

UNIVERSIDAD



DE EXTREMADURA

TESIS DOCTORAL

**LA RESPONSABILIDAD SOCIAL EN EL SECTOR BANCARIO:
ANÁLISIS A NIVEL INTERNACIONAL**

JESÚS REDONDO HERNÁNDEZ

PROGRAMA DE DOCTORADO EN ECONOMÍA Y EMPRESA

2020

UNIVERSIDAD



DE EXTREMADURA

TESIS DOCTORAL

**LA RESPONSABILIDAD SOCIAL EN EL SECTOR BANCARIO:
ANÁLISIS A NIVEL INTERNACIONAL**

JESÚS REDONDO HERNÁNDEZ

PROGRAMA DE DOCTORADO EN ECONOMÍA Y EMPRESA

Conformidad de los directores:

Fdo.:
Dra. Dña. María del Mar Miralles Quirós

Fdo.:
Dr. D. José Luis Miralles Quirós

2020

Dios nos mostrará siempre el camino
todo lo que debemos hacer
es seguirlo,...

AGRADECIMIENTOS

Te doy gracias a ti Señor porque tú me llenas de fuerza interior.

Momento, éste, complicado por la emoción que en mis palabras quiero dar a expresar todo el agradecimiento que llevo dentro, que es mucho, a toda mi gente.

Sin motivación no hay sacrificio. Sin sacrificio no hay disciplina. Y sin disciplina no hay éxito. Resume perfectamente lo que implica la elaboración de una tesis doctoral. Este ha sido mi camino, por supuesto no lo he hecho sólo.

Gracias a la Universidad de Extremadura por darme la oportunidad de presentar mi trabajo.

Gracias a María del Mar Miralles, mi tutora y directora de tesis. Sin tu confianza, desde el primer minuto, implicación y apoyo no hubiera sido posible. Has sabido entender mi ritmo y mis necesidades. Gracias por tu paciencia y cercanía.

Gracias a José Luis Miralles, hermano de María del Mar y codirector de tesis, por su ayuda no sólo en sentido académico, sino humano y amigable.

Recuerdos a mis abuelos, en especial a mi luca, Teresa Sanguino, que ya no están entre nosotros. Nuestro lazo de unión ha sido, es y será por siempre muy especial, te quiero con locura. Sé que estarás muy orgulloso de mí.

Gracias a mi familia. A mis padres, por estar siempre a mi lado, por ese amor incondicional, en lo bueno y en lo malo, sin excusas. Por mostrarme interés para que estudie y me desarrolle, y así ha sido, gracias. A mis hermanos, Juan Carlos y David, son parte fundamental en mi vida por tanto que me habéis dado, aún sin saberlo.

Y por supuesto, a la persona que más ha vivido el camino conmigo, mi mujer, Lola, que ha sido la principal promotora de mis sueños, gracias a ti por cada día confiar y creer en mí, por acompañarme en las interminables horas de estudio, mañanas, tardes y noches,...mil gracias.

Agradecimientos

Y gracias Lola por darme lo más bonito de la vida, a nuestro hijo Alejandro, razón para seguir viviendo con más ilusión.

Somos una familia,...gracias, gracias y gracias.

Gracias a la vida por este nuevo triunfo, gracias a todas las personas que me apoyaron y creyeron en la realización de esta tesis.

RESUMEN

El interés mostrado hacia la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) ha ido adquiriendo una gran notoriedad desde finales del siglo pasado, tanto en el ámbito empresarial como académico y social. En base a esta concepción, la empresa va más allá de la obtención de rentabilidad económica teniendo en cuenta que tiene una responsabilidad con la sociedad con la que interactúa. La nueva tendencia hacia un modelo socioeconómico en el que la empresa ya no tiene como único objetivo la maximización de los beneficios, se presenta con la adopción de políticas de RSC en su gestión empresarial.

Nuestro interés por la responsabilidad social del sector bancario se basa en la importancia, alcance e impacto que tiene el negocio de la banca en la economía mundial. Su función económica no se limita solamente a intermediar flujos gestionando adecuadamente riesgos financieros. Los bancos, además, gestionan otro tipo de riesgos sociales y medioambientales, conscientes cada vez más y en mayor medida, de que las prácticas de responsabilidad social son una inversión sobre su desempeño, su imagen y su reputación y en la creación de valor y sostenibilidad a largo plazo.

La presente Tesis Doctoral está constituida por tres artículos cuyo propósito común es estudiar cómo influyen las prácticas de responsabilidad social desempeñadas por los bancos a nivel internacional en la creación de valor para sus accionistas.

En el primer artículo, en concreto, se analiza si el desempeño ambiental, social y de gobernanza (ASG) de 51 entidades bancarias que cotizan en 20 de los principales mercados de valores desarrollados de todo el mundo tiene un impacto significativo en el precio de sus acciones. El estudio es realizado para el periodo 2002-2015 con el fin de examinar dicho impacto tanto antes como después de la crisis financiera internacional.

Resumen

En el segundo artículo, por el contrario, se analiza el papel de las actividades socialmente responsables en la creación de valor para los accionistas para una muestra de 166 entidades bancarias que cotizan en 31 mercados bursátiles. En esta segunda ocasión, se incluyen entidades bancarias que cotizan tanto en mercados desarrollados como en mercados emergentes. Sin embargo, el periodo de estudio se ha reducido a los años 2010 a 2015 debido a la escasez de información sobre el desempeño ASG de entidades financieras cotizadas en mercados emergentes en años precedentes. Por tanto, este segundo estudio complementa al anterior, ya que se centra en este caso en las diferencias internacionales en lugar de temporales.

En la tercera y última investigación, a diferencia de las dos anteriores, el interés se centra en las prácticas de divulgación de las actividades de sostenibilidad de las entidades bancarias en lugar de las propias prácticas en sí. No obstante, al igual que en los dos trabajos anteriores, se analiza la reacción de los *stakeholders* financieros ante dichas prácticas. La razón de realizar este tercer estudio es doble. En primer lugar, consideramos que para analizar correctamente cómo reaccionan las distintas partes interesadas debemos acudir a su fuente de información que son las memorias de sostenibilidad. En segundo lugar, no hemos querido obviar la extensa literatura existente sobre divulgación de las prácticas de RSC a través de memorias de sostenibilidad y su impacto en los precios bursátiles. En este caso, con el objeto de aportar un estudio adicional a la evidencia empírica previa, el objetivo del estudio ha sido analizar el impacto de la divulgación de las memorias de sostenibilidad así como de la verificación de dichas memorias por parte de expertos independientes en los precios bursátiles. El estudio ha sido realizado para 135 bancos cotizados en los principales mercados de valores en el ámbito internacional durante el periodo 2012-2017.

A lo largo de la presente Tesis Doctoral ha quedado patente la importancia que se le otorga a la RSC, no sólo dentro de las entidades bancarias, sino también en el entorno en el que operan. Dada esta creciente notoriedad, la RSC ha pasado a ser una

exigencia para poder operar en los mercados y los grupos de interés, *stakeholders*, la demandan en mayor medida.

En nuestro trabajo de investigación se ha demostrado empíricamente que la responsabilidad social, más allá de ser una exigencia impuesta por la sociedad, contribuye a la generación de valor económico y social para los propios bancos. De esta forma, se demuestra y a modo de conclusiones generales, que los accionistas valoran los tres pilares ASG de una manera diferente, no existe homogeneidad en las prácticas ambientales, sociales y de gobierno corporativo. Más concretamente, advertimos que existe una influencia positiva y significativa del desempeño ambiental y de gobierno corporativo en la creación de valor para los accionistas, siendo esta relación significativa y negativa cuando lo que se analiza es el desempeño social de las entidades bancarias. Además, observamos en el primer estudio que dicha relación es significativamente mayor después de la crisis financiera internacional, mientras que en la segunda investigación observamos que dicha relación se mantiene en el caso de bancos que cotizan en mercados bursátiles emergentes. Por último, esta Tesis también evidencia que la divulgación de informes de sostenibilidad es una práctica que no otorga valor adicional para los *stakeholders*, sin embargo, cuando estas entidades bancarias aseguran la información que divulgan, pasan a tener una relevancia significativa en el valor de estos activos en los mercados bursátiles.

ABSTRACT

The interest shown towards Corporate Social Responsibility (CSR) has been gaining a lot of notoriety since the end of the last century, both in the business and in the academic and social fields. Based on this concept, the company goes beyond obtaining economic profitability, taking into account that it has a responsibility to the society with which it interacts. The new trend towards a socioeconomic model in which the company no longer has the sole objective of maximizing profits, is presented with the adoption of CSR policies in its business management.

Our interest in the social responsibility of the banking sector is based on the importance, scope and impact that the business of banking has on the world economy. Its economic function is not limited only to intermediate flows by adequately managing financial risks. Banks also manage other types of social and environmental risks, increasingly aware that social responsibility practices are an investment in their performance, image and reputation and in the creation of value and long-term sustainability.

This Doctoral Thesis consists of three articles whose common purpose is to study how social responsibility practices carried out by banks at the international level influence the creation of value for their shareholders.

The first article, in particular, analyzes whether the environmental, social and governance (ESG) performance of 51 banking entities listed on 20 of the main developed stock markets around the world has a significant impact on their share price. The study is conducted for the period 2002-2015 to examine this impact both before and after the international financial crisis.

The second article, on the other hand, analyzes the role of socially responsible activities in the creation of shareholder value for a sample of 166 banking institutions listed on 31 stock markets. On this second occasion, we include banking entities listed in both developed and emerging markets. However, the study period has been reduced to the years 2010 to 2015 due to the scarcity of information on

Abstract

ESG performance of listed financial institutions in emerging markets in previous years. Therefore, this second study complements the previous one, as it focuses on international differences rather than temporary ones.

In the third and final research, unlike the two previous ones, the focus is on the disclosure practices of the sustainability activities of the banks rather than on the practices themselves. However, as in the two previous works, the reaction of financial stakeholders to these practices is analyzed. The reason for this third study is twofold. First, we believe that to correctly analyze how the various stakeholders react, we must go to their source of information, which is the sustainability reports. Secondly, we did not want to ignore the extensive literature on the dissemination of CSR practices through sustainability reports and their impact on stock prices. In this case, with the aim of providing additional study to the previous empirical evidence, the objective of the study was to analyze the impact of the disclosure of sustainability reports as well as the verification of such reports by independent experts on stock market prices. The study has been carried out for 135 banks listed on the main international stock markets during the period 2012-2017.

Throughout this Doctoral Thesis, the importance given to CSR has been made clear, not only within the banking institutions, but also in the environment in which they operate. Given this growing notoriety, CSR has become a requirement to operate in the markets and stakeholders demand it to a greater extent.

In our research work it has been empirically demonstrated that social responsibility, beyond being a requirement imposed by society, contributes to the generation of economic and social value for the banks themselves. In this way, it is demonstrated and by way of general conclusions, that shareholders value the three ESG pillars in a different way, there is no homogeneity in environmental, social and corporate governance practices. More specifically, we note that there is a positive and significant influence of environmental performance and corporate governance on the creation of value for shareholders, this relationship being significant and negative

when what is analyzed is the social performance of banking institutions. In addition, we observed in the first study that this relationship is significantly greater after the international financial crisis, while in the second study we observed that this relationship is maintained in the case of banks listed on emerging stock markets. Finally, this Thesis also shows that the disclosure of sustainability reports is a practice that does not provide additional value to stakeholders; however, when these banks secure the information they disclose, they become significantly relevant to the value of these assets in the stock markets.

ÍNDICE

AGRADECIMIENTOS	vii
RESUMEN	xi
ABSTRACT	xvii
ÍNDICE	xxiii

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN

1. Introducción	3
2. Estructura de la Tesis	6
3. Referencias	9

CAPÍTULO II. EL IMPACTO DEL DESEMPEÑO ASG EN LOS PRECIOS DE LAS ACCIONES: EVIDENCIA PARA LA INDUSTRIA BANCARIA

1. Resumen	17
2. Introducción	17
3. Revisión de la literatura	21
4. Metodología	25
5. Base de datos	30
6. Resultados empíricos	34
7. Conclusiones	41
8. Referencias	44

CAPÍTULO III. DESEMPEÑO ASG Y CREACIÓN DE VALOR PARA EL ACCIONISTA EN LA INDUSTRIA BANCARIA: DIFERENCIAS INTERNACIONALES

1. Resumen	53
2. Introducción	53

Índice

3. Revisión de la literatura	56
4. Base de datos	62
5. Metodología	65
6. Resultados empíricos	68
7. Conclusiones	77
8. Referencias	79

CAPÍTULO IV. ¿VALORAN LOS STAKEHOLDERS FINANCIEROS LA VERIFICACIÓN DE LOS INFORMES DE SOSTENIBILIDAD? EVIDENCIA PARA LA INDUSTRIA BANCARIA

1. Resumen	89
2. Introducción	89
3. Revisión de la literatura e hipótesis de la investigación	92
3.1. La importancia del valor de los informes de sostenibilidad	92
3.2. La relevancia del valor de la garantía de los informes de sostenibilidad	97
4. Metodología	102
5. Base de datos	104
6. Resultados empíricos	108
7. Conclusiones	114
8. Referencias	116

CAPÍTULO V. CONCLUSIONES GENERALES

1. Conclusiones	131
2. Limitaciones	132
3. Futuras líneas de investigación	133

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN

1. Introducción

El presente texto ha sido elaborado como parte final de los estudios de Doctorado en Economía y Empresa en el Departamento de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Extremadura. El campo de investigación en el que se encuadra la presente Tesis Doctoral es el de la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) en el Sector Bancario en su ámbito internacional.

La RSC en términos generales representa en la actualidad un tema de interés en diferentes ámbitos: el académico, el social y el empresarial (Bénabou y Tirole, 2010). En el primero de ellos se lleva ya varios años estudiando y avanzando en esta línea de investigación (Crane *et al.*, 2008). Una corriente de pensamiento ha venido considerando que los objetivos sociales y económicos no son compatibles. Este enfoque, puramente financiero, desde la óptica del accionista (*shareholders*), argumenta que las empresas defienden exclusivamente los intereses de los propietarios de la compañía (Friede *et al.*, 2015). La posición contraria defiende que el comportamiento socialmente responsable es compatible con la creación de valor teniendo en cuenta los intereses de todos los que participan en la compañía (*stakeholders*), mejorando las condiciones del entorno en el que operan, reduciendo riesgos y aumentando su reputación y valor de marca (Lin *et al.*, 2015). A nivel social a los *stakeholders* les preocupa cada vez más todas las cuestiones ambientales y sociales. Se ha producido un aumento de la conciencia ecológica y social de los ciudadanos (Wagner, 2015). Durante los últimos años existe una preocupación creciente por problemas tales como el deterioro medioambiental imputable a las actividades económicas, las prácticas laborales discriminatorias y la violación de los derechos humanos (Arena *et al.*, 2015) Y por último, el ámbito empresarial, en el que las empresas tienen la necesidad de integrar y colaborar para maximizar su rendimiento de manera transversal por parte de sus grupos de interés (Chen *et al.*, 2020).

Introducción

Por tanto, la razón de ser de la RSC, es que las empresas tengan un compromiso más allá de las responsabilidades financieras y comerciales (Hopkins, 1999). Como apunta Gan (2006) la RSC se ha convertido en una actividad clave en muchas corporaciones debido a que es considerada como “la forma correcta de actuar”.

Asimismo, la RSC tiene una dimensión especial en el sector bancario, no presente en el resto de sectores, ya que la actividad financiera que llevan a cabo los bancos atesoran unas repercusiones especialmente importantes en la actividad económica general y en el ahorro de los inversores (Cheng *et al.*, 2014). Juegan un papel activo en el desarrollo económico y social de los países al tener la capacidad de seleccionar proyectos de inversión, gestionar riesgos y determinar quién accede al capital y qué actividades se financian (Shen *et al.*, 2016). Su función económica no se limita sólo a intermediar flujos gestionando adecuadamente riesgos financieros, sino que va más allá tratando de evaluar y gestionar otro tipo de riesgos éticos, sociales y medioambientales, y ofrecer productos y servicios que contribuyan a un desarrollo más humano del planeta, respondiendo así al reclamo de unas personas cada vez más preocupadas por el destino de sus ahorros y de unos accionistas más interesados por los impactos económicos de determinados comportamientos poco sostenibles (de la Cuesta González, 2006). En el ámbito internacional, los principales bancos están dando cada vez un mayor protagonismo a las políticas de RSC siendo éstas muy valoradas por clientes, inversores, empleados y la sociedad en general, liderando durante las últimas décadas la construcción de instrumentos que han contribuido a la sostenibilidad y han sido promotores de iniciativas de concienciación del sector en el impulso de la responsabilidad social (Cea, 2012).

A pesar de que el efecto positivo de las prácticas de RSC sobre la sociedad es manifiesto, la relación entre la RSC y la creación de valor para el accionista es discutible (Knox y Maklan, 2004). En este sentido y como afirman Post, Preston y Sachs (2002), las entidades deben aplicar aquellos aspectos sociales, ambientales y de gobierno corporativo que sean necesarios independientemente de los costes en los

que se incurran así como los ingresos que generen. Por el contrario, Porter y Kramer (2011), defienden que el objetivo de la entidad tiene que seguir siendo la maximización del valor para el accionista, siendo posible al mismo tiempo establecer medidas de RSC que deben ser desarrolladas en términos de creación de valor compartido para la entidad y para la sociedad. A este respecto, coexisten la teoría de creación de valor (Dimson *et al.*, 2015) y de destrucción de valor (Barnea y Rubin, 2010) que analizan el impacto de las actividades de RSC en el valor en bolsa de la entidad. La primera de ellas afirma que las actividades socialmente responsables promueven la creación de valor a largo plazo para el accionista y son valoradas positiva y significativamente por los mercados bursátiles, generando mayores recursos financieros (Charlo *et al.*, 2015) y el aumento de la relación de las partes interesadas (Godfrey *et al.*, 2009). En general, el compromiso de sostenibilidad ayuda a las entidades a mantener sus posiciones en el mercado a largo plazo y abre puertas a mejores proyectos de inversión (Yu y Zhao, 2015). Por contra, la teoría de la destrucción de valor, como argumentan los autores Marsat y Williams (2014), implica que llevar a cabo inversiones en RSC incrementa los costes y conduce a la sobreinversión, reflejando el desinterés de los accionistas por estas compañías que llevan a cabo actividades de RSC.

