepts 2.
- Fatemi, A., Glaum, M. y Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45–64.
- Francis, J., Lafond, R., Olsson, P., Schipper, K. (2015). Costs of Equity and Attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967–1010.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., y Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295–327.
- Francis, J., y Schipper, K. (1999). Have Financial Statements Lost Their Relevance? *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319–352.
- Frederick, W. (1978). From CSR1 to CSR2: The maturing of business-and-society thought. *Business y Society*, 33(2), 150–164.
- Frecea, G. (2016). CSR Communication in the Romanian Banking System. *Ovidius University Annals, Economic Science Series*, 16(1), 515–520.
- Freeman, R. (1994). The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409–421.
- Freeman, R., Wicks, A., y Parmar, B. (2004). Stakeholder Theory and The Corporate Objective Revisited. *Organization Science*, 15(3), 364–369.

- Friedman, M. (1962). *Capitalism and freedom*. Chicago, Illinois, Estados Unidos, University of Chicago Press.
- Fung, S., Su, L., y Zhu, X. (2010). Price Divergence from Fundamental Value and the Value Relevance of Accounting Information. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 829–854.
- Gallego, I. (2005). Situation of Corporate Social Responsibility in Spain: An Empirical Analysis. *Social Responsibility Journal*, 1(1/2), 24–37.
- Gao, L., y Zhang, J. H. (2015). Firms' earnings smoothing, corporate social responsibility, and valuation. *Journal of Corporate Finance*, 32, 108–127.
- García-Borbolla, A. (2003). *La relevancia de los dividendos para explicar el valor de Mercado de las acciones* (tesis doctoral). Universidad de Cadiz, Cadiz, España.
- Gary C., y Gilles, H. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *Accounting Review*, 81(5), 963–982.
- Garriga, E., y Melé, D. (2011). Corporate Social Responsibility Theories: Mapping The Territory. *Journal of Business Ethics*, 53(1/2), 51–71.
- Garza, S., Cortez, A., Méndez, S., y Rodríguez, M. (2016). Efecto en la calidad de la información ante cambios en la normatividad contable: caso aplicado al sector real mexicano. *Contaduría y Administración*, 62(3), 746–760.
- Glegg, C., Harris, O., y Ngo, T. (2017). Corporate social responsibility and the wealth gains from dividend increases. *Review of Financial Economics*, 36(2), 149–166.
- Greene, W. (2012). *Econometric Analysis*. New York, Estados Unidos, Prentice Hall.
- Guerrero, G., y Guerrero, M. (2014). *Metodología de la Investigación*. México D.F, México, Grupo Editorial Patria.
- Gujarati, D., y Porter, D. (2009). *Econometría*. México D.F., México, McGraw-Hill.
- Habib, A. (2004). Impact of earnings management on value- relevance of accounting information: empirical evidence from Japan. *Managerial Finance*, 30(11), 1–15.
- Hand, J., Carolina, N., y Hill, C. (2001). Discussion of “Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective.” *Contemporary Accounting Research*, 18(1), 121–131.
- Hernández, R., Fernández, C., y Baptista, P. (2010). *Metodología de la investigación*. México D.F., México, McGraw-Hill.
- Husted, B., y Sousa-Filho, J. (2018). Board structure and environmental, social, and governance disclosure in Latin America. *Journal of Business Research*, 102, 220–227.

- Huang, X., y Watson, L. (2015). Corporate social responsibility research in accounting. *Journal of Accounting Literature*, 34, 1–16.
- Jain, P. y Rezaee, Z. (2016). Value-Relevance of Corporate Social Responsibility: Evidence from Short Selling. *Journal of Management Accounting Research*, 28 (2), 29–52.
- Jamali, D. (2008). A stakeholder approach to corporate social responsibility: A fresh perspective into theory and practice. *Journal of Business Ethics*, 82(1), 213–231.
- Jarque, C y Bera A. (1987). A Test for Normality of Observations and Regression Residuals. *International Statistics Review*, 55, (2), 163–172.
- Jensen, M. (2001). *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function* (working paper, 01–01). Organization and Markets Unit Harvard Business School, Boston, Estados Unidos.
- Jo, H. (2003). Financial analysts, firm quality, and social responsibility. *The Journal of Behavioral Finance*, 4(3), 172–183.
- Jones, T. (1980). Corporate Social Responsibility Revisited, Redefined. *California Management Review*, 22(3), 59–67.
- Jones, T. (1995). Instrumental Stakeholder Theory : a Synthesis of Ethics and Economics. *The Academy of Management Review*, 20(2), 404–437.
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1996). Linking the Balanced Scorecard to Strategy. *California Management Review*, 39(1), 53–79.
- Kendall, M., y Bradford, A. (1953). The Analysis of Economic Time Series Part I: Prices. *Journal of Royal Statistical Society*, 116(1), 11–34.
- Kim, N. (2016). A robustified Jarque–Bera test for multivariate normality. *Economics Letters*, 140, 48–52.
- Kim, O. (2013). Russian Accounting System: Value Relevance of Reported Information and the IFRS Adoption Perspective. *The International Journal of Accounting*, 48(4), 525–547.
- Kim, Y., Park, M., y Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility? *Accounting Review*, 87(3), 761–796.
- Koenker, R., y Bassett, G. (1978). Regression Quantiles. *Econometrica*, 46(1), 33–50.
- Koenker, R., y Hallock, K. F. (2001). Quantile Regression. *Journal of Economic Perspectives*, 15(4), 143–156.
- Koenker, R., y D'Orey, V. (1987). Algorithm AS 229: Computing Regression Quantiles. *Applied Statistics*, 36(3), 383–403.