A tal efecto y dado que los accionistas tienen muy presente las consideraciones ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) en sus decisiones de inversión, las entidades cotizadas tienen hoy en día un mayor interés por adoptar prácticas de RSC para recibir una ventaja en el acceso a los recursos financieros (Charlo *et al.* 2015). No obstante, el beneficio potencial para un accionista de que la entidad en la que invierte lleve a cabo actividades de RSC está sujeto a cómo incide dicha información en el valor en bolsa de la acción (Robinson *et al.*, 2011).

En este contexto, la presente Tesis Doctoral consta de tres investigaciones cuyo objeto común es el análisis del impacto en los mercados bursátiles de las actividades de RSC llevadas a cabo en la industria bancaria.

Con la presente Tesis se pretende ampliar tanto el marco empírico de este tema de interés creciente en el ámbito académico a la vez que puede resultar interesante para las entidades bancarias, dado que puede ayudar a las mismas a rediseñar sus políticas ambientales y sociales, así como sus objetivos, programas y sistemas de control.

2. Estructura de la Tesis

La presente Tesis Doctoral consta de cinco capítulos. El primero es un capítulo introductorio refleja la contextualización del tema de la tesis y la estructura de la misma. Los capítulos 2, 3 y 4 incluyen las tres investigaciones que se han llevado a cabo para la presente Tesis, que a continuación pasamos a comentar detalladamente. Por último, el capítulo 5 refleja las conclusiones generales de la investigación conjunta.

El capítulo 2, denominado “El impacto del desempeño ASG en los precios de las acciones: Evidencia para la industria bancaria”, ha sido publicado en el *Journal of Corporate Social Responsibility and Environmental Management* en el mes de marzo de 2019 (DOI: <https://doi.org/10.1002/csr.1759>). Esta revista se encuentra en el primer tercil según la base de datos *Scopus* y en el primer cuartil según la base de datos *Web of Science*.

El objetivo de esta investigación ha sido analizar si el desempeño ambiental, social y de gobernanza de 51 entidades bancarias que cotizan en 20 de los principales mercados de valores desarrollados en todo el mundo tiene un impacto significativo en el precio de sus acciones. La investigación se ha llevado a cabo para el periodo 2002-2015 con el fin de examinar dicho impacto tanto antes como después de la crisis financiera internacional. Para ello, hemos empleado la versión modificada del modelo contable de valoración de empresas en bolsa de Ohlson (1995, 2001) propuesta por Barth y Clinch (2009) en base a que se considera que la información

contable no es suficiente para explicar el valor de una acción en bolsa y, por tanto, hay que tener en cuenta otra información adicional, como es la información de sostenibilidad.

El capítulo 3, en cambio, ha sido denominado “Desempeño ASG y creación de valor para el accionista en la industria bancaria: Diferencias internacionales”. El contenido de este capítulo ha sido publicado en la revista *Sustainability* en el mes de marzo de 2019 (DOI: <https://doi.org/10.3390/su11051404>). Esta revista se encuentra en el primer tercil según la base de datos *Scopus* y en el segundo cuartil según la base de datos *Web of Science*.

Esta segunda investigación tiene por objeto estudiar el papel de las actividades socialmente responsables en la creación de valor para los accionistas para una muestra de 166 entidades bancarias que cotizan en 31 mercados bursátiles. En esta segunda ocasión, se incluyen entidades bancarias que cotizan tanto en mercados desarrollados como en mercados emergentes. Sin embargo, el periodo de estudio se ha reducido a los años 2010 a 2015 debido a la escasez de información sobre el desempeño ASG de entidades financieras cotizadas en mercados emergentes en años precedentes. Por tanto, este segundo estudio complementa al anterior, ya que se centra en este caso en las diferencias internacionales en lugar de temporales. Para ello, a diferencia de la investigación anterior, empleamos la versión modificada del modelo propuesto por Yu y Zhao (2015) adaptada a la industria bancaria. De esta manera, si el impacto de las actividades ASG en la creación de valor para el accionista es de signo positivo, los resultados estarán corroborando la hipótesis de impacto social que establece que estas actividades le proporcionan a las entidades financieras analizadas una ventaja competitiva que le permite generar valor para la empresa a largo plazo (Freeman, 1984). Por el contrario, si el resultado es de signo negativo, esto nos estará indicando que la que se cumple es la hipótesis de compensación que argumenta que los altos costes de las actividades ASG representan una reducción significativa en las ganancias de las entidades financieras

Introducción

y las coloca en situación de desventaja en comparación con el resto de entidades (Friedman, 1962; Friedman, 1970; Aupperle *et al.*, 1985).

El capítulo cuatro recoge la tercera investigación realizada. Este capítulo ha sido denominado “¿Valoran los stakeholders financieros la verificación de los informes de sostenibilidad? Evidencia para la industria bancaria”. Este artículo se encuentra en el momento de cierre de la presente Tesis en proceso de evaluación en la revista *International Journal of Bank Marketing*.

El objetivo concreto de esta tercera investigación es el de identificar si la divulgación de las memorias de sostenibilidad así como de la verificación de dichas memorias por parte de expertos independientes es valorada por los participantes en los mercados bursátiles y, por tanto, *stakeholders* financieros de las entidades bancarias cotizadas. El estudio ha sido realizado para 135 bancos cotizados en los principales mercados de valores en el ámbito internacional durante el periodo 2012-2017. Para ello se ha empleado la versión del modelo de Ohlson (1995, 2001) propuesta por Cormier y Magnan (2007) y Fazzini y Dal Maso (2016) consistente en escalar las variables del modelo utilizando el valor contable patrimonial de la empresa. De esta manera se consigue mitigar cualquier efecto de escala de manera más efectiva que otros procedimientos, al tiempo que mantiene la importancia financiera de las variables en estudio. Este estudio, además, supone una continuación de la amplia investigación empírica existente relativa a la valoración que realizan los agentes de mercado de la información de sostenibilidad de las empresas cotizadas. Los resultados de esta investigación son, por tanto, de interés académico al igual que de interés práctico para los gerentes de estas compañías así como para los distintos agentes participantes en los mercados de valores.

Por último, el capítulo cinco está dedicado a las conclusiones que derivan del conjunto de la Tesis doctoral. En este capítulo, además, presentamos las limitaciones del estudio empírico realizado y las posibles líneas de investigación futuras a seguir.

3. Referencias

- Arena, C.; Bozzolan, S.; Michelon, G. (2015). Environmental reporting Transparency to stakeholders or stakeholder manipulation? An analysis of disclosure tone and the role of the board of directors. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22, 346–361. <https://doi.org/10.1002/csr.1350>
- Aupperle, K.E.; Carroll, A.B.; Hatfield, J.D. (1985). An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. *Academy of Management Journal*, 28(2), 446–463. <https://doi.org/10.2307/256210>
- Barnea A.; Rubin A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97, 71–86. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0496-z>
- Barth, M.E.; Clinch, G. (2009). Scale effects in capital markets-based accounting research. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(3&4), 253–288. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2009.02133.x>
- Bénabou, R.; Tirole, J. (2010). Individual and corporate social responsibility. *Economica*, 77, 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.2009.00843.x>
- Cea, R. (2012). *La responsabilidad social corporativa en las entidades bancarias de la Unión Europea*. Madrid, España: La Ley.
- Charlo M.J.; Moya I.; Muñoz A.M. (2015). Sustainable development and corporate financial performance: a study based on the FTSE4Good IBEX Index. *Business Strategy and the Environment*, 24, 277–288. <https://doi.org/10.1002/bse.1824>

Introducción

- Chen, J.; Liu, X.; Song, W.; Zhou, S. (2020). General managerial skills and corporate social responsibility. *Journal of Empirical Finance*, 55, 43–59. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2019.10.007>
- Cheng, B.; Ioannou, I.; Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35, 1–23. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
- Cormier, D.; Magnan, M. (2007). The revisited contribution of environmental reporting to investors' valuation of a firm's earnings: An international perspective. *Ecological Economics*, 62(3&4), 618–626. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2006.07.030>
- Crane, A.; McWilliams, A.; Matten, D.; Moon, J.; Siegel, D.S. (2008). The corporate social responsibility agenda. En: Crane, A., McWilliams, A., Matten, D., Moon, J., Siegel, D.S. (Eds.), *The Oxford Handbook of CSR*. Oxford University Press, Oxford, UK.
- De la Cuesta González, M. (2006). Responsabilidad Social del Sector Bancario. Su contribución a un desarrollo más sostenible. *Papeles de Economía Española*, 108, 173-190.
- Dimson E.; Karakas O.; Li, X. (2015). Active ownership. *Review of Financial Studies*, 28, 3225–3268. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv044>
- Fazzini, M.; Dal Maso, L. (2016). The value relevance of “assured” environmental disclosure. The Italian experience. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 7(2), 225–245. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-10-2014-0060>

- Friede, G.; Busch, T.; Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal Sustainable Finance Investment*, 5, 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Freeman, R.E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*; Pitman: Boston, MA, USA.
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and Freedom*; University of Chicago Press: Chicago, IL, USA.
- Friedman, M. A (1970). Friedman doctrine: The social responsibility of business is to increase its profits. *N. Y. Times Magazine*, 13, 32–33.
- Gan, A. (2006). The impact of public scrutiny on corporate philanthropy. *Journal of Business Ethics*, 69, 217-336. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9087-4>
- Godfrey P.; Merrill C.; Hansen J. (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: an empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal*, 30, 425–445. <https://doi.org/10.1002/smj.750>
- Hopkins, M. (1999). *The planetary bargain: Corporate Social Responsibility comes of age*. Macmillan Press, London.
- Knox, S.; Maklan, S. (2004). Corporate Social Responsibility: Moving beyond investment towards measuring outcomes. *European Management Journal*, 22, 508-516. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2004.09.009>

Introducción

- Lin, C.S.; Chang, R.Y.; Dang, V.T. (2015). An integrated model to explain how corporate social responsibility affects corporate financial performance. *Sustainability*, 7, 8292–8311. <https://doi.org/10.3390/su7078292>
- Marsat, S.; Williams, B. (2014). Does the Market Value Social Pillar? *SSRN working paper*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2419387>
- Ohlson, J.A. (1995). Earnings, book values and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–686. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Ohlson, J.A. (2001). Earnings, book values and dividends in equity valuation: An empirical perspective. *Contemporary Accounting Research*, 18(1), 107–120. <https://doi.org/10.1506/7TPJ-RXQN-TQC7-FFAE>
- Porter, M.E.; Kramer, M.R. (2011). Creating shared value. *Harvard Business Review*, 89(1–2), 62–77.
- Post, J.; Preston, L.; Sachs, S. (2002). *Redefining the Corporation: Stakeholder Management and Organizational Wealth*; Stanford University Press: Stanford, CA, USA.
- Robinson, M.; Kleffner, A.; Bertels, S. (2011). Signaling sustainability leadership: Empirical evidence of the value of DJSI membership. *Journal Business Ethics*, 101, 493–505. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0735-y>
- Shen, C.H.; Wu, M.W.; Chen, T.H.; Fang, H. (2016). To engage or not to engage in corporate social responsibility: Empirical evidence from global banking sector. *Economic Modelling*, 55, 207–225. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.02.007>

Wagner, M. (2015). The link of environmental and economic performance: Drivers and limitations of sustainability integration. *Journal Business Research*, 68, 1306–1317. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.11.051>

Yu, M.; Zhao, R. (2015). Sustainability and firm valuation: An international investigation. *International Journal of Accounting and Information Management*, 23(3), 289–307. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-07-2014-0050>

CAPÍTULO II. EL IMPACTO DEL DESEMPEÑO ASG EN LOS PRECIOS DE LAS ACCIONES: EVIDENCIA PARA LA INDUSTRIA BANCARIA

**Miralles-Quirós, M.M., Miralles-Quirós, J.L., Redondo Hernández, J. (2019).
Journal Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 26(6),
1446-1456 (DOI: <https://doi.org/10.1002/csr.1759>)**

1. Resumen

Después de la crisis financiera mundial, los bancos comerciales han aumentado sus actividades de responsabilidad social con el objetivo de reforzar la credibilidad y la confianza que sus partes interesadas tienen en ellos. Sin embargo, la investigación previa sobre la relevancia del valor para sus *stakeholders* financieros de estas prácticas sostenibles es escasa. En este contexto, el objetivo de esta investigación es examinar si el desempeño ambiental, social y de gobernanza (ASG) de los bancos comerciales que cotizan en veinte mercados de valores diferentes proporciona información relevante y tiene un impacto significativo en los precios de las acciones durante el período 2002-2015. Nuestros resultados revelan que los inversores de estos mercados de valores valoran los tres pilares ASG de una manera diferente. También observamos que la relevancia del valor del desempeño ASG es significativamente mayor para los bancos de países de derecho común y después de la crisis financiera mundial. Estos hallazgos podrían tener varias implicaciones para los *stakeholders* internos y externos, tales como gerentes, inversores y reguladores de mercado.

2. Introducción

Los bancos desempeñan un papel activo en el desarrollo económico de los países al tener la capacidad de seleccionar proyectos de inversión, gestionar riesgos y decidir quién tiene acceso al capital y qué actividades se financian. Al realizar esta función, estas instituciones también tienen un gran impacto en la sociedad (Beck *et al.*, 2010).

Sin embargo, en el verano de 2007 comenzó una de las crisis económicas más profundas de la historia moderna, causada por los problemas del sector bancario en los Estados Unidos con el estallido de la crisis de las hipotecas *subprime* y más tarde, en el otoño de 2008, con la quiebra de *Lehman Brothers*. Es a partir de esta

El impacto del desempeño ASG en los precios de las acciones:
Evidencia para la industria bancaria

quiebra que muchos países vieron cómo sus sistemas financieros fueron infectados por el clima negativo de los Estados Unidos y comenzaron a tener problemas.

Como resultado, se destacó la necesidad de introducir nuevas herramientas de gestión empresarial para restaurar la credibilidad y la confianza en la industria bancaria de sus partes interesadas. En este sentido, la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) entiende que puede reforzar la credibilidad y la confianza de las partes interesadas o grupos de interés, ya que se refiere a las actividades voluntarias de una empresa que parecen favorecer algún bien social, más allá de los intereses de la empresa, y lo que exige la ley (Amiania y Bienstock, 2014).

Como consecuencia, hoy en día hay más bancos que pueden ser considerados socialmente responsables debido al hecho de que adoptan acciones socialmente responsables como: la publicación de informes de sostenibilidad siguiendo las pautas de la *Global Reporting Initiative* (GRI), la adopción de los Principios del Ecuador, la inclusión de evaluaciones de riesgo ambiental en sus políticas crediticias y, más recientemente, la asunción de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas, entre otras prácticas. Esto se debe principalmente a la presión que las partes interesadas ejercen sobre las empresas que cotizan en bolsa.

Destacamos en esta investigación la presión ejercida por los *stakeholders* financieros. Actualmente, no sólo los accionistas, sino también los posibles inversores y analistas solicitan información ambiental, social y de gobierno corporativo (ASG) para hacer mejores estimaciones de las acciones de la compañía y, posteriormente, tomar sus decisiones de inversión o preparar su asesoramiento de inversión (Amel-Zadeh y Serafeim, 2018). Al considerar esta información adicional, pueden reducir las asimetrías de información con los gerentes de los bancos atenuando la incertidumbre sobre los beneficios futuros de estas compañías, así como los riesgos asumidos por estos grupos de interés financieros.

Sin embargo, la investigación previa sobre la relevancia del valor para las partes interesadas financieras de estas prácticas sostenibles es muy limitada.¹ En este sentido, con carácter previo a la presente investigación encontramos los trabajos de Carnevale *et al.* (2012), Carnevale y Mazzuca (2014a) y Carnevale y Mazzuca (2014b) que se centran en estudiar la reacción de los mercados bursátiles a los informes de sostenibilidad preparados y divulgados por los propios bancos.

No obstante, en los últimos años se han publicado diversos estudios con el objetivo de analizar la relación entre las prácticas de RSC y el desempeño financiero de los bancos (Cornett *et al.*, 2016; Esteban-Sánchez *et al.*, 2017; Laguir *et al.*, 2018; entre otros). Sin embargo, estos estudios previos analizan una categoría específica de RSC, el caso específico de los Estados Unidos o un grupo de grandes bancos internacionales en un período de tiempo anterior a la crisis financiera internacional. Además, el objetivo de estos estudios ha sido legitimar a los gerentes cuando incorporan los principios de RSC en sus sistemas de gestión. Por lo tanto, todavía hay suficiente campo de investigación para identificar las implicaciones de las actividades de RSC para los *stakeholders* financieros.

En este contexto, el objetivo de este estudio es examinar si el desempeño ASG de los bancos que cotizan en bolsa proporciona información relevante para las partes interesadas financieras y tiene un impacto significativo en los precios de las acciones en los mercados de valores de Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, Hong Kong, Irlanda, Italia, Japón, Noruega, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza, durante el período 2002-2015, teniendo en cuenta el régimen legal del país y la crisis financiera internacional. Con ese fin, contrastamos el modelo propuesto por Barth y Clinch (2009), una versión modificada del modelo contable de valoración de acciones en bolsa propuesto por

¹ Como señalan Miralles-Quirós *et al.* (2017) y Finger *et al.* (2018) entre otros, los análisis empíricos previos a menudo se centran en el estudio de empresas no financieras debido a las particularidades del sector financiero, tales como diferentes requisitos contables o diferentes exposiciones al riesgo.

El impacto del desempeño ASG en los precios de las acciones:
Evidencia para la industria bancaria

Ohlson (1995). En nuestro caso, empleando diferentes métricas para especificar el rendimiento ASG en función de la puntuación ambiental, social y de gobierno corporativo proporcionada por la base de datos Thomson Reuters Eikon.

Es preciso señalar la importancia del desempeño ambiental para los inversores y otras partes interesadas. Muchas de las decisiones de estas partes interesadas podrían basarse en los aspectos ambientales de los servicios ofrecidos. Por lo tanto, existe una presión cada vez mayor que obliga a los bancos a cambiar sus sistemas de gestión para satisfacer estas demandas crecientes. Mientras tanto, aunque es cierto que la industria bancaria puede no generar serios problemas de contaminación ambiental, también es cierto que se pueden lograr grandes ahorros en la facturación de electricidad, agua, combustible y el uso de papel, entre otros, si se toman medidas correctivas de mejora ambiental (Jeucken, 2010).

Por el contrario, el desempeño social se refiere a cómo la organización trata a sus empleados, la comunidad y el cliente a través de la responsabilidad en sus productos y servicios. Si bien todos estos aspectos tienen un impacto positivo en la empresa (Esteban-Sánchez *et al.*, 2017), el valor de esta información para las partes interesadas financieras y, por lo tanto, el impacto en los precios de las acciones es indirecto.

Finalmente, con el término gobierno corporativo, nos referimos a cómo se ejerce el poder y cómo se toman las decisiones en un banco que garantiza que los miembros de su junta directiva y ejecutivos actúen en el mejor interés de sus accionistas a largo plazo. Además, el gobierno corporativo es una dimensión importante de la RSC que garantiza la responsabilidad, el cumplimiento y la transparencia. Por lo tanto, la gobernanza responsable implica reducir los problemas de agencia con las partes interesadas financieras (Hill y Jones, 1992), que se espera que tenga un impacto directo en los precios de las acciones.

Nuestros resultados generales muestran que los inversores valoran los tres pilares ASG de una manera diferente. Específicamente, tanto el desempeño ambiental como el de gobierno corporativo son valorados positiva y significativamente por los inversores entre los mercados y durante todo el período de estudio. Sin embargo, el desempeño social se valora de manera negativa y significativa. Nuestros hallazgos también revelan que la valoración del mercado del desempeño ASG difiere según el origen legal del país. Más concretamente, observamos que la relevancia del valor del desempeño ASG es significativamente mayor para los bancos de países de derecho común con una protección más sólida para los accionistas. Finalmente, también proporcionamos evidencia del valor incremental del desempeño ASG después de la crisis financiera global, mostrando que esta crisis ha cambiado las preferencias de los inversores por este tipo de información.

Nuestros hallazgos nos permiten profundizar en el conocimiento del proceso de generación de valor no sólo para los inversores sino también para la sociedad en el área específica del sector bancario y suponen un argumento de legitimación interna para los gerentes de estas empresas para aumentar la inclusión de los principios de RSC en su gestión estratégica.

El resto del documento está organizado de la siguiente manera. La sección dos incluye una revisión de la literatura. La sección tres describe la metodología propuesta para esta investigación empírica. La sección cuatro presenta la base de datos empleada. La sección cinco presenta nuestros resultados empíricos. Finalmente, la sección seis discute las conclusiones principales del presente estudio.

3. Revisión de la literatura

Como indicamos en la sección de introducción, los estudios sobre las prácticas de RSC en la industria bancaria y sus implicaciones para las partes interesadas

El impacto del desempeño ASG en los precios de las acciones:
Evidencia para la industria bancaria

financieras son extremadamente escasos, a diferencia de los numerosos estudios sobre la participación de las actividades de RSC en otras partes interesadas como los consumidores (Pomering y Dolnicar, 2009; Mandhachitara y Poolthong, 2011; Chomvilailuk y Butcher, 2013; Pérez y Rodríguez del Bosque, 2015; Thien, 2015; Matute-Vallejo *et al.*, 2017; entre otros).

Tenemos que resaltar, en este sentido, los trabajos de Carnevale *et al.* (2012), Carnevale y Mazzuca (2014a) y Carnevale y Mazzuca (2014b) que examinan el impacto en los precios de las acciones de la publicación y divulgación de informes de sostenibilidad por parte de los propios bancos. Sin embargo, este reducido número de trabajos presentan resultados no concluyentes.

Más concretamente, Carnevale *et al.* (2012) analizan 130 bancos cotizados en los mercados bursátiles de la zona euro, de los cuales 73 publican informes de sostenibilidad y 57 no publican este tipo de información durante el período 2002-2008. Empleando el modelo de valoración de Ohlson (1995), observan que no hay evidencia de que los inversores valoren los informes de sostenibilidad durante todo el periodo muestral. Sin embargo, también observan que en algunos países los informes de sostenibilidad afectan positivamente al precio de las acciones, mientras que en otros el efecto es significativamente negativo.

En una investigación adicional, Carnevale y Mazzuca (2014a) analizan una muestra de 176 bancos cotizados europeos desde el segundo trimestre de 2002 hasta el segundo trimestre de 2011. Contrastan los efectos directos e indirectos del informe de sostenibilidad sobre los precios de las acciones y si la relevancia del valor de los informes de sostenibilidad varía de un país a otro. Sus hallazgos indican que los inversores aprecian la divulgación adicional y complementaria proporcionada por el informe de sostenibilidad y que esta divulgación produce un efecto positivo en los precios de las acciones. Sin embargo, también observan que la relevancia del valor de los informes de sostenibilidad varía entre los países europeos.

El trabajo de Carnevale y Mazzuca (2014b) da un paso adelante y analiza si los inversores valoran los informes de sostenibilidad elaborados de acuerdo con los criterios GRI en la industria bancaria europea. Sus resultados para el período 2005-2011 revelan que no existe homogeneidad entre los mercados cuando se agrupan según las variedades de capitalismo.

En conjunto, debemos indicar que estos estudios previos tienen dos limitaciones importantes: i) se centran exclusivamente en el estudio de bancos europeos; ii) se limitan a examinar si estos bancos europeos que cotizan en bolsa divulgan o no informes de sostenibilidad elaborados por las mismas compañías, con el consiguiente sesgo de “autoinforme”, en lugar de considerar directamente las prácticas de RSC medidas por una agencia externa.

En este sentido, hay estudios más recientes que consideran las prácticas de RSC medidas por una empresa externa y sus relaciones con el desempeño financiero de los bancos. Más concretamente, Cornett *et al.* (2016) analizan la relación entre las prácticas de RSC y el desempeño financiero en los bancos estadounidenses durante la crisis financiera. Sus resultados indican que los bancos más grandes realizan significativamente más actividades de RSC que los bancos más pequeños. Además, los bancos más grandes han notado un aumento pronunciado en las fortalezas de sus actividades de RSC, así como una fuerte caída en las preocupaciones de RSC después de 2009. Además, García-Sánchez y García-Meca (2017) estudian si los bancos que siguen las prácticas de RSC mejoran la calidad de las ganancias en 159 bancos de 9 países durante el período 2004-2010. Sus resultados indican que el compromiso de un banco con las prácticas de RSC mejora la persistencia de las ganancias y la previsibilidad del flujo de efectivo.

Mientras tanto, Esteban-Sánchez *et al.* (2017) analizan si 154 bancos de 22 países adoptaron un enfoque de RSC estratégico antes y durante los años de crisis financiera y si mitiga la disminución de sus tasas de beneficio. Con ese fin, analizan el efecto de las cuatro dimensiones de la RSC en el desempeño financiero. Sus

El impacto del desempeño ASG en los precios de las acciones:
Evidencia para la industria bancaria

resultados indican que los bancos con mejores relaciones con los empleados y el gobierno corporativo tienen un mayor rendimiento financiero. Sin embargo, también observan que la crisis ha moderado este efecto, lo que sugiere fallos en los mecanismos de gobierno corporativo. Al contrario de lo que se esperaba, la dimensión de responsabilidad del producto no influyó positivamente en el desempeño financiero. Finalmente, también proporcionan evidencia de que, durante la crisis, los inversores valoran positivamente las mejores relaciones con la comunidad, lo que a su vez aumenta el rendimiento financiero.

También es necesario destacar los trabajos de Jo *et al.* (2015), Finger *et al.* (2018), Laguir *et al.* (2018) y Gangi *et al.* (2019) que analizan estrictamente la creación de valor a través de las actividades ambientales que realizan los bancos. Específicamente, Jo *et al.* (2015) examinan si la responsabilidad ambiental corporativa desempeña un papel en la mejora del desempeño operativo en el sector de servicios financieros de 29 países. Sus resultados muestran que la reducción de los costes ambientales requiere al menos de 1 a 2 años antes de mejorar el desempeño financiero, siendo el proceso más rápido en los mercados desarrollados y más lento en los mercados en desarrollo. Finger *et al.* (2018), quienes también distinguen entre bancos de países desarrollados y emergentes, analizan el efecto de la adopción de los Principios de Ecuador en el desempeño financiero de los bancos. Sus resultados muestran que en los países desarrollados (emergentes) la adopción de los Principios del Ecuador está asociada con un aumento (disminución) en la actividad financiera y en la participación de los ingresos por intereses. También indican que estos resultados muestran que la adopción de los Principios de Ecuador es una decisión estratégica para los bancos en los países emergentes y una forma de lavado ecológico en los países desarrollados. Mientras tanto, Laguir *et al.* (2018) se centran en el sector bancario francés y documentan que el desempeño ambiental y financiero de los bancos se refuerza mutuamente, lo que sugiere que existe una compleja relación bidireccional entre ambas magnitudes. Además, Gangi *et al.* (2019) analizan los factores que alientan a los bancos a ser más amigables con el medio ambiente, así

como la relación entre el compromiso ambiental de un banco y su riesgo. Utilizando una muestra de 142 bancos de 35 países que cubren el período de 2011 a 2015, documentan el impacto positivo de los mecanismos efectivos de gobierno corporativo en la participación ambiental de los bancos. Además, encuentran que los bancos que son más sensibles a los problemas ambientales también exhiben menos riesgo.

Finalmente, debemos destacar que estos estudios previos se han llevado a cabo durante un período de tiempo anterior o durante la crisis financiera internacional o se han centrado en un país en particular o en un aspecto socialmente responsable específico. Por lo tanto, consideramos que es esencial proporcionar evidencia en este campo de investigación para un período de tiempo más reciente cuando la práctica de actividades socialmente responsables en el sector de servicios financieros se haya consolidado. Además, es esencial tener en cuenta las diferencias entre países, así como proporcionar evidencia que distinga entre acciones de gobernanza ambiental, social y corporativa porque, como argumentan Hassel y Semenova (2013), el concepto moderno de responsabilidad social se ha desarrollado esencialmente en estos tres principales tipos de relación con las partes interesadas.

Por lo tanto, consideramos que el valor de las prácticas de responsabilidad social en la industria bancaria no se ha investigado lo suficiente y todavía hay mucho margen para la investigación en esta área. Por lo tanto, consideramos que es más apropiado emplear información de sostenibilidad preparada por empresas externas o agencias de calificación social que miden de manera transparente y objetiva estos tres pilares ASG.

4. Metodología

El objetivo de este estudio es evaluar la relación entre los precios de las acciones y el nivel de desempeño ASG de los bancos que cotizan en las bolsas de valores de

El impacto del desempeño ASG en los precios de las acciones:
Evidencia para la industria bancaria

Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, Hong Kong, Irlanda, Italia, Japón, Noruega, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza. Para lograr nuestro objetivo, examinamos si el nivel de rendimiento ASG está asociado con los precios de las acciones de la siguiente manera:

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Libros_{i,t} + \alpha_2 Ganancias_{i,t} + \alpha_3 ASG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

donde $P_{i,t}$ es el precio de las acciones del banco i al final del año t ; $Libros_{i,t}$ es el valor en libros por acción del banco i en el año t ; $Ganancias_{i,t}$ representa las ganancias por acción del banco i para el año t ; $ASG_{i,t}$ es una variable explicativa no contable que representa el desempeño ASG del banco i en el año t ; y finalmente, $\varepsilon_{i,t}$ es el error del modelo correspondiente al banco i en el año t . Concretamente, esperamos que el coeficiente α_3 que acompaña a la variable en este modelo sea significativo y positivo, apoyando la mejora del valor de las prácticas de RSC para las partes interesadas financieras.

Como se puede ver, utilizamos una metodología de datos de panel. Por lo tanto, la especificación correcta del modelo se demuestra a través del estadístico F que prueba la importancia conjunta de las variables explicativas y el R^2 ajustado que indica el porcentaje de variabilidad de variable dependiente la explicada por las variables explicativas incluidas en el modelo.

Cabe señalar que en esta investigación utilizamos variables alternativas de rendimiento ASG siguiendo la literatura más reciente sobre responsabilidad social en la industria bancaria (Cornett *et al.*, 2016; Esteban-Sánchez *et al.*, 2017; Laguir *et al.*, 2018; entre otros). Específicamente, utilizamos el desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo calculado por la agencia Thomson Reuters Eikon. Estas variables se incluyen en el modelo individualmente con el objetivo de analizar el valor de mercado de cada uno de estos pilares ASG.

Concretamente, la variable ambiental mide la contribución de los bancos en términos de minimizar los recursos, reducir las emisiones y la innovación de productos. Por otro lado, la variable de desempeño social mide aquellas acciones de RSC adoptadas por los bancos en relación con proporcionar a los clientes productos y servicios financieros que integren principios éticos, su compromiso con la comunidad, así como con los empleados que crean un ambiente de trabajo saludable y seguro, respetando la diversidad y los derechos humanos. Finalmente, el desempeño del gobierno corporativo mide si los bancos incluyen los valores de RSC en su visión general y estrategia de la empresa y en sus procesos de toma de decisiones, así como en sus prácticas de comunicación en términos de elaboración y divulgación de informes de sostenibilidad.

Sin embargo, debe tenerse en cuenta que también utilizamos una variable general de rendimiento ASG calculada a partir de la media aritmética de las tres variables ASG para estimar el impacto promedio de estas prácticas en los precios de las acciones (Cheng *et al.*, 2014; Mervelskemper y Streit, 2017; Miralles-Quiros *et al.*, 2018).

Antes de concluir nuestra investigación empírica, y teniendo en cuenta la literatura previa, creemos que es importante resaltar las diferencias legislativas entre países. Como La Porta *et al.* (1999, 2000, 2008) argumentan, los sistemas legales basados en el derecho común, tales como los de Australia, Canadá, Estados Unidos, Hong Kong, Irlanda y Reino Unido, son sistemas más orientados a la discreción que respaldan los resultados del mercado privado, imponen menos restricciones ex ante de los directores y favorecen la protección de los accionistas. Por el contrario, los sistemas legales basados en el derecho civil, como los de Alemania, Austria, Bélgica, Francia, España, Suiza, Holanda, Italia, Japón, Noruega, Portugal y Suecia, se caracterizan por una importante participación del gobierno en las estructuras corporativas y por tener una legislación basada en la protección de los trabajadores. Además, Chih *et al.* (2010), que analizan los determinantes de la RSC en la industria

El impacto del desempeño ASG en los precios de las acciones:
Evidencia para la industria bancaria

bancaria, argumentan que es necesario considerar el origen del sistema legal de cada país porque los resultados empíricos pueden sufrir un sesgo de endogeneidad. Más recientemente, García-Sánchez y García-Meca (2017) proporcionan evidencia de que los factores institucionales, como los niveles más altos de protección de los inversores, son mecanismos complementarios para las actividades de RSC en los bancos. Mientras tanto, Liang y Renneboog (2017) encuentran que la calificación RSC de la compañía y el origen legal de su país están fuertemente correlacionados. Concretamente, señalan que las compañías en los países de derecho común tienen calificaciones de RSC más bajas que las compañías en los países de derecho civil, en las cuales los gerentes tienen más probabilidades de tomar decisiones a favor de los empleados y otras partes interesadas en detrimento de los accionistas.

Por lo tanto, siguiendo a estos autores, consideramos altamente relevante analizar si estas diferencias legislativas también se observan en relación con el valor relevante del desempeño ASG de los bancos que cotizan en las bolsas de valores. Por tanto, ampliamos el modelo (1), incluyendo una nueva variable que es la interacción del rendimiento de ASG con una variable ficticia que toma el valor 1 si el banco i opera en un país de derecho común y 0 en caso contrario:

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Libros_{i,t} + \alpha_2 Ganancias_{i,t} + \alpha_3 ASG_{i,t} + \alpha_4 ASG_{i,t} \times DchoComún_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

La incorporación de esta nueva variable en el modelo (2) nos permite identificar el efecto diferencial sobre el precio de las acciones del desempeño ASG de los bancos que operan en países de derecho común proporcionados por el signo y la significatividad del coeficiente. Esperamos que este coeficiente sea positivo y significativo en base a la literatura previa, respaldando la creencia de que en los países de derecho común, más que en los países de derecho civil, es más probable que los gerentes tomen decisiones a favor de los accionistas, en detrimento de otros

grupos de interés. Por lo tanto, uno podría esperar una asociación más positiva entre los precios de las acciones y el desempeño de ASG en los países de derecho común que en los países de derecho civil.

Además, debe tenerse en cuenta que nuestro período de estudio cubre la crisis financiera mundial que comenzó en Estados Unidos a mediados de 2007 con la llamada crisis de las hipotecas *subprime* y continuó en septiembre de 2008 con la quiebra de *Lehman Brothers*, uno de los bancos más grandes de Estados Unidos. Estos eventos fueron el comienzo de un período de recesión en los países desarrollados con consecuencias negativas para todas las economías, incluidas fuertes caídas en los mercados bursátiles en general y en las acciones de los bancos comerciales en particular. Mientras tanto, como indicamos en la sección de introducción, esta crisis desempeñó un papel crucial al hacer que la industria bancaria asumiera un mayor compromiso con los problemas sociales y ambientales, así como con sus accionistas.

Por lo tanto, creemos que es esencial analizar en qué medida el contexto económico puede influir en los resultados iniciales obtenidos para la muestra completa. Por esa razón, también realizamos el contraste del siguiente modelo:

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Libros_{i,t} + \alpha_2 Ganancias_{i,t} + \alpha_3 ASG_{i,t} + \alpha_4 ASG_{i,t} \times PostCrisis_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

donde $ASG_{i,t} \times PostCrisis_{i,t}$ es la interacción del rendimiento ASG con una variable ficticia que toma el valor 1 durante años después de la crisis hipotecaria *subprime* y la quiebra de *Lehman Brothers* (2009 a 2015), y 0 en caso contrario. El signo y la importancia del coeficiente nos permiten identificar si la crisis financiera internacional ha cambiado las preferencias de estos interesados para este tipo de información. En base a la evidencia previa sobre el compromiso de este sector con

El impacto del desempeño ASG en los precios de las acciones:
Evidencia para la industria bancaria

los problemas de RSC, esperamos que este coeficiente sea positivo y significativo, respaldando la creencia de que las partes interesadas financieras han comenzado a valorar estas iniciativas de los bancos que cotizan en bolsa después de la crisis.