- Koenker, R., y Machado, J. (1999) Goodness of Fit and Related Inference Processes for Quantile Regression. *Journal of the American Statistical Association*, 94 (448), 1296-1310.
- Kuzey, C., y Uyar, A. (2017). Determinants of sustainability reporting and its impact on firm value: Evidence from the emerging market of Turkey. *Journal of Cleaner Production*, 143, 27–39.
- Lang, M., Smith Raedy, J., y Wilson, W. (2006). Earnings management and cross listing: Are reconciled earnings comparable to US earnings? *Journal of Accounting and Economics*, 42(1–2), 255–283.
- Levine, D., Krehbiel, T., Berenson, M., González, M., y Durán, S. (2006). *Estadística para administración*. México, D.F., México, Pearson Education.
- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2/3), 221–247.
- Li Eng, L., y Lin, J. (2013). Accounting quality of German and UK cross- listings. *International Journal of Accounting & Information Management*, 21(3), 192–208.
- Lillrank, P. (2003). The quality of information. *International Journal of Quality y Reliability Management*, 20(6), 691–703.
- Lo, A. (2004). The Adaptive Markets Hypothesis. *The Journal of Portfolio Management*, 30(5), 15–29.
- Madrid-Guijarro, A., García, D., y Van, H. (2016). Financing constraints and SME innovation during economic crises. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 29(1), 84–106.
- Marimon, F., Alonso, M., Rodríguez, M., y Cortez, K. (2012). The worldwide diffusion of the global reporting initiative: what is the point? *Journal of Cleaner Production*, 33, 132–144.
- Martin, A. (1971). An Empirical Test of the Relevance of Accounting Information for Investment Decisions. *Journal of Accounting Research*, 9, 1–31.
- Martinez, I. (2003). The impact of firm- specific attributes on the relevance in earnings and cash- flows: a nonlinear relationship between stock returns and accounting numbers. *Review of Accounting and Finance*, 2(1), 16–39.
- Martínez, J., Prado, J., y Fernández, J. (2013). Responsabilidad social corporativa vs. responsabilidad contable. *Revista de Contabilidad – Spanish Accounting Review*, 16 (1) 32-45
- Matilla, G., Pérez Pascuala, P., y Sanz, B. (2013). *Econometría y predicción*. México, D.F., México, McGra-Hill.

- McCaslin, T., y Stanga, K. (1983). Related Qualities of Useful Accounting Information. *Accounting and Business Research*, 14(53), 35.
- Milla, A. (2011). *Creación de valor para el accionista*. Madrid, España, Ediciones Díaz de Santos.
- Modigliani, F., y Miller, M. (1959). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Reply. *The American Economic Review*, 49(4), 655–669.
- Monsueto, S., Machado A. y Golgher, A. (2006). Desigualdades de remuneraciones en Brasil: regresiones por cuantiles y descomposición de las brechas. *Revista de La Cepal*, 90, 171-189.
- Nair, R., Muttakin, M., Khan, A., Subramaniam, N., Somanath, V. (2019). Corporate social responsibility disclosure and financial transparency: Evidence from India. *Pacific-Basin Finance Journal*, 56, 330–351.
- Ocampo (2011). ¿Cómo fue el desempeño de América Latina durante la crisis financiera global?. *Ensayos económicos, Banco Central de la República Argentina* 61(62), 17–33.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687.
- Pagano, M., Röell, A., y Zechner, J. (2002). The geography of equity listing: Why do companies list abroad? *Journal of Finance*, 57(6), 2651–2694.
- Peasnell, K. (1982). Some formal connections between economic values and yields and accounting numbers. *Journal of Business Finance & Accounting*, 9(3), 361–381.
- Pourheydari, O. (2008). The Pricing of Dividends and Book Value in Equity Valuation : The Case of Iran. *International Research Journal of Finance and Economics*, 13, 1450–2887.
- Power, S., Cleary, P., y Donnelly, R. (2017). Accounting in the London Stock Exchange's extractive industry: The effect of policy diversity on the value relevance of exploration-related disclosures. *The British Accounting Review*, 49 (6), 545–559.
- Qian, C., Gao, X., y Tsang, A. (2014). Corporate Philanthropy, Ownership Type, and Financial Transparency. *Journal of Business Ethics*, 130(4), 851–867.
- Regojo, P. (1993). El contenido informativo de los estados contables que publican las compañías admitidas a cotización en el mercado bursátil español. *Revista Española de financiación y contabilidad*, 23 (74), 71–103.
- Roberts, H. (1959). Stock market "patterns" and financial analysis: Methodological suggestions, *Journal of Finance*, 14, 1–10.