5. Base de datos

La muestra de esta investigación empírica consta de 51 bancos que cotizan en 20 mercados bursátiles durante el período 2002-2015 y para los cuales existen tanto información financiera como información de RSC extraída de la base de datos de Thomson Reuters Eikon ampliamente empleada en estudios empíricos previos (Ferrero-Ferrero *et al.*, 2015; Dell'Atti *et al.*, 2017; Mervelskemper y Streit, 2017; Sanches García *et al.*, 2017; Miralles-Quirós *et al.*, 2018; Yoon *et al.* 2018, entre otros).

Específicamente, empleamos la puntuación de desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo calculado por Thomson Reuters Eikon para cada banco. Esta compañía de base de datos calcula estas puntuaciones como el promedio ponderado de las puntuaciones alcanzadas en más de 70 indicadores clave de rendimiento calculados a partir de más de 400 datos de información.

En la Tabla 1 presentamos el desempeño promedio en asuntos ambientales, sociales y de gobierno corporativo durante los años estudiados de todos los bancos seleccionados. Cabe señalar que la base de datos ASG proporcionada por la agencia Thomson Reuters Eikon es un *score* anual para cada banco de 0 a 100 puntos. Esto nos permite identificar las fortalezas de ASG (50-100 puntos) o las debilidades de ASG (0-49 puntos) de cada grupo de bancos que constituyen nuestros datos de muestra.

Tabla 1: Desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo a lo largo del periodo de estudio

	Ambiental	Social	Gobierno corporativo
2002	48,07	63,57	51,17
2003	55,13	64,70	53,22
2004	61,56	75,12	61,60
2005	65,32	77,06	66,91
2006	68,58	80,72	69,30
2007	70,83	79,33	70,54
2008	73,77	80,96	68,99
2009	76,96	79,94	71,55
2010	77,08	78,96	73,92
2011	78,43	77,48	76,75
2012	77,36	76,02	73,47
2013	77,77	76,25	73,51
2014	78,95	77,35	71,00
2015	81,87	82,65	73,38

Esta tabla muestra la media aritmética del desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo de todos los bancos que forman parte de la muestra para cada uno de los años de estudio.

Hay varios aspectos a destacar sobre la Tabla 1. Hay un aumento continuo de las puntuaciones de ASG a lo largo de los años en estudio. De los tres pilares de ESG, el social, tiene la puntuación promedio más elevada cuando consideramos a todos los bancos seleccionados, seguido por el pilar de gobierno corporativo y finalmente el pilar ambiental que, a diferencia de los dos anteriores, es el único que tiene un *score* general anual por debajo de 50 puntos en el primer año del período de la muestra, lo que indica que las prácticas ambientales fueron inicialmente una debilidad para estos bancos.

El impacto del desempeño ASG en los precios de las acciones:
Evidencia para la industria bancaria

Tabla 2: Desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo a lo largo del periodo de estudio y en función del sistema legal

	Ambiental		Social		Gobierno Corporativo	
	Derecho común	Derecho civil	Derecho común	Derecho civil	Derecho común	Derecho civil
2002	46,87	49,43	60,73	66,79	67,19	32,97
2003	58,70	51,08	63,80	65,72	68,25	36,15
2004	63,56	59,28	72,11	78,54	75,44	45,86
2005	61,84	69,27	75,47	78,88	78,96	53,22
2006	64,64	73,06	78,59	83,15	79,09	58,17
2007	66,60	75,63	76,34	82,73	79,21	60,70
2008	70,69	77,28	77,75	84,61	74,92	62,26
2009	74,24	80,04	75,58	84,89	78,47	63,68
2010	73,44	81,20	75,04	83,41	78,67	68,53
2011	76,30	80,86	74,28	81,11	80,84	72,09
2012	75,14	79,87	72,74	79,75	77,71	68,66
2013	75,76	80,05	71,80	81,30	79,53	66,66
2014	76,13	82,16	72,49	82,86	79,24	61,64
2015	79,69	84,35	79,53	86,20	80,70	65,06

Esta tabla muestra el desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo durante los años en estudio de todos los bancos seleccionados, también agrupados en función de si el país en el que tiene su sede social el banco tiene un sistema legal basado en el derecho común o el derecho civil.

Mientras tanto, cuando los bancos se agrupan en bancos con origen en el derecho común y con origen en el derecho civil, observamos diferencias relevantes, como ha sido documentado previamente por Liang y Renneboog (2017). Como podemos ver en la Tabla 2, mientras que los bancos que operan en países de derecho común tienen un desempeño de gobierno más alto, los bancos que operan en países de derecho civil tienen un desempeño social más alto. Estos hallazgos señalan la importancia de considerar el origen legal del país en esta investigación.

Finalmente, la información financiera que necesitamos para contrastar el modelo de valoración de Barth y Clinch (2009) descrito en la sección de metodología (precio, valor en libros por acción y ganancias por acción) también se ha obtenido de la base de datos Thomson Reuters Eikon.

Como se indicó anteriormente, se trata de una versión modificada del modelo de valoración de acciones de Ohlson (1995) en el que el valor de mercado de una compañía es función de la información financiera de la empresa representada en su valor en libros y ganancias contables, así como otra información relevante de la empresa. La versión de Barth y Clinch (2009) implica escalar las variables incluidas en el modelo inicial propuesto por Ohlson (1995) utilizando el número de acciones en circulación. Esto permite la especificación del precio de las acciones como una variable dependiente del modelo y, por lo tanto, es posible analizar el efecto directo del desempeño ASG en los precios de las acciones, con las importantes implicaciones que esto tiene para los grupos de interés financieros (accionistas, inversores potenciales y analistas financieros).

Presentamos en la Tabla 3 los estadísticos descriptivos de las variables financieras y de desempeño ASG. Como podemos ver en el Panel A, el precio promedio de las acciones de los bancos en la muestra es 24,71 con una desviación típica de 23,29, el valor en libros promedio por acción es 19,49 con una desviación estándar de 20,67, y las ganancias promedio por acción son 12,38 con una desviación típica de 74,55. Con respecto a las estadísticas descriptivas de las medidas de desempeño ASG, observamos que en promedio estos bancos tienen una calificación de 70,99 puntos sobre 100 de desempeño ambiental, 76,54 de desempeño social, 68,41 de desempeño de gobierno corporativo y 7,98 de desempeño general ASG, con desviaciones típicas de 30,31, 24,10, 23,25 y 22,11 respectivamente. Finalmente, mostramos en el Panel B la matriz de correlaciones entre variables. La alta correlación entre las variables de rendimiento ASG es especialmente relevante. Por eso, siguiendo a Cheng *et al.* (2014), Mervelskemper y Streit (2017) y Miralles-

El impacto del desempeño ASG en los precios de las acciones:
Evidencia para la industria bancaria

Quirós *et al.* (2018), los presentamos individualmente en el modelo de valoración de Barth y Clinch (2009) en lugar de probarlos juntos.

Tabla 3: Estadísticos básicos

<i>Panel A: Estadísticos descriptivos</i>							
	Precio	Libros	Gan	Amb	Soc	Gob	ASG
Media	24,71	19,49	12,38	70,99	76,54	68,41	71,98
Máximo	171,58	159,71	883,76	97,26	99,00	97,49	96,38
Mínimo	0,31	0,47	0,00	8,60	4,88	1,72	7,64
Dev. típ.	23,29	20,67	74,55	31,30	24,10	23,25	22,11
<i>Panel B: Matriz de correlaciones</i>							
	Precio	Libros	Gan	Amb	Soc	Gob	ASG
Precio	1,00						
Libros	0,74	1,00					
Gan	0,13	0,10	1,00				
Amb	-0,05	0,01	0,10	1,00			
Soc	-0,08	-0,02	0,11	0,79	1,00		
Gob	0,04	-0,04	0,10	0,45	0,40	1,00	
ASG	-0,04	-0,02	0,12	0,92	0,87	0,71	1,00

En esta tabla se muestran los estadísticos descriptivos (media, máxima, mínima y desviación típica) y la matriz de correlaciones de las variables financieras (precio, valor contable por acción y utilidad por acción) y las variables de desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo, así como una medida de desempeño ASG general obtenida de la media aritmética de los tres anteriores.

6. Resultados empíricos

Presentamos en la Tabla 4 los resultados del modelo de valoración del mercado de valores propuesto por Barth y Clinch (2009), incluidas las medidas de rendimiento ASG descritas en la sección anterior. A diferencia de los estudios

El impacto del desempeño ASG en los precios de las acciones:
Evidencia para la industria bancaria

anteriores en los que se empleó una variable ficticia que indica la publicación de informes de responsabilidad social (Carnevale *et al.*, 2012, Carnevale y Mazzuca, 2014a, Carnevale y Mazzuca, 2014b), utilizamos los tres pilares modernos ASG.

Tabla 4: El impacto en los precios del rendimiento ASG

Intercepto	9,658*** (4,19)	17,883*** (5,70)	8,763*** (3,39)	9,924*** (3,02)
Valor en libros por acción	0,715*** (15,80)	0,717*** (15,91)	0,722*** (16,00)	0,720*** (15,92)
Ganancia por acción	0,023** (2,58)	0,024*** (2,78)	0,022** (2,53)	0,023*** (2,59)
Rendimiento ambiental	0,053* (1,69)			
Rendimiento social		-0,089** (-2,22)		
Rendimiento de gobernanza			0,066* (1,80)	
Rendimiento ASG				0,041 (0,80)
R^2 ajustado	0,7745	0,7753	0,7747	0,7736
F estadístico	36,024	36,186	36,054	35,849
p -valor	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)

Esta tabla muestra los resultados obtenidos de la estimación del modelo de valoración contable de empresas en bolsa propuesto por Barth y Clinch (2009) en una muestra de bancos cotizados con información ASG disponible durante el período 2002-2015. Los resultados se presentan desagregando las diferentes medidas de desempeño ASG. Las últimas filas incluyen los estadísticos R^2 ajustado y test F . Entre paréntesis está el p -valor, indicativo de la significancia de cada coeficiente y del estadístico F . ***, ** y * representan los niveles de significatividad del 1%, 5% y 10% respectivamente.

El impacto del desempeño ASG en los precios de las acciones:
Evidencia para la industria bancaria

Podemos ver en la Tabla 4 que los coeficientes para el valor en libros por acción y las ganancias por acción están asociados positiva y significativamente con el precio de la acción, como se esperaba. Además, los coeficientes de desempeño ambiental y de gobernanza están relacionados positiva y significativamente con los precios de las acciones de los bancos. Por el contrario, en el caso del desempeño social, este se asocia de manera negativa y significativa con los precios de las acciones. Por lo tanto, el rendimiento general ASG no se asocia significativamente con los precios de las acciones de los bancos. Mientras tanto, las pruebas F son estadísticamente significativas y la estadística R^2 ajustada es elevada, lo que implica que esta información es relevante para la valoración de estas empresas en los mercados bursátiles, junto con la información contable considerada por Barth y Clinch (2009).

Estos resultados destacan la importancia del desempeño ambiental para los grupos de interés financieros (accionistas, analistas y futuros inversores). Como se indicó anteriormente, existe una gran presión por parte de estas partes interesadas para adaptar los sistemas de gestión de los bancos e incorporar aspectos ambientales. Como consecuencia, existe un impacto positivo y significativo del desempeño ambiental en los precios de las acciones de los bancos que cotizan en bolsa.

Al mismo tiempo, nuestros resultados respaldan a Jamali *et al.* (2008) cuando argumentan que el gobierno corporativo es una dimensión importante de la RSC que garantiza la rendición de cuentas, el cumplimiento y la transparencia e implica una reducción en los costes de agencia para los *stakeholders* financieros. Es por eso que hay un impacto positivo y significativo en los precios de las acciones cuando el banco que cotiza tiene una puntuación más elevada de desempeño relacionada con el gobierno corporativo.

En contraste, el desempeño social, que mide el compromiso y la efectividad del banco para generar confianza y lealtad con sus empleados, clientes y la sociedad, no tiene una relación directa con los *stakeholders* financieros del banco. Es por eso que la valoración que hacen estas partes interesadas en los mercados de valores de esta

medida es significativa y negativa. Este resultado implica que las prácticas responsables en términos de calidad, seguridad, diversidad e igualdad de oportunidades en el empleo, la preocupación por los derechos humanos, así como la calidad y seguridad en productos y servicios, entre otros, reducen el valor de mercado de la empresa.

Definitivamente, estos resultados revelan que no existe homogeneidad en la relevancia del valor de las prácticas ambientales, sociales y de gobierno corporativo adoptadas por los bancos seleccionados durante todo el período de la muestra. Por lo tanto, es necesario realizar pruebas adicionales para proporcionar algunos resultados concluyentes.

Mientras tanto, como se indicó anteriormente, los bancos deben invertir considerables esfuerzos y recursos en las actividades de ASG para cumplir con los requisitos de sus partes interesadas. Sin embargo, existen diferencias importantes dependiendo de si el banco pertenece a un país de derecho común o civil. Como indican Liang y Renneboog (2017), la demanda de cuestiones ASG de diferentes partes interesadas puede variar sustancialmente con el origen legal del país. Es por eso que en este estudio también analizamos las diferentes valoraciones en los precios de las acciones del desempeño ASG de los bancos comerciales que operan en países de derecho común. Los resultados se presentan en la Tabla 5.

Como podemos ver en la Tabla 5, el coeficiente de la variable que representa la interacción del desempeño ASG con los países de derecho común es positivo y estadísticamente significativo. Estos resultados revelan que la relevancia del valor del desempeño ASG es significativamente mayor para los bancos de países de derecho común.

El impacto del desempeño ASG en los precios de las acciones:
Evidencia para la industria bancaria

Tabla 5: El impacto en los precios del rendimiento ASG. Efectos legislativos

Intercepto	10,055*** (4,16)	15,735*** (5,31)	6,392** (2,42)	9,211*** (3,07)
Valor contable por acción	0,771*** (20,46)	0,775*** (20,73)	0,773*** (20,82)	0,775*** (20,67)
Ganancias por acción	0,016** (1,98)	0,017** (2,09)	0,015* (1,89)	0,016* (1,92)
Rendimiento ambiental	-0,009 (-0,30)			
Rend. ambiental × derecho común	0,073*** (2,67)			
Rendimiento social		-0,116*** (-3,28)		
Rend. social × derecho común		0,094*** (3,38)		
Rendimiento de gobernanza			0,049 (1,35)	
Rend. gobernanza × derecho común			0,069** (2,32)	
Rendimiento ASG				-0,012 (-0,28)
Rend. ASG × derecho común				0,091*** (3,03)
R^2 ajustado	0,5377	0,5450	0,5430	0,5399
F estadístico	44,248	45,536	45,177	44,638
p -valor	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)

Esta tabla muestra los resultados obtenidos de la estimación del modelo de valoración propuesto por Barth y Clinch (2009) en una muestra de bancos cotizados con información ASG disponible durante el período 2002-2015. Los resultados se presentan añadiendo las diferentes medidas de rendimiento ASG en el modelo, así como el efecto de la interacción de estas actuaciones con el origen legal del país. Las últimas filas incluyen los estadísticos R^2 ajustado y test F . Entre paréntesis está el p -valor, indicativo de la significancia de cada coeficiente y del estadístico F . ***, ** y * representan los niveles de significatividad del 1%, 5% y 10% respectivamente.

Según lo descrito por Liang y Renneboog (2017), los países de derecho civil deben enfrentar serios requisitos para satisfacer a los empleados y otras partes interesadas internas debido a los requisitos de gobernanza. Estas no son prácticas voluntarias. Por lo tanto, no tienen un valor relevante para las partes interesadas financieras. Sin embargo, en los países de derecho común que están más orientados a la discreción, los bancos con un alto desempeño ASG podrán satisfacer las expectativas de las partes interesadas y obtener su reconocimiento.

En este sentido, debemos tener en cuenta que las partes interesadas financieras en los países de derecho común son partes interesadas clave para los bancos que cotizan en bolsa y pueden ejercer una influencia considerable sobre la estrategia de sostenibilidad de las empresas en las que invierten. Como resultado, la credibilidad de este tipo de información y la confianza de los inversores en ella se asocian con un aumento en los precios de las acciones.

Además, analizamos en qué medida el contexto económico puede influir en los resultados iniciales obtenidos para la muestra completa. Los resultados se presentan en la Tabla 6, que muestran que el coeficiente de la variable que representa la interacción del desempeño ASG con el período posterior a la crisis es positivo y estadísticamente significativo, mientras que el coeficiente para el desempeño ASG, que evalúa el efecto de estas prácticas en los precios de las acciones en años anteriores a la crisis no es significativo. Estos resultados revelan un cambio significativo en las preferencias de estos grupos de interés en este tipo de información. Como indicamos en la sección de introducción, la crisis financiera mundial iniciada a mediados de 2007 desempeñó un papel crucial en la toma de conciencia del sector bancario sobre el impacto de su actividad en la sociedad y el medio ambiente (Coulson, 2009).

El impacto del desempeño ASG en los precios de las acciones:
Evidencia para la industria bancaria

Tabla 6: El impacto en los precios del rendimiento ASG. Efecto de la crisis

Intercepto	10.691*** (4.54)	18.879*** (5.92)	11.611*** (4.45)	11.936*** (3.61)
Valor contable por acción	0.705*** (15.49)	0.709*** (15.64)	0.701*** (15.73)	0.700*** (15.47)
Ganancias por acción	0.024*** (2.78)	0.026*** (2.95)	0.025*** (2.93)	0.026*** (2.96)
Rendimiento ambiental	0.035 (1.06)			
Rend. ambiental × Postcrisis	0.065** (1.99)			
Rendimiento social		-0.103** (-2.51)		
Rend. social × Postcrisis		0.072* (1.71)		
Rendimiento de gobernanza			0.019 (0.52)	
Rend. gobernanza × Postcrisis			0.207*** (4.71)	
Rendimiento ASG				0.010 (0.19)
Rend. ASG × Postcrisis				0.150*** (3.28)
R^2 ajustado	0.7757	0.7761	0.7827	0.7774
F estadístico	35.701	35.779	37.152	36.053
p -valor	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)

Esta tabla muestra los resultados obtenidos de la estimación del modelo de valoración propuesto por Barth y Clinch (2009) en una muestra de bancos cotizados con información ASG disponible durante el período 2002-2015. Los resultados se presentan añadiendo las diferentes medidas de rendimiento ASG en el modelo, así como el efecto de la interacción de estas actuaciones con la crisis financiera internacional. Las últimas filas incluyen los estadísticos R^2 ajustado y test F . Entre paréntesis está el p -valor, indicativo de la significancia de cada coeficiente y del estadístico F . ***, ** y * representan el 1%, 5% y 10% los niveles de significatividad respectivamente.

Malik (2015), quien revisa y resume la literatura contemporánea centrada en el papel de la RSC en la mejora del valor de la empresa, argumenta que este tipo de resultado es indicativo de que las empresas alinean sus objetivos sociales con los objetivos corporativos en los que se utiliza la RSC como una herramienta estratégica para maximizar el valor de la empresa y que las empresas con un sólido desempeño ASG tienen un mayor potencial para aumentar el valor para los accionistas y el valor para otras partes interesadas. Concretamente, Malik (2015) argumenta que si bien el análisis coste-beneficio de la RSC ha sido muy debatido, los beneficios superan los costes potenciales. La calidad superior de la RSC afecta positivamente el valor de la empresa, tanto a corto como a largo plazo. La RSC también se puede utilizar como una herramienta estratégica importante para maximizar el valor para los accionistas y el valor de la empresa, protegiendo los intereses de otras partes interesadas.

Finalmente, es importante señalar que los resultados mostrados en las Tablas 4 a 6 se mantienen después de realizar diferentes pruebas de robustez siguiendo la literatura previa. Específicamente, utilizamos datos sobre el precio de la acción al final del primer y segundo trimestre del año siguiente para evitar el efecto en los resultados de haber tomado los precios al final del año (Cardamone *et al.*, 2012; De Klerk *et al.*, 2015).

7. Conclusiones

Hoy en día la RSC se ha convertido en un requisito para todas las empresas y, por lo tanto, las partes interesadas lo exigen cada vez más, independientemente de su posible impacto positivo o negativo en el rendimiento de las empresas. Estas demandas son críticas en el sector bancario, ya que es un sector clave para el buen funcionamiento de la economía. En este sentido, las acciones socialmente responsables de los bancos son tomadas en cuenta no sólo por sus grupos de interés sino también por la sociedad en general. Además, debemos considerar el descrédito

El impacto del desempeño ASG en los precios de las acciones:
Evidencia para la industria bancaria

sufrido por estas entidades debido a la crisis económica pasada, que ha puesto en duda la reputación del sector financiero. En 2008 fuimos testigos de cómo uno de los sistemas financieros más sofisticados del mundo, el norteamericano, generó la peor crisis financiera mundial en las últimas décadas. Debido al colapso de los mercados de algunos países desarrollados, otros mercados, tanto en países desarrollados como en desarrollo, fueron inevitablemente arrastrados hacia abajo. Como resultado de esta crisis financiera mundial, existe un consenso creciente de que el sistema financiero no sólo debe ser sólido y estable, sino también sostenible.

Este trabajo tiene básicamente dos implicaciones principales en este contexto. El primero es contribuir a enriquecer la literatura existente sobre el impacto de las prácticas de RSC en los precios de las acciones mediante el análisis del caso específico de la industria bancaria utilizando una gran muestra de bancos en un período anterior y posterior a la crisis en el que la implementación de estas medidas ya están bastante extendidas ya que los gestores de estas compañías han tomado la debida conciencia sobre estos asuntos. La segunda implicación ha sido analizar el efecto diferenciado de las medidas de carácter ambiental, social y de gobierno corporativo, así como las diferencias entre países de derecho común y de derecho civil.

Nuestros resultados generales revelan que los mercados de valores valoran el desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo de una manera diferente. Si bien el desempeño ambiental y de gobernanza están relacionados positiva y significativamente con los precios de las acciones de los bancos, el desempeño social está asociado de manera negativa y significativa. Estos resultados resaltan la importancia del desempeño ambiental para los accionistas. Al mismo tiempo, nuestros resultados también sugieren que el gobierno corporativo es una dimensión importante de la RSC que garantiza la rendición de cuentas, el cumplimiento y la transparencia e implica una reducción en los costes de agencia para las partes interesadas de carácter financiero. En contraste, observamos que el desempeño social

no tiene una relación directa con los *stakeholders* financieros del banco. También observamos que la relevancia del valor del desempeño ASG es significativamente mayor para los bancos de países de derecho común, en los que la protección de los accionistas es más fuerte. Finalmente, también proporcionamos evidencia del valor incremental del desempeño ASG después de la crisis financiera global, demostrando que hoy en día los *stakeholders* financieros valoran este tipo de información de manera más positiva.

Nuestros hallazgos proporcionan información relevante no sólo para las partes interesadas financieras, sino también para otras partes interesadas, como empleados, clientes y responsables políticos. Además, consideramos que este estudio contribuye a promover el campo de investigación de la responsabilidad social en la industria bancaria y nos permite conocer los impactos positivos y negativos de las diferentes actividades de RSC en los mercados bursátiles.

Sin embargo, antes de concluir, consideramos esencial tener en cuenta que esta investigación presenta algunas limitaciones relacionadas con la base de datos empleada, que deben tenerse en cuenta. La muestra de investigación se limita a 51 bancos comerciales cotizados en varios mercados desarrollados con información disponible sobre su desempeño ambiental, social y de gobernanza corporativa durante un amplio período de muestra. Nos ha permitido analizar el efecto de la crisis financiera internacional que muestra el cambio significativo en las preferencias de los inversores con respecto a este tipo de información. No obstante, consideramos conveniente que las investigaciones futuras en este campo se centren en un período de análisis más corto y actual con el objeto de incluir una muestra más amplia de bancos, no sólo bancos comerciales, sino también otros tipos de bancos, así como bancos que cotizan en mercados bursátiles emergentes, para extraer conclusiones amplias para un período posterior a la crisis.

8. Referencias

- Amel-Zadeh, A.; Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87–103. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>
- Aminia, M.; Bienstock, C.C. (2014). Corporate sustainability: an integrative definition and framework to evaluate corporate practice and guide academic research. *Journal of Cleaner Production*, 76, 12–19. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2014.02.016>
- Barth, M.E.; Clinch, G. (2009). Scale effects in capital markets-based accounting research. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(3&4), 253–288. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2009.02133.x>
- Beck, T.; Demirgüç-Kunt, A.; Levinem, R. (2010). Financial institutions and markets across countries and over time: The updated financial development and structure database. *World Bank Economic Review*, 24, 77–92. <http://documents.worldbank.org/curated/en/916561468331178510/Financial-institutions-and-markets-across-countries-and-over-time-the-updated-financial-development-and-structure-database>
- Cardamone, P.; Carnevale, C.; Giunta, F. (2012). The value relevance of social reporting: evidence from listed Italian companies. *Journal of Applied Accounting Research*, 13(3), 255–269. <https://doi.org/10.1108/09675421211281326>
- Carnevale, C.; Mazzuca, M. (2014a). Sustainability report and bank valuation: evidence from European stock markets. *Business Ethics: A European Review*, 23(1), 69–90. <https://doi.org/10.1111/beer.12038>

- Carnevale, C.; Mazzuca, M. (2014b). Sustainability reporting and varieties of capitalism. *Sustainable Development*, 22, 361–376. <https://doi.org/10.1002/sd.1554>
- Carnevale, C.; Mazzuca, M.; 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. <https://doi.org/10.1002/csr.262>
- Cheng, B.; Ioannou, I.; Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35, 1–23. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
- Chih, H.L.; Chih, H.H.; Chen, T.Y. (2010). On the Determinants of Corporate Social Responsibility: International Evidence on the Financial Industry. *Journal of Business Ethics*, 93(1), 115–135. <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0186-x>
- Chomvilailuk, R.; Butcher, K. (2013). The effect of CSR knowledge on customer liking, across cultures. *International Journal of Bank Marketing*, 31(2), 98–114. <https://doi.org/10.1108/02652321311298672>
- Cornett, M.M.; Erhemjamts, O.; Tehranian, H. (2016). Greed or good deeds: An examination of the relation between corporate social responsibility and the financial performance of U.S. commercial banks around the financial crisis. *Journal of Banking and Finance* 70, 137–159. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.04.024>
- Coulson, A.B. (2009). How should banks govern the environment? Challenging the construction of action versus veto. *Business Strategy and the Environment*, 18(3), 149–161. <https://doi.org/10.1002/bse.584>

El impacto del desempeño ASG en los precios de las acciones:
Evidencia para la industria bancaria

De Klerk, M.; De Villiers, C.; Van Staden, C. (2015). The influence of corporate social responsibility disclosure on share prices. Evidence from the United Kingdom. *Pacific Accounting Review*, 27(2), 208–228. <https://doi.org/10.1108/PAR-05-2013-0047>

Dell'Atti, S.; Trotta, A.; Iannuzzi, A.P.; Demaria, F. (2017). Corporate social responsibility engagement as a determinant of bank reputation: An empirical analysis, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(6), 589–605. <https://doi.org/10.1002/csr.1430>

Esteban-Sánchez, P.; de la Cuesta-González, M.; Paredes-Gazquez, J.D. (2017). Corporate social performance and its relation with corporate financial performance: International evidence in the banking industry. *Journal of Cleaner Production*, 162, 1102–1110. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.06.127>

Ferrero-Ferrero, I.; Fernández-Izquierdo, M.A.; Muñoz-Torres, M.J. (2016). The effect of the environmental, social and governance consistency on economic results. *Sustainability*, 8, 1005. <https://doi.org/10.3390/su8101005>

Finger, M.; Gavious, I.; Manos, R. (2018). Environmental risk management and financial performance in the banking industry: A cross-country comparison. *Journal of International Financial Markets Institutions and Money*, 52, 240–261. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2017.09.019>

Gangi, F.; Meles, A.; D'Angelo, E.; Daniele, L.M. (2019). Sustainable development and corporate governance in the financial system: Are environmentally friendly banks less risky? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(3), 529–547, <https://doi.org/10.1002/csr.1699>

- García-Sánchez, I.M.; García-Meca, E. (2017). CSR Engagement and Earnings Quality in Banks. The moderating role of institutional factors. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(2), 145–158. <https://doi.org/10.1002/csr.1405>
- Hassel, L.G.; Semenova, N. (2013) The Added Value of Environmental, Social and Governance Performance and Sustainable and Responsible Investment on Company and Portfolio Levels—What Can We Learn from Research? En *CSR and Beyond—A Nordic Perspective*; Cappelen Damm Akademisk: Oslo, Norway.
- Hill, C.W.L.; Jones, T.M. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131–154. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1992.tb00657.x>
- Jamali, D.; Safieddine, A.; Rabbath M. (2008). Corporate governance and corporate social responsibility synergies and interrelationships. *Corporate Governance. An International Review*, 16(5), 443–459. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00702.x>
- Jeucken, M. (2010). *Sustainable Finance and Banking: The Financial Sector and the Future of the Planet*. London: Earthscan Publications.
- Jo, H.; Kim, H.; Park, K. (2015). Corporate Environmental Responsibility and Firm Performance in the Financial Services Sector. *Journal of Business Ethics*, 131(2), 257–284. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2276-7>
- La Porta, R.; López-de-Silanes, F.; Shleifer, A. (2008). The economic consequence of legal origins. *Journal of Economic Literature*, 46, 285–332. <https://doi.org/10.1257/jel.46.2.285>

El impacto del desempeño ASG en los precios de las acciones:
Evidencia para la industria bancaria

La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the World. *Journal of Finance*, 54, 471–518. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>

La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A., Vishny, R.W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3–27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)

Laguir, I.; Marais, M.; El Baz, J.; Stekelorum, R. (2018). Reversing the business rationale for environmental commitment in banking: Does financial performance lead to higher environmental performance? *Management Decision*, 56 (2), 358–375. <https://doi.org/10.1108/MD-12-2016-0890>

Liang, H.; Renneboog, L. (2017). On the foundations of corporate social responsibility. *Journal of Finance*, 72(2), 853–910. <https://doi.org/10.1111/jofi.12487>

Malik, M. (2015). Value-enhancing capabilities of CSR: A brief review of contemporary literature. *Journal of Business Ethics*, 127, 419–439. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2051-9>

Mandhachitara, R.; Poolthong, Y. (2011). A model of customer loyalty and corporate social responsibility. *Journal of Services Marketing*, 25(2), 122–133. <https://doi.org/10.1108/08876041111119840>

Matute-Vallejo, J.; Bravo, R.; Pina, J.M. (2011). The influence of Corporate Social Responsibility and Price Fairness on Customer Behaviour: Evidence from the Financial Sector. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 18(6), 317–331. <https://doi.org/10.1002/csr.247>

- Mervelskemper, L.; Streit, D. (2017). Enhancing market valuation of ESG performance: is integrated reporting keeping its promise? *Business Strategy and the Environment*, 26(4), 536–549. <https://doi.org/10.1002/bse.1935>
- Miralles-Quirós, M.M.; Miralles-Quirós, J.L.; Arraiano, I. (2017). Are firms that contribute to sustainable development valued by investors? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(1), 71–84. <https://doi.org/10.1002/csr.1392>
- Miralles-Quirós; M.M., Miralles-Quirós, J.L.,;Valente Gonçalves, L.M. (2018). The value relevance of Environmental, Social and Governance Performance: The Brazilian Case. *Sustainability*, 10, 574. <https://doi.org/10.3390/su10030574>
- Ohlson, J.A. (1995). Earnings, book values and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–686. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Pérez, A.; Rodríguez del Bosque, I. (2015). How customer support for corporate social responsibility influences the image of companies: Evidence from the banking industry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22(3), 155–168. <https://doi.org/10.1002/csr.1331>
- Pomering, A.; Dolnicar, S. (2009). Assessing the prerequisite of successful CSR implementation: are consumers aware of CSR initiatives? *Journal of Business Ethics*, 85(2), 285–301. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9729-9>
- Sanches García, A.; Mendes-Da-Silva, W.; Orsato, R.J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 150(1), 135–147. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>

El impacto del desempeño ASG en los precios de las acciones:
Evidencia para la industria bancaria

Thien, G.T.K. (2015). CSR for clients' Social/Environmental Impacts? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22(2), 83–94. <https://doi.org/10.1002/csr.1328>

Yoon, B.; Lee, J.H.; Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. *Sustainability*, 10, 3635. <https://doi.org/10.3390/su10103635>

CAPÍTULO III. DESEMPEÑO ASG Y CREACIÓN DE VALOR PARA EL ACCIONISTA EN LA INDUSTRIA BANCARIA: DIFERENCIAS INTERNACIONALES

Miralles-Quirós, M.M., Miralles-Quirós, J.L., Redondo Hernández, J. (2019). *Sustainability*, 11(5), 1404 (DOI: <https://doi.org/10.3390/su11051404>)

1. Resumen

El objetivo de esta segunda investigación es estudiar el papel de las actividades socialmente responsables en la creación de valor para los accionistas en una muestra de 166 bancos de 31 países durante el período 2010-2015. La investigación previa sobre esta relación es escasa y limitada al período anterior y durante la crisis financiera mundial. Por el contrario, esta investigación analiza los bancos durante un período de tiempo en que estas instituciones han aumentado sus prácticas de responsabilidad social para reforzar su credibilidad y la confianza que sus partes interesadas tienen en ellas. Concretamente, analizamos la relación entre estas dos magnitudes distinguiendo entre acciones ambientales, sociales y de gobierno corporativo, así como entre países teniendo en cuenta el nivel de desarrollo, los sistemas legales y el área geográfica. Nuestros hallazgos son relevantes no sólo para los académicos, sino también para los gerentes de estas empresas, los encargados de formular políticas públicas, los inversores y la sociedad en general.

2. Introducción

Los bancos siempre han desempeñado un papel activo en el desarrollo económico y social de los países al tener la capacidad de seleccionar proyectos de inversión, gestionar riesgos y decidir quién tiene acceso al capital y qué actividades se financian. Al realizar esta función, estas instituciones tienen un gran impacto en la sociedad y, en consecuencia, en el desarrollo sostenible entendido como "desarrollo que satisface las necesidades del presente sin comprometer la capacidad de las generaciones futuras para satisfacer sus propias necesidades" (Beck *et al.*, 2010).

Sin embargo, en el verano de 2007, comenzó una de las crisis económicas más profundas de la historia moderna, causada por los problemas del sector financiero en Estados Unidos con el estallido de la crisis de las hipotecas de alto riesgo y más tarde, en el otoño de 2008, con la quiebra de *Lehman Brothers*. Es a partir de esta

quiebra que muchos países vieron cómo sus mercados financieros fueron infectados por el clima negativo de Estados Unidos y comenzaron a tener problemas. A partir de ese momento, el impacto de la industria bancaria en la sociedad, especialmente los grandes bancos, comenzó a ser más importante para todos los distintos grupos de interés (Lauesen, 2013; Hurley *et al.*, 2014; Esteban-Sánchez *et al.*, 2017).

Como resultado, los bancos están aumentando sus prácticas de responsabilidad social, reforzando su credibilidad y la confianza que sus partes interesadas tienen en ellos (Coulson, 2009). En este contexto, hoy en día hay más bancos que pueden considerarse socialmente responsables debido al hecho de que adoptan acciones socialmente responsables. Estos incluyen la publicación de informes de sostenibilidad siguiendo las pautas de la *Global Reporting Initiative* (GRI), la adopción de los Principios de Ecuador y el Pacto Mundial, y la inclusión de evaluaciones de riesgos ambientales en sus políticas crediticias, entre otras prácticas. Esto se debe, entre otras razones, a las recomendaciones de la Unión Europea. Específicamente, en su directiva de 2011, la Comisión Europea especificó que las empresas deben integrar los problemas sociales, ambientales y éticos en su estrategia de gestión básica para maximizar la creación de valor compartido para sus accionistas, el resto de sus partes interesadas y la sociedad en general.

En este sentido, la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) puede reforzar la credibilidad y la confianza de las partes interesadas o grupos de interés, ya que se refiere a las actividades voluntarias de una empresa que parece favorecer algún bien social, más allá de los propios intereses de la empresa y lo que se requiere por ley (Aminia y Bienstock, 2014). Además, la RSC se puede gestionar estratégicamente para agregar valor, sostenibilidad y competitividad (Esteban-Sánchez *et al.*, 2017).