- Roberts, H. (1967): Statistical versus Clinical Prediction of the Stock Market. Documento no publicado, citado por Arangón y Mascareñas (1994) y Ball (1994).
- Rodríguez, M., Cortez, K., Méndez, A., y Garza, H. (2017). Does an IFRS adoption increase value relevance and earnings timeliness in Latin America? *Emerging Markets Review*, 30, 155–168.
- Rohaya, M., Mastuki, N., y Bardai, B. (2009). Book- Tax Difference and Value Relevance of Taxable Income: Malaysian Evidence. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 7(2), 19–40.
- Ruiz, A., y Ruiz, B. (2015). La hipótesis de eficiencia y la modelación de series bursátiles mexicanas: un análisis multivariado. *Economía Informa*, 390, 28–57.
- Saavedra, G. (2014). La Responsabilidad Social Empresarial y las finanzas. *Cuadernos de Administración (Universidad Del Valle)*, 30(52), 94–104.
- Samuelson, P. (1965). Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly, *Industrial Management Review*, 6, 41–49.
- Shan, Y. (2015). Value relevance, earnings management and corporate governance in China. *Emerging Markets Review*, 23, 186–207.
- Sethi, P. (1975). Dimensions of Corporate Social performance: An Analytical framework. *California Management Review*, 17(3), 58–64.
- Sierra, K., Duarte, J., y Rueda, V. (2015). Predictibilidad de los retornos en el mercado de Colombia e hipótesis de mercado adaptativo. *Estudios Gerenciales*, 31(137), 411–418.
- Sinha, N., & Watts, J. (2000). Economic Consequences of the Declining Relevance of Financial Reports. *Journal of Accounting Research*, 39(3), 663–681.
- Solari, E. (2018). Lo que dice la academia sobre los efectos de la aplicación de prácticas de Responsabilidad Social Empresaria (RSE). *Ciencias Administrativas*, 6(12), 26.
- Tahat, Y., y Alhadab, M. (2017). Have accounting numbers lost their value relevance during the recent financial credit crisis? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 66, 182–191
- Vásquez, N. (2013). Impacto de las Normas de Información Financiera en la relevancia de la información financiera en México. *Contaduría y Administración*, 58(2), 61–89.
- Veall, M y Zimmermann, K. (1996). Pseudo R2 measures for some common limited dependent variable models. *Journal of Economic Surveys*, 10(3), 241–259.
- Vicéns, J., Beatriz, O., Reyes, S., y Klein, I. (2012). *Regresión cuantílica: estimación y contrastes* (documento de trabajo 21). Instituto L.R. Klein, Centro Gauss, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Autónoma, Madrid, España.

- Wang, X., Cao, F., y Ye, K. (2016). Mandatory Corporate Social Responsibility (CSR) Reporting and Financial Reporting Quality: Evidence from a Quasi-Natural Experiment. *Journal of Business Ethics*, 152(1), 253–274.
- Warsame, M. (2006). *An empirical analysis of the impact of adopting International Financial Reporting Standards: Evidence from emerging African capital markets* (tesis doctoral). Morgan State University, Baltimore, Maryland, Estados Unidos.
- Xu, H., Nord, J., Nord, G., y Lin, B. (2003). Key issues of accounting information quality management: Australian case studies. *Industrial Management and Data Systems*, 103(7), 461–470.
- Zhu, Z., Bai, Z., Vieito, J. P., y Wong, W. (2019). The impact of the global financial crisis on the efficiency and performance of Latin American stock markets. *Estudios de Economía*, 46(1), 5–30.