Sin embargo, a pesar de que la literatura previa que analiza la relación entre la RSC y la creación de valor es muy extensa, los resultados no son concluyentes (Waddock, 1997; Allouche y Laroche, 2005; Martínez-Campillo *et al.*, 2013; Zhao y Murrell, 2016). En este sentido, es necesario tener en cuenta la industria analizada, el

período de muestra, así como las variables utilizadas para medir tanto la creación de valor como las actividades de RSC, entre otros aspectos (Inoue y Lee, 2011; Esteban-Sánchez *et al.*, 2017).

En el caso específico de la industria bancaria, los estudios son muy limitados. Como Finger *et al.* (2018) indican, los bancos a menudo se excluyen de las muestras en los trabajos empíricos debido a sus características especiales (diferentes requisitos contables, incentivos de informes o exposiciones al riesgo) en comparación con otras industrias, y también operan bajo códigos específicos.

Estos estudios anteriores se han llevado a cabo durante un período de tiempo anterior o durante la crisis financiera internacional (Simpson y Kohers, 2002; Soana, 2011; Wu y Shen, 2013; Shen *et al.*, 2016; Cornett *et al.*, 2016; Esteban-Sánchez *et al.*, 2017), se han centrado en un país en particular a (Soana, 2011; Cornett *et al.*, 2016; Laguir *et al.*, 2018), o en un aspecto socialmente responsable específico (Jo *et al.*, 2015; Finger *et al.*, 2018; Laguir *et al.*, 2018). Por lo tanto, consideramos que es esencial proporcionar evidencia en este campo de investigación para un período de tiempo más reciente cuando la práctica de actividades socialmente responsables en el sector de servicios financieros se ha consolidado. Además, es esencial tener en cuenta las diferencias entre países, así como proporcionar evidencia que distinga entre acciones ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) porque, como argumentan Hassel y Semenova (2013), el concepto moderno de responsabilidad social está esencialmente desarrollado en estos tres tipos principales de relación con las partes interesadas.

En este contexto, el objetivo de esta investigación es examinar si las políticas de estrategia social adoptadas en las instituciones financieras, medidas a través de su desempeño ASG, pueden crear, destruir o no afectar significativamente al valor de la empresa, contribuyendo o no a la generación del llamado valor compartido en la empresa (Porter y Kramer, 2011). Con ese fin, empleamos una muestra de 166 bancos pertenecientes a 31 países durante el período 2010–2015, en el que se

superaron las turbulencias debidas a la crisis de las hipotecas de alto riesgo y la quiebra de *Lehman Brothers*, y la implementación de prácticas de RSC en los bancos se habían consolidado. De esta manera, pretendemos reflejar una perspectiva global sobre la relación entre el desempeño ASG y la creación de valor para los accionistas. Sin embargo, también consideramos que es esencial distinguir entre países. Específicamente, presentamos evidencia de diferencias dependiendo del sistema legal, el nivel de desarrollo del mercado y el área geográfica.

Nuestros hallazgos nos permiten profundizar en el conocimiento del proceso de generación de valor, no sólo para los accionistas, sino también para la sociedad en el área específica de la industria bancaria, y suponen un argumento de legitimación interna para los gerentes de estas empresas para aumentar la inclusión de los aspectos ASG en su gestión estratégica.

El resto del documento está organizado de la siguiente manera. La Sección 2 presenta la revisión de la literatura sobre actividades socialmente responsables y creación de valor en la industria bancaria. La Sección 3 describe la base de datos y la Sección 4 la metodología empleada en esta investigación empírica. La sección 5 presenta los resultados empíricos. Finalmente, la Sección 6 contiene las conclusiones generales del estudio.

3. Revisión de la literatura

La cuestión de si las empresas deben incorporar prácticas de responsabilidad social en sus estrategias de gestión diseñadas para cumplir con las expectativas de sus diferentes partes interesadas lleva a posiciones teóricas a favor y en contra. Por un lado, tenemos la posición neoclásica, defendida por Friedman (1970), que argumenta que la responsabilidad de la empresa es utilizar sus recursos en actividades destinadas a maximizar sus ganancias, actuando de acuerdo con las reglas básicas de la sociedad incorporadas en la ley y las costumbres éticas. Por lo

tanto, la función social de la empresa debe limitarse al valor de los resultados obtenidos, que no debe ser inferior a los recursos utilizados. Esto se logra cuando las empresas maximizan sus ganancias o cuando maximizan el valor del capital de los propietarios o accionistas. Por lo tanto, la conclusión es que las empresas deberían maximizar ese valor. Cuando esto se logre, la contribución de la empresa a la sociedad se optimizará según Friedman (1970). Esto implica que cualquier otra actividad que evite que la empresa maximice el valor para el accionista se considerará inaceptable, ya que se incurrirá en una mala asignación de recursos.

La posición neoclásica, por lo tanto, sostiene que la administración de la empresa sólo debe preocuparse por los intereses de sus propietarios o accionistas. En contraste con esta posición, está la llamada teoría de las partes interesadas, desarrollada por Freeman (1984), que considera que la empresa no sólo pertenece a una de las partes (propietario o accionista) sino que debe entenderse considerando la pluralidad de agentes involucrados en ella y, por lo tanto, eso lo hace posible. En este sentido, el objetivo de la empresa no debe ser maximizar el valor para el accionista, sino que la empresa debe crear valor para todos los interesados, incluidos los empleados, los consumidores, las comunidades locales, los recursos naturales o ambientales, etc.

Siguiendo esta teoría, algunos autores como Post, Preston y Sachs (2002) argumentan que las empresas deben aplicar los aspectos sociales, ambientales y de gobierno corporativo que sean necesarios, independientemente de los costes incurridos o los ingresos que generan. Por otro lado, otros autores como Porter y Kramer (2011) sostienen que el objetivo de la empresa debe seguir siendo la maximización del valor para los accionistas, al mismo tiempo que sea posible incorporar medidas de gobierno social, ambiental y corporativo en la gestión, considerando esto en términos de creación de valor compartido para la empresa y la sociedad. Por lo tanto, es importante saber si estas medidas son rentables para la empresa, en el sentido de que permiten maximizar el valor para los accionistas.

Sin embargo, antes de realizar el análisis empírico, es necesario exponer las diferentes alternativas que podrían existir en términos de la relación entre el desempeño ASG y la creación de valor, así como las hipótesis en las que se basan estos posibles enlaces. Para ello, recurrimos al marco conceptual desarrollado por Preston y O'Bannon (1997) y posteriormente extendido por Gómez (2008) para resumir los fundamentos teóricos de la relación entre el desempeño social y financiero.

Específicamente, según Preston y O'Bannon (1997), existen dos hipótesis alternativas para explicar el posible impacto de las actividades ASG en la creación de valor. Por un lado, un resultado positivo se explicaría por la hipótesis del impacto social que establece que cuando la empresa puede gestionar eficazmente las relaciones con sus grupos de interés, obtendrá una ventaja competitiva que le permitirá generar valor para la empresa a lo largo del tiempo (Freeman, 1984). Por otro lado, la hipótesis de compensación explicaría un resultado negativo, que argumenta que los altos costes de las acciones de responsabilidad social significan una reducción significativa en las ganancias de las empresas y las pone en desventaja en comparación con otras que impedirán generar valor para el accionista (Friedman, 1962; Friedman, 1970; Aupperle *et al.*, 1985).

Finalmente, Gómez (2008) agrega la hipótesis de moderar variables para explicar la neutralidad o falta de significación encontrada en la relación entre ambas variables en base a otras variables explicativas que podrían estar moderando esta relación. Por lo tanto, Gómez (2008) considera que el análisis multivariado es el marco más apropiado para discernir entre las hipótesis antes mencionadas. En el contexto de la literatura que acabamos de mencionar, nuestro objetivo es analizar qué tipo de relación existe entre el desempeño ASG y la creación de valor, también para el caso de las instituciones financieras.

La evidencia empírica previa para la industria bancaria presenta resultados no concluyentes. Inicialmente, Simpson y Kohers (2002) proporcionaron evidencia de

una relación positiva y significativa entre las actividades de RSC y el desempeño de la empresa. Sin embargo, más recientemente, Soana (2011) concluyó que no existe un vínculo estadísticamente significativo entre las dos medidas de rendimiento para una muestra de bancos italianos. Más recientemente, Wu y Shen (2013) observaron, sobre la base de una muestra de 162 bancos de 22 países que cubren el período 2003–2009, que la RSC está positivamente asociada con el desempeño financiero en términos de rentabilidad de los activos, rentabilidad del capital, beneficios netos y beneficios no financieros. Por el contrario, la RSC se asocia negativamente con préstamos improductivos. Shen *et al.* (2016), por otro lado, analizaron 65 bancos socialmente responsables correspondientes a 18 países durante el período 2000–2009. Los resultados revelan que los bancos socialmente responsables tienen un desempeño financiero significativamente mayor que los bancos no socialmente responsables. Mientras tanto, Cornett *et al.* (2016) analizaron la relación entre la RSC y el desempeño financiero en los bancos estadounidenses durante la crisis financiera. Sus resultados indican que los bancos más grandes realizan significativamente más actividades de RSC que los bancos más pequeños. Además, Esteban-Sánchez *et al.* (2017) analizaron el efecto de diferentes dimensiones de la RSC en el desempeño financiero de 154 bancos en 22 países, antes y durante los años de crisis financiera obteniendo resultados mixtos, dependiendo de la dimensión analizada.

Como se indicó en la sección introductoria, en este estudio tomamos en cuenta las tres dimensiones modernas básicas de la RSC: la dimensión ambiental, social y de gobierno corporativo. Es necesario señalar la importancia del desempeño ambiental para los accionistas y otras partes interesadas. Muchas de las decisiones de estas partes interesadas podrían basarse en los aspectos ambientales de los servicios ofrecidos. Por lo tanto, existe una presión creciente que obliga a los bancos a cambiar sus sistemas de gestión para satisfacer estas demandas crecientes. Mientras tanto, aunque es cierto que la industria bancaria no puede generar serios problemas de contaminación ambiental, también es cierto que se pueden lograr grandes ahorros

Desempeño ASG y creación de valor para el accionista en la industria bancaria: Diferencias internacionales

en la facturación de electricidad, agua, combustible y el uso de papel, entre otros, si se toman medidas correctivas para la mejora ambiental (Jeucken, 2010). En este sentido, es necesario destacar los trabajos de Jo *et al.* (2015), Finger *et al.* (2018), y Laguir *et al.* (2018), quienes analizaron estrictamente la creación de valor a través de las actividades ambientales realizadas por los bancos. Concretamente, Jo *et al.* (2015) examinaron si la responsabilidad ambiental corporativa desempeña un papel en la mejora del rendimiento operativo en el sector de servicios financieros de 29 países. Sus resultados muestran que la reducción de los costes ambientales requiere al menos uno o dos años para mejorar el desempeño financiero, siendo el proceso más rápido en los mercados desarrollados y el más lento en los mercados emergentes. Finger *et al.* (2018), que también distinguieron entre bancos de países desarrollados y emergentes, analizaron el efecto de la adopción de los Principios de Ecuador sobre el desempeño financiero de los bancos. Sus resultados muestran que en los países desarrollados (emergentes), la adopción de los Principios del Ecuador está asociada con un aumento (disminución) de la actividad financiera y la participación de los ingresos por intereses. También indican que estos resultados muestran que la adopción de los Principios del Ecuador es una decisión estratégica para los bancos en los países emergentes y una forma de lavado ecológico en los países desarrollados. Mientras tanto, Laguir *et al.* (2018) se centraron en el sector bancario francés y documentan que el desempeño ambiental y financiero de los bancos se refuerza mutuamente, lo que sugiere que existe una compleja relación bidireccional entre ambas magnitudes.

El desempeño social, por otro lado, se refiere a cómo la organización trata a sus empleados, la comunidad y el cliente, a través de la responsabilidad en sus productos y servicios. En este sentido, destacan los trabajos de Simpson y Kohers (2002), Soana (2011) y Esteban-Sánchez *et al.* (2017). Concretamente, Simpson y Kohers (2002) observaron que los bancos que están más involucrados con la comunidad en la que operan logran un mayor rendimiento financiero. Por otro lado, Soana (2011) observó una relación positiva entre la relación coste/ingreso por empleado y la

relación valor en libros/valor de mercado de los bancos italianos analizados. Mientras tanto, Esteban-Sánchez *et al.* (2017) observaron que los bancos con mejores relaciones con los empleados tienen un mejor desempeño financiero. Sin embargo, también señalan que la dimensión de responsabilidad social del producto no influyó positivamente en el desempeño financiero.

Finalmente, con el término gobierno corporativo, nos referimos a cómo se ejerce el poder y cómo se toman las decisiones en un banco que garantiza que los miembros de su junta directiva y ejecutivos actúen en el mejor interés de sus accionistas a largo plazo (Jamali *et al.*, 2008). Además, el gobierno corporativo es una dimensión importante de la RSC que garantiza la rendición de cuentas, el cumplimiento y la transparencia. Por lo tanto, la gobernanza responsable implica reducir los problemas de agencia con las partes interesadas de carácter financiero (Hill y Jones, 1992). En este ámbito, los estudios para la industria bancaria son más escasos. Primero destacamos el trabajo de Soana (2011), que encontró un vínculo positivo entre el gobierno corporativo y el desempeño de los activos de los bancos italianos analizados. En segundo lugar, destacamos el trabajo de Esteban-Sánchez *et al.* (2017) que también observaron una relación positiva entre el gobierno corporativo y el desempeño financiero para una muestra de bancos de diferentes países, antes y durante la crisis financiera.

Definitivamente, debemos señalar que, a diferencia de la evidencia empírica previa, el objetivo de esta investigación es estudiar el efecto sobre la creación de valor para el accionista del desempeño ASG de un grupo de bancos que cotizan en diferentes mercados bursátiles en un período posterior a la crisis financiera, en el que el cumplimiento de las prácticas de RSC está más consolidado ya que, después de la crisis, todos los interesados han comenzado a dar más importancia al impacto de la industria bancaria en la sociedad. Además, analizamos si los resultados se mantienen cuando distinguimos por grupos de países de acuerdo con el nivel de desarrollo del mercado de valores, el sistema legal y el área geográfica.

4. Base de datos

La muestra de esta investigación empírica consiste en 166 bancos que cotizan en 31 mercados bursátiles de 2010 a 2015, y para los cuales existe información financiera y de RSC extraída de la base de datos Thomson Reuters Eikon (Ferrero-Ferrero *et al.*, 2016; Sanches García *et al.*, 2017; Miralles-Quirós *et al.*, 2018; Yoon *et al.*, 2018). Estas dimensiones de serie temporal y sección cruzada se han seleccionado para obtener una base de datos de panel tanto heterogénea como balanceada que nos permita obtener resultados concluyentes.

Concretamente, empleamos el desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo (ASG) calculado por Thomson Reuters Eikon para cada banco. Esta base de datos calcula estas puntuaciones como el promedio ponderado de las puntuaciones alcanzadas en más de 70 indicadores clave de rendimiento calculados a partir de más de 400 puntos de observación. Estas variables se incluyen en el modelo individualmente, con el objetivo de analizar el valor de mercado de cada uno de estos pilares ASG.

Más específicamente, la variable ambiental mide la contribución de los bancos en términos de minimizar los recursos, reducir las emisiones y la innovación de productos. La variable de desempeño social mide las acciones de RSC adoptadas por los bancos en relación con proporcionar a los clientes productos y servicios financieros que integren principios éticos, su compromiso con la comunidad y empleados que creen un ambiente de trabajo saludable y seguro, respetando la diversidad y los derechos humanos. y brindando igualdad de oportunidades. Mientras tanto, el desempeño del gobierno corporativo mide si los bancos incluyen los valores de RSC en su visión general y estrategia de la empresa, en sus procesos de toma de decisiones y en sus prácticas de comunicación en términos de elaboración y divulgación de informes de sostenibilidad.

Es necesario señalar la importancia del desempeño ambiental para los inversores y otras partes interesadas. Muchas de las decisiones de estos interesados podrían basarse en los aspectos ambientales de los servicios ofrecidos. Por lo tanto, existe una presión cada vez mayor que obliga a los bancos a cambiar sus sistemas de gestión para satisfacer estas demandas crecientes. Mientras tanto, aunque es cierto que la industria bancaria puede no generar serios problemas de contaminación ambiental, también es cierto que se pueden lograr grandes ahorros en la facturación de electricidad, agua, combustible y el uso de papel, entre otros, si es correctivo. Se adoptan medidas de mejora ambiental (Jeucken, 2010).

En la Tabla 1 mostramos el número de bancos que figuran en cada mercado de valores para los cuales hay información disponible sobre su desempeño ASG. Como podemos ver, Europa es el área geográfica con los bancos socialmente más responsables, con 64 del total de bancos comerciales cotizados con prácticas de RSC, seguido de Asia con 46, América del Norte con 33, América del Sur con 13, Australia con 6, y , finalmente, Sudáfrica con 4. En consecuencia, si filtramos por mercado, aquel con mayor número de bancos socialmente más responsables cotizados es Estados Unidos con 25, seguido de Japón con 21 y China e Italia con 10. En los mercados restantes, el número de los bancos comerciales cotizados con prácticas de RSC es menor o igual a 8.

En la Tabla 1 también presentamos el rendimiento promedio ASG de cada banco para los años 2010 y 2015. Cabe señalar que Thomson Reuters Eikon proporciona una puntuación anual para cada compañía de entre 0 y 100 puntos. Esto nos permite identificar rápida y fácilmente las fortalezas ASG (50–100 puntos) o las debilidades ASG (0–49 puntos) de cada institución financiera (Miralles-Quirós *et al.*, 2018). En relación con el rendimiento promedio ASG de estos bancos, debemos destacar que en casi todos los casos, los parámetros ambientales y sociales son más altos que los de gobierno corporativo. Además, en casi todos los casos, estos parámetros son más altos en 2015 que en 2010. Esto nos indica que ha habido un aumento promedio en la

Desempeño ASG y creación de valor para el accionista en la industria bancaria:
Diferencias internacionales

implementación de prácticas de RSC en la industria bancaria durante los años de estudio.

Tabla 1: Número de bancos según el país y desempeño ASG

	N° bancos	Desempeño Ambiental		Desempeño Social		Desempeño Gobierno Corporativo	
		2010	2015	2010	2015	2010	2015
África	4	86,26	91,64	89,19	89,76	66,80	50,06
Sudáfrica	4	86,26	91,64	89,19	89,76	66,80	50,06
América del Norte	33	56,06	63,36	63,66	68,71	73,99	69,24
Canadá	8	77,61	83,45	85,48	86,38	78,68	66,77
Estados Unidos	25	34,51	43,28	41,84	51,04	69,31	71,71
América del Sur	13	48,36	68,94	51,70	68,71	26,93	28,97
Brasil	6	73,72	76,2	85,73	87,66	39,04	34,53
Chile	3	52,81	63,49	46,82	68,46	12,53	16,28
Colombia	1	35,00	82,42	32,90	71,17	41,81	49,72
México	3	31,91	53,64	41,34	47,55	14,32	15,34
Asia	46	44,76	63,13	46,68	60,41	28,69	37,06
China	10	40,55	59,64	42,51	53,64	30,97	41,00
Hong Kong	4	76,66	85,05	66,00	86,2	58,55	72,43
India	8	32,01	66,28	38,93	57,16	19,14	41,86
Japón	21	37,47	42,39	29,29	35,97	10,22	8,48
Rusia	3	37,11	62,28	56,65	69,09	24,57	21,52
Europa	64	71,40	75,65	72,26	76,61	52,84	55,02
Alemania	2	94,13	92,41	92,96	91,79	68,91	53,76
Austria	2	84,16	90,41	73,41	73,62	40,00	47,8
Bélgica	1	61,43	46,8	52,62	48,21	42,92	40,94
Dinamarca	3	39,32	49,89	41,79	55,95	32,44	35,98
España	6	87,50	91,29	92,60	93,14	76,58	68,90
Francia	3	92,73	93,05	89,33	92,25	76,44	83,09
Holanda	1	91,58	93,7	92,93	95,48	91,13	85,07
Hungría	1	88,39	76,59	93,54	90,57	29,40	25,93
Irlanda	3	76,46	60,2	59,85	59,91	77,69	76,26
Italia	10	47,72	60,93	58,56	69,14	44,56	44,51
Noruega	1	91,90	91,76	96,36	93,27	54,22	57,73
Polonia	7	28,89	49,19	39,80	58,85	18,39	32,90
Portugal	2	53,00	51,98	65,93	64,90	67,12	65,27
Reino Unido	5	93,28	93,14	92,55	91,07	81,63	85,57
República checa	1	69,39	83,92	60,65	75,97	12,53	21,90
Suecia	4	88,48	90,1	84,19	89,00	72,48	66,16
Suiza	6	52,67	61,72	57,4	59,6	46,22	55,89
Turquía	6	44,12	84,54	56,15	76,20	18,40	42,66
Oceanía	6	78,44	84,25	78,31	81,74	80,54	84,30
Australia	6	78,44	84,25	78,31	81,74	80,54	84,30
TOTAL	166	64,21	74,49	66,97	74,32	54,00	54,11

Nota: Elaboración propia.

5. Metodología

Para analizar el efecto de estas prácticas de RSC en la creación de valor para los accionistas, utilizamos una versión modificada del modelo propuesto por Yu y Zhao (2015) adaptada a la industria bancaria. Con ese fin, incluimos variables de control a nivel bancario y a nivel de país basadas en la literatura bancaria (Chih *et al.*, 2010; Wu y Shen, 2013; Hu y Scholtens, 2014; Shen *et al.*, 2016; Cornett *et al.*, 2016; Esteban-Sánchez *et al.*, 2017; Finger *et al.*, 2018):

$$Q_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{Log}(Tam)_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 \text{End}_{i,t} + \beta_4 \text{Tier}_{i,t} + \beta_5 \text{Log}(PIB)_{i,t} + \beta_6 \text{Amb}_{i,t} + \beta_7 \text{Soc}_{i,t} + \beta_8 \text{Gob}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

donde la variable dependiente es la Q de Tobin, que relaciona la valoración que hace el mercado sobre la capacidad de generar rentabilidad para el accionista (medida por la capitalización de mercado o el valor de mercado de la compañía) sobre el coste de reposición de los activos (es decir, el coste de adquirir la capacidad productiva de la empresa) aproximado por el valor de mercado del patrimonio y la deuda entre el valor contable de los activos. Por lo tanto, si la relación Q es mayor que uno, la empresa creará valor, ya que el mercado está llevando a cabo una valoración de la empresa por encima del coste de reposición de sus activos. De lo contrario, el valor se destruye. Como señala Jiao (2010), esta relación es la más adecuada para este tipo de estudio, ya que es una variable basada no sólo en datos históricos sino también en expectativas futuras. Esta es su principal ventaja con respecto a otras alternativas, como los índices de rentabilidad basados exclusivamente en la información proporcionada por los estados financieros de la empresa, que se están desplazando gradualmente en los estudios empíricos.

Además, para explicar la Q de Tobin, consideramos un conjunto de variables financieras que son muy comunes en el análisis de instituciones bancarias como el

tamaño del banco (Chih *et al.*, 2010; Wu y Shen, 2013; Hu y Scholtens, 2014; Shen *et al.*, 2016; Cornett *et al.*, 2016; Finger *et al.*, 2018), el rendimiento de los activos (Chih *et al.*, 2010; Hu y Scholtens, 2014; Shen *et al.*, 2016), el nivel de endeudamiento (Wu y Shen, 2013; Yu y Zhao, 2015; Shen *et al.*, 2016; Esteban-Sánchez *et al.*, 2017), el ratio Tier1 (Hill y Jones, 1992; Cornett *et al.*, 2016; Finger *et al.*, 2018) y el Producto Interno Bruto (PIB) del país donde se encuentran la sede social de los bancos (Chih *et al.*, 2010; Wu y Shen, 2013; Hu y Scholtens, 2014; Shen *et al.*, 2016). Más concretamente, $Log(Tam)$ es la cantidad anual del activo total de cada compañía expresada en logaritmos que controla por posibles efectos de escala; el ratio ROA se refiere al rendimiento de los activos y se calcula a partir del cociente entre el resultado antes de intereses e impuestos y los activos totales, controlando el momento económico por el que atraviesa la empresa; End se refiere al ratio de endeudamiento, calculado a partir del cociente entre la deuda total y los activos totales, y controla el impacto de la estructura de capital del banco (el mayor endeudamiento de un banco crea riesgos que pueden afectar sus perspectivas de crecimiento); $Tier1$ se refiere al índice de capital, calculado a partir del índice entre la provisión para deudores incobrables y el total de préstamos otorgados, controlando la calidad de los activos (un aumento en este índice favorece la sobrevaluación en el mercado de valores de las instituciones bancarias); $Log(PIB)$ es el PIB expresado en logaritmos del país donde se ubican la sede social del banco y, por lo tanto, se cotizan en sus respectivos mercados bursátiles. Es preciso indicar que $Log(Tam)$ y $Log(PIB)$ se han convertido a dólares estadounidenses aplicando el tipo de cambio de la fecha de cierre del año al que se refieren. Finalmente, consideramos tres variables adicionales que no están relacionadas con los estados financieros de las compañías que forman parte de la muestra, sino con sus prácticas de RSC, como describimos en la sección anterior. Antes de presentar los resultados empíricos, mostramos en la Tabla 2 el resumen estadístico de las variables en estudio.

Tabla 2: Estadísticos descriptivos

<i>Panel A: Estadísticos básicos</i>									
	Q Tobin	Tam	ROA	End	Tier1	PIB	Amb	Soc	Gob
Media	1,24	18,94	1,09	20,84	12,38	7,67	60,20	60,69	50,95
Máximo	5,50	21,91	9,63	65,72	41,62	9,80	95,08	97,54	97,49
Mínimo	0,15	14,45	-5,78	0,00	4,30	5,22	8,59	3,95	1,15
Desv. típica	0,67	1,52	0,97	13,19	3,25	1,32	32,91	30,52	29,21
<i>Panel B: Matriz de correlaciones</i>									
	Q Tobin	Tam	ROA	End	Tier1	PIB	Amb	Soc	Gob
Q Tobin	1								
Tam	-0,22	1							
ROA	0,46	0,18	1						
End	-0,13	0,16	0,08	1					
Tier1	0,11	0,09	0,13	0,06	1				
PIB	-0,20	0,07	0,08	0,26	0,12	1			
Amb	0,06	0,63	0,03	0,23	0,05	0,30	1		
Soc	0,04	0,55	0,10	0,30	0,07	0,34	0,87	1	
Gob	0,08	0,37	0,07	0,15	0,09	0,03	0,51	0,52	1

Esta tabla presenta los estadísticos descriptivos (media, máximo, mínimo y desviación típica) y la matriz de correlaciones de las variables financieras (Q de Tobin, tamaño, ROA, nivel de endeudamiento, ratio Tier1 y Producto Interior Bruto) y de desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo.

Concretamente, el Panel A muestra los estadísticos descriptivos. Con respecto a los estadísticos descriptivos de las medidas de desempeño ASG, se observa que, en promedio, estos bancos tienen una puntuación de 60,20 puntos de 100 por desempeño ambiental, 60,69 por desempeño social y 50,95 por desempeño de gobierno corporativo, con una desviación típica de 32,91, 30,52 y 29,21 respectivamente. Los promedios de las variables relacionadas con la RSC permanecen por encima del 50% y no superan el 70%, lo que indica que, en promedio, los bancos tienen buenas prácticas de responsabilidad social pero no excelentes. Finalmente, con respecto a la información proporcionada por la matriz de correlaciones (Panel B), es evidente que

existe una alta correlación entre las calificaciones de los componentes de RSC, siendo la más relevante la de la dimensión social con la ambiental. Otro resultado preliminar es que estas variables ASG tienen una correlación positiva con las financieras.

6. Resultados empíricos

A continuación presentamos los resultados obtenidos de las estimaciones descritas en la sección anterior. Inicialmente, mostramos los resultados para toda la muestra (Tabla 3). Posteriormente, analizamos los resultados de las estimaciones considerando el tipo de mercados donde se encuentran los bancos, diferenciando entre mercados desarrollados y emergentes (Tabla 4), considerando el sistema legal, distinguiendo entre los países de derecho común y civil (Tabla 5), y, por último, consideramos las zonas geográficas distinguiendo entre bancos europeos y estadounidenses (Cuadro 6).

Los estudios empíricos que comparan el efecto de las actividades de RSC en el desempeño de la empresa en los mercados desarrollados y emergentes son escasos, especialmente en la industria bancaria (Finger *et al.*, 2018). La literatura reciente sobre RSC señala que se sabe poco sobre las prácticas de RSC en los mercados emergentes y destaca la necesidad de más investigación en esta área, dadas las diferencias en los mercados desarrollados en términos de capitalización, liquidez o acceso de inversores extranjeros. No ha sido posible en el pasado debido al hecho de que, hasta hace muy poco, no se disponía de datos confiables y sostenibles sobre las empresas que cotizan en los mercados emergentes (Miralles-Quirós *et al.*, 2018). Sin embargo, seguimos a McWilliams *et al.* (2006) quienes señalan que es esencial estudiar una perspectiva global, así como diferenciar entre los mercados desarrollados y emergentes.

Mientras tanto, teniendo en cuenta la literatura previa (La Porta *et al.*, 1999; La Porta *et al.*, 2000; La Porta *et al.*, 2008; Chih *et al.*, 2010; Liang y Renneboog, 2017), creemos que es importante resaltar las diferencias legislativas entre países. Como La Porta *et al.* (1999, 2000, 2008) argumentan, los sistemas legales basados en el derecho común, como Australia, Canadá, Estados Unidos, Hong Kong, Irlanda y Reino Unido, son sistemas más orientados a la discreción que respaldan los resultados del mercado privado, imponen menos restricciones *ex ante* a los directores y favorecen la protección de los accionistas. Por el contrario, los sistemas legales basados en el derecho civil, como los de Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Holanda, Italia, Japón, Noruega, Portugal y Suecia, se caracterizan por una participación gubernamental significativa en las estructuras corporativas y por tener una legislación que protege al trabajador. Más recientemente, Liang y Renneboog (2017) descubrieron que la calificación de RSC de una empresa y el origen legal de su país están fuertemente correlacionados. Más concretamente, señalan que las compañías en los países de derecho común tienen calificaciones más bajas de RSC que las compañías en países de derecho civil, en las cuales los gerentes tienen más probabilidades de tomar decisiones a favor de los empleados y otras partes interesadas, en detrimento de los accionistas. Además, Chih *et al.* (2010), quienes analizaron los determinantes de la RSC en la industria bancaria, consideran el origen del sistema legal de cada país porque los resultados empíricos pueden sufrir un sesgo de endogeneidad. Por lo tanto, siguiendo a estos autores, consideramos altamente relevante analizar si nuestros resultados iniciales persisten cuando analizamos por separado ambos grupos de países.

Finalmente, como McWilliams *et al.* (2006) y Finger *et al.* (2018) señalan, gran parte de la literatura existente sobre el efecto de las prácticas de RSC en el desempeño de las empresas se basa en América del Norte o Europa. Además, Amel-Zadeh y Serafeim (2018) indican, según una encuesta global, que existen diferencias significativas entre los inversores europeos y norteamericanos en términos de su

Desempeño ASG y creación de valor para el accionista en la industria bancaria:
Diferencias internacionales

valoración del rendimiento ASG. Por estas razones, también consideramos interesante analizar por separado estas dos áreas geográficas.

Tabla 3: Efecto del desempeño ASG en la creación de valor para los accionistas

Intercepto	2,713 *** (0,00)
Tamaño	-0,067 *** (0,00)
ROA	0,325 *** (0,00)
Endeudamiento	-0,010 *** (0,00)
Tier1	0,007 *** (0,00)
PIB	-0,092 *** (0,00)
Desempeño ambiental	0,002 *** (0,00)
Desempeño social	-0,002 ** (0,01)
Desempeño de gobernanza	0,004 ** (0,00)
R^2 ajustado	0,581
F estadístico	141,81
p -valor	(0,00)
Nº de observaciones	996

Esta tabla muestra los resultados del análisis del efecto del desempeño ASG en la creación de valor para los accionistas en una muestra de 166 bancos de 31 países durante el período 2010-2015 después de controlar por el tamaño del banco, el rendimiento de los activos, el apalancamiento, el ratio Tier1 y el Producto Interno Bruto. del país donde se encuentra la sede del banco. Las últimas filas incluyen los estadísticos R^2 ajustado y test F de significatividad conjunta. Entre paréntesis están los p -valores, indicativos de la significatividad de cada coeficiente y el test F . Finalmente, presentamos el total de observaciones del panel. *** y ** representan los niveles de significatividad del 1% y 5%, respectivamente.

Como podemos ver en la Tabla 3, existe una relación positiva y significativa entre el desempeño ambiental y de gobierno corporativo de los bancos con la Q de

Tobin y, por lo tanto, en la creación de valor para los accionistas, después de controlar el tamaño del banco, el rendimiento de los activos, el apalancamiento, el ratio de capital y el PIB del país. Además, como se esperaba, existe una relación significativa y negativa entre el tamaño y el apalancamiento de un banco con la creación de valor para el accionista, así como la riqueza de un país medida por el PIB. Por otro lado, existe una relación significativa y positiva entre las variables financieras restantes con la creación de valor para los accionistas. Finalmente, la especificación correcta del modelo se ha demostrado a través del estadístico F que prueba la importancia conjunta de las variables explicativas, y el R^2 ajustado que indica el porcentaje de variabilidad de la variable dependiente explicado por las variables explicativas incluidas en el modelo.

Como se indicó anteriormente, existe una gran presión por parte de las partes interesadas financieras para adaptar los sistemas de gestión de los bancos e incorporar aspectos ambientales. Como consecuencia, existe una correlación positiva y significativa del desempeño ambiental con la Q de Tobin como medida de creación de valor para los accionistas.

Al mismo tiempo, nuestros resultados respaldan a Jamali et al. (2008) cuando argumentan que el gobierno corporativo es una dimensión importante de la RSC que garantiza la rendición de cuentas, el cumplimiento y la transparencia e implica una reducción en los costes de agencia para las partes interesadas financieras. Es por eso que hay un impacto positivo y significativo en la Q de Tobin cuando el banco que cotiza tiene una puntuación más elevada de desempeño de gobierno corporativo.

Por el contrario, el desempeño social, que mide el compromiso y la efectividad de un banco para generar confianza y lealtad con sus empleados, clientes y la sociedad en general, no tiene una relación directa con las partes interesadas financieras del banco. Esa podría ser la razón por la cual la valoración que los accionistas hacen en los mercados de valores de esta medida es significativa y negativa. Este resultado implica que las prácticas responsables en términos de

Desempeño ASG y creación de valor para el accionista en la industria bancaria:
Diferencias internacionales

calidad, seguridad, diversidad e igualdad de oportunidades en el empleo, la preocupación por los derechos humanos, así como la calidad y seguridad en productos y servicios, entre otros, reducen el valor de mercado de la empresa.

Tabla 4: Efecto del desempeño ASG en la creación de valor para los accionistas en los mercados desarrollados y emergentes

	Mercados desarrollados	Mercados emergentes
Intercepto	2,908 *** (0,00)	3,960 *** (0,00)
Tamaño	-0,090 *** (0,00)	-0,105 *** (0,00)
ROA	0,299 *** (0,00)	0,274 *** (0,00)
Endeudamiento	-0,010 *** (0,00)	-0,012 (0,00)
Tier1	0,021 *** (0,00)	-0,030 *** (0,00)
PIB	-0,091 *** (0,00)	-0,072 ** (0,04)
Desempeño ambiental	0,000 (0,44)	0,008 *** (0,00)
Desempeño social	0,000 (0,30)	-0,008 *** (0,00)
Desempeño de gobernanza	0,004 *** (0,00)	0,003 ** (0,01)
R^2 ajustado	0,57	0,45
F estadístico	99,07	24,77
p -valor	(0,00)	(0,00)
Nº de observaciones	678	318

Esta tabla muestra los resultados del análisis del efecto del desempeño ASG en la creación de valor para los accionistas distinguiendo entre los mercados desarrollados y emergentes, y después de controlar por el tamaño, rendimiento de los activos, apalancamiento, Tier 1 y el Producto Interno Bruto del país donde los bancos tienen su sede central. Las últimas filas incluyen los estadísticos R^2 ajustado y test F de significatividad conjunta. Entre paréntesis están los p -valores, indicativos de la significatividad de cada coeficiente y el test F . Finalmente, presentamos el total de observaciones del panel. *** y ** representan los niveles de significatividad del 1% y 5%, respectivamente.

Definitivamente, estos resultados revelan que no existe homogeneidad en la relevancia del valor de las prácticas ambientales, sociales y de gobierno corporativo adoptadas por los bancos seleccionados durante todo el período de la muestra. Por lo tanto, es necesario realizar pruebas adicionales para proporcionar algunos resultados concluyentes.

Además, somos conscientes de que toda nuestra muestra es muy heterogénea. Por esa razón, proporcionamos los resultados después de dividir esta muestra completa en dos submuestras, teniendo en cuenta si los bancos cotizan en un mercado desarrollado o emergente. Como podemos ver en la Tabla 4, en los mercados desarrollados, el desempeño del gobierno corporativo tiene una relación positiva y significativa con los beneficios a largo plazo de los bancos, medidos por la Q de Tobin, aunque no lo observamos para las variables sociales y ambientales. Mientras tanto, en los mercados emergentes, las variables ambientales y de gobierno corporativo son las que tienen una relación positiva y significativa con la creación de valor para el accionista, mientras que la social tiene una correlación negativa y significativa. Con respecto a esto último, existe una fuerte diferencia entre las entidades bancarias en los mercados desarrollados y las de los mercados emergentes cuando analizamos la relación entre la variable ambiental y la Q de Tobin. Estas diferencias pueden deberse al hecho de que muchos bancos que cotizan en mercados emergentes y los mercados de transición están bajo presión para gestionar mejor el riesgo derivado de los pasivos ambientales (Eco Fact, 2002). Por lo tanto, se espera que aumente la presión sobre los bancos que no cuentan con sistemas de gestión ambiental para comenzar a tomar medidas para mejorar la gestión de la variable ambiental. Además, como indican Schmidheiny y Zorraquin (2006), en los países en desarrollo, las instituciones financieras están limitadas por una aguda escasez de experiencia en la gestión del riesgo ambiental y la falta de conocimiento sobre tecnologías eco-eficientes.

Tabla 5: Efecto del desempeño ASG en la creación de valor para los accionistas en los países de derecho común y en los países de derecho civil

	Países de derecho común	Países de derecho civil
Intercepto	4,833 *** (0,00)	2,145 *** (0,00)
Tamaño	-0,207 *** (0,00)	0,024 (0,73)
ROA	0,428 *** (0,00)	0,281 *** (0,00)
Endeudamiento	0,002 (0,17)	-0,009 *** (0,00)
Tier1	0,010 (0,14)	-0,001 (0,74)
PIB	-0,069 *** (0,00)	-0,215 *** (0,00)
Desempeño ambiental	0,007 *** (0,00)	0,002 ** (0,04)
Desempeño social	0,002 ** (0,03)	-0,004 *** (0,00)
Desempeño de gobernanza	-0,002 ** (0,04)	0,003 *** (0,00)
R^2 ajustado	0,67	0,86
F estadístico	80,63	405,31
p -valor	(0,00)	(0,00)
Nº de observaciones	378	618

Esta tabla muestra los resultados del análisis del efecto del desempeño ASG en la creación de valor para los accionistas distinguiendo entre países de derecho común y países de derecho civil, y después de controlar por el tamaño, rendimiento de los activos, apalancamiento, Tier 1 y el Producto Interno Bruto del país donde los bancos tienen su sede central. Las últimas filas incluyen los estadísticos R^2 ajustado y test F de significatividad conjunta. Entre paréntesis están los p -valores, indicativos de la significatividad de cada coeficiente y el test F . Finalmente, presentamos el total de observaciones del panel. *** y ** representan los niveles de significatividad del 1% y 5%, respectivamente.

Mientras tanto, en la Tabla 5, presentamos los resultados del modelo empírico basado en el sistema legal del país donde los bancos tienen su sede, distinguiendo entre países de derecho común y derecho civil. Como Aguilera *et al.* (2007) y Liang y Renneboog (2017) argumentan, la demanda de prácticas de RSC por parte de los interesados puede variar sustancialmente con el origen legal del país. A este

respecto, el desempeño social y ambiental tiene una correlación positiva y significativa con los bancos que operan en países de derecho común. Según lo indicado por Liang y Renneboog (2017), estas son prácticas voluntarias altamente valoradas por el mercado, pero no en países de derecho civil que tienen serios requisitos gubernamentales.

Definitivamente, en los bancos de los países de derecho común, existe un mayor interés en la gobernanza, la transparencia y la democratización de los actores sociales, económicos y públicos, en lugar de un mayor énfasis en la creación de una estructura económica y productiva a través del fortalecimiento institucional local, así como de una protección real de los recursos ambientales, que sí que existe en los países de derecho civil.

La Tabla 6 presenta los resultados obtenidos con el modelo de estimación propuesto considerando las zonas geográficas de Europa y América del Norte. Aunque ha habido avances importantes en términos de prácticas de RSC, al analizar los resultados de esta tabla, observamos que los parámetros sociales son notables por su correlación negativa y significativa con la Q de Tobin en Europa y América del Norte. Este enfoque de RSC busca un comportamiento de maximización de beneficios (Gómez, 2008), de tal manera que los objetivos sociales se mezclen con los objetivos económicos, en aspectos tales como la mejora de la eficiencia y la productividad a través de un aumento en la calidad de los factores de producción, procesos y productos y servicios, algo exigido por la sociedad que se convierte en un beneficio económico en sí mismo para la empresa.

Según una encuesta realizada por la Universidad de Hong Kong (CE, 2015), que compara los parámetros de RSC en Europa y América del Norte, en la clasificación que hace sobre el principal destino de las inversiones sociales tanto dentro como fuera del país, se aprecia que a nivel interno/nacional, los bancos europeos y norteamericanos están muy centrados en la creación de condiciones de no

Desempeño ASG y creación de valor para el accionista en la industria bancaria:
Diferencias internacionales

discriminación, el mantenimiento de la igualdad de oportunidades y la transparencia en los salarios.

**Tabla 6: Efecto del desempeño ASG en la creación de valor para los accionistas:
Europa vs Norte América**

	Europa	América del Norte
Intercepto	3,098 *** (0,00)	3,858 *** (0,00)
Tamaño	-0,055 *** (0,00)	0,026 (0,12)
ROA	0,161 *** (0,00)	0,188 *** (0,00)
Endeudamiento	-0,007 *** (0,00)	-0,014 *** (0,00)
Tier1	0,036 *** (0,00)	0,009 (0,21)
PIB	-0,203 *** (0,00)	-0,289 *** (0,00)
Desempeño ambiental	-0,000 (0,88)	-0,000 (0,60)
Desempeño social	-0,003 ** (0,02)	-0,003 *** (0,01)
Desempeño de gobernanza	0,004 *** (0,00)	-0,003 * (0,08)
R^2 ajustado	0,66	0,65
F estadístico	77,076	44,035
p -valor	(0,00)	(0,00)
Nº de observaciones	384	198

Esta tabla muestra los resultados del análisis del efecto del desempeño ASG en la creación de valor para los accionistas distinguiendo entre Europa y América del Norte, y después de controlar por el tamaño, rendimiento de los activos, apalancamiento, Tier 1 y el Producto Interno Bruto del país donde los bancos tienen su sede central. Las últimas filas incluyen los estadísticos R^2 ajustado y test F de significatividad conjunta. Entre paréntesis están los p -valores, indicativos de la significatividad de cada coeficiente y el test F . Finalmente, presentamos el total de observaciones del panel. ***, ** y * representan los niveles de significatividad del 1%, 5% y 10% respectivamente.

Si analizamos los parámetros de gobernanza, donde nos referimos a la propia gestión de la entidad, los derechos de los accionistas y su visión y estrategia (Cheng

et al., 2014; Marsat y Williams, 2014), Europa destaca con respecto a Norteamérica con un resultado positivo y significativo debido a la no importancia de este último.

7. Conclusiones

Hoy en día, la RSC se ha convertido en un requisito para todas las empresas y, por lo tanto, las partes interesadas lo exigen cada vez más, independientemente de su posible impacto positivo o negativo en el rendimiento de las empresas. Estas demandas son críticas en la industria bancaria, ya que es un elemento clave para el buen funcionamiento de la economía. En este sentido, las acciones socialmente responsables de los bancos son tomadas en cuenta no sólo por sus principales grupos de interés sino también por la sociedad en general. Además, debemos considerar el descrédito sufrido por estas entidades debido a la crisis económica pasada, que ha puesto en duda la reputación del sector financiero. En 2008, fuimos testigos de cómo uno de los sistemas financieros más sofisticados del mundo generó la peor crisis financiera mundial en las últimas décadas. Debido al colapso de los mercados de algunos países desarrollados, otros mercados, tanto en países desarrollados como en desarrollo, fueron inevitablemente arrastrados. Como resultado de esta crisis financiera mundial, existe un consenso creciente de que el sistema financiero no sólo debe ser sólido y estable, sino también sostenible.

Este trabajo tiene dos implicaciones principales en este contexto. El primero es contribuir a enriquecer la literatura existente sobre el impacto de las prácticas de RSC en el desempeño financiero de la empresa mediante el análisis del caso específico de la industria bancaria, utilizando una gran muestra de bancos en un período posterior a la crisis en el que la implementación de medidas de RSC ya están bastante extendidas ya que los gestores de estas compañías han tomado la debida conciencia sobre estos asuntos. La segunda implicación ha sido analizar el efecto diferenciado de las medidas ambientales, sociales y de gobierno corporativo.

Desempeño ASG y creación de valor para el accionista en la industria bancaria: Diferencias internacionales

Nuestros resultados generales revelan que no existe homogeneidad en la relevancia del valor de las prácticas ambientales, sociales y de gobierno corporativo adoptadas por los bancos seleccionados durante todo el período de la muestra. Más concretamente, observamos que existe una relación positiva y significativa del desempeño ambiental y de gobierno corporativo de los bancos con la Q de Tobin y, por lo tanto, con la creación de valor para los accionistas. Por otro lado, existe una correlación negativa y significativa del desempeño social de los bancos con la creación de valor para los accionistas.

Estos resultados revelan que existe una gran presión por parte de las partes interesadas de carácter financiero para adaptar los sistemas de gestión de los bancos e incorporar aspectos ambientales. Mientras tanto, nuestros resultados también revelan que el gobierno corporativo es una dimensión importante de RSC que garantiza la rendición de cuentas, el cumplimiento y la transparencia, e implica una reducción en los costes de agencia para las partes interesadas financieras. Por el contrario, también observamos que las prácticas responsables en términos de calidad, seguridad, diversidad e igualdad de oportunidades en el empleo, la preocupación por los derechos humanos, así como la calidad y seguridad en los productos y servicios, entre otros, reducen el valor de mercado de la empresa. Sin embargo, estos resultados persisten exclusivamente para los bancos que cotizan en mercados emergentes y bancos que tienen su sede en países de derecho civil. Por lo tanto, es necesario concluir que la relación entre el desempeño de ESG y la creación de valor para los accionistas de los bancos es compleja y necesita más investigación.

A pesar de esto, creemos que nuestros resultados legitiman a los gerentes de estas compañías para implementar estas medidas de RSC en sus sistemas de gestión. Sin embargo, estos resultados también revelan que el trabajo debe continuar en la búsqueda de la creación de valor compartido para el accionista y la sociedad en el sector bancario.

Las futuras líneas de investigación deben estar dirigidas a analizar el impacto directo en la creación de valor para el accionista y la sociedad de medidas más específicas de RSC interna y externa de los bancos, como las acciones adoptadas para contribuir a la satisfacción de los empleados o las acciones adoptadas contribuir a la reducción de emisiones contaminantes, respectivamente. También es necesario analizar diferencias alternativas entre los bancos, como su alcance internacional. De esta manera, podríamos profundizar aún más en los aspectos esenciales que estas empresas deben tener en cuenta para la creación de valor compartido y, por lo tanto, contribuir al desarrollo sostenible.

8. Referencias

- Aguilera, R.V.; Rupp, D.E.; Williams, C.A.; Ganapathi, J. (2007). Putting the S back in corporate social responsibility: A multilevel theory of social change in organizations. *Academy of Management Review*, 32(3), 836–863. <https://doi.org/10.2307/20159338>
- Allouche, J.; Laroche, P. (2005). Meta-analysis investigation of the relationship between corporate social and financial performance. *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, 57, 18–40.
- Amel-Zadeh, A.; Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysis Journal*, 74(3), 87–103. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>
- Aminia, M.; Bienstock, C.C. (2014). Corporate sustainability: An integrative definition and framework to evaluate corporate practice and guide academic research. *Journal of Cleaner Production*, 76, 12–19. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2014.02.016>

- Aupperle, K.E.; Carroll, A.B.; Hatfield, J.D. (1985). An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. *Academy of Management Journal*, 28(2), 446–463. <https://doi.org/10.2307/256210>
- Beck, T.; Demirgüç-Kunt, A.; Levine, R. (2010). Financial institutions and markets across countries and over time: The updated financial development and structure database. *World Bank Economic Review*, 24(1), 77–92. <https://www.jstor.org/stable/40647421>
- CE- Revista Innovación Social. (2015). Available online: <https://www.compromisoempresarial.com/rsc/2005/09/caracteristicas-de-la-responsabilidad-social-en-las-empresas-de-estados-unidos>
- Cheng, B.; Ioannou, I.; Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
- Chih, H.; Chih, H.H.; Chen, T. (2010). On the determinants of corporate social responsibility: International evidence on the financial industry. *Journal of Business Ethics*, 93, 115–135. <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0186-x>
- Cornett, M.M.; Erhemjants, O.; Tehranian, H. (2016). Greed or good deeds: An examination of the relation between corporate social responsibility and the financial performance of U.S. commercial banks around the financial crisis. *Journal of Banking and Finance*, 70, 137–159. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.04.024>

Coulson, A.B. (2009). How should banks govern the environment? Challenging the construction of action versus veto. *Business Strategy and the Environment*, 18, 149–161. <https://doi.org/10.1002/bse.584>

ECO: FACT. (2002). Environmental Management Systems and Risk Reduction in Developing Economies in Sustainable Business Investor—Worldwide (SBI). Available online: <http://www.scribd.com/doc/77357086/ECOFACT-Towards-Green-Banking>

Esteban-Sánchez, P.; de la Cuesta-González, M.; Paredes-Gazquez, J.D. (2017). Corporate social performance and its relation with corporate financial performance: International evidence in the banking industry. *Journal of Cleaner Production*, 162, 1102–1110. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.06.127>

Ferrero-Ferrero, I.; Fernández-Izquierdo, M.A.; Muñoz-Torres, M.J. (2016). The effect of the environmental, social and governance consistency on economic results. *Sustainability*, 8(10), 1005. <https://doi.org/10.3390/su8101005>

Finger, M.; Gavious, I.; Manos, R. (2018). Environmental risk management and financial performance in the banking industry: A cross-country comparison. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 52, 240–261. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2017.09.019>

Freeman, R.E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*; Pitman: Boston, MA, USA.

Friedman, M. (1962). *Capitalism and Freedom*; University of Chicago Press: Chicago, IL, USA.

- Friedman, M. A (1970). Friedman doctrine: The social responsibility of business is to increase its profits. *N. Y. Times Magazine*, 13, 32–33.
- Gómez, F. (2008). Responsabilidad social corporativa y performance financiero: Treinta y cinco años de investigación empírica en busca de un consenso. *Principios: Estudios de Economía Política*, 11, 5–24.
- Hassel, L.G.; Semenova, N. (2013). The Added Value of Environmental, Social and Governance Performance and Sustainable and Responsible Investment on Company and Portfolio Levels—What Can We Learn from Research? En: *CSR and Beyond—A Nordic Perspective*; Cappelen Damm Akademisk, Oslo, Norway.
- Hill, C.W.L.; Jones, T.M. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131–154. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1992.tb00657.x>
- Hu, V.; Scholtens, B. (2014). Corporate Social Responsibility Policies of Commercial Banks in Developing Countries. *Sustainable Development*, 22(4), 276–288. <https://doi.org/10.1002/sd.1551>
- Hurley, R.; Gong, X.; Wakar, A. (2014). Understanding the loss of trust in large banks. *International Journal of Bank Marketing*, 32(5), 348–366. <https://doi.org/10.1108/IJBM-01-2014-0003>
- Inoue, Y.; Lee, S. (2011). Effects of different dimensions of corporate social responsibility on corporate financial performance in tourism-related industries. *Tourism Management*, 32(4), 790–804. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2010.06.019>

- Jamali, D.; Safieddine, A.; Rabbath, M. (2008). Corporate governance and corporate social responsibility synergies and interrelationships. *Corporate Governance. An International Review*, 16(5), 443–459. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00702.x>
- Jeucken, M. (2010). *Sustainable Finance and Banking: The Financial Sector and the Future of the Planet*; Earthscan Publications: London, UK.
- Jiao, Y. (2010). Stakeholder welfare and firm value. *Journal of Banking and Finance*, 34(10), 2549–2561. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.04.013>
- Jo, H.; Kim, H.; Park, K. (2015). Corporate Environmental Responsibility and Firm Performance in the Financial Services Sector. *Journal of Business Ethics*, 131, 257–284. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2276-7>
- Laguir, I.; Marais, M.; El Baz, J.; Stekelorum, R. (2018). Reversing the business rationale for environmental commitment in banking: Does financial performance lead to higher environmental performance? *Management Decision*, 56(2), 358–375. <https://doi.org/10.1108/MD-12-2016-0890>
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the World. *Journal of Finance*, 54(2), 471–518. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R.W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3–27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)

Desempeño ASG y creación de valor para el accionista en la industria bancaria:
Diferencias internacionales

La Porta, R.; López-de-Silanes, F.; Shleifer, A. (2008). The economic consequence of legal origins. *Journal of Economic Literature*, 46, 285–332. <https://doi.org/10.1257/jel.46.2.285>

Lauesen, L.M. (2013). CSR in the aftermath of the financial crisis. *Social Responsibility Journal*, 9(4), 641–663. <https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2012-0140>

Liang, H.; Renneboog, L. (2017). On the foundations of Corporate Social Responsibility. *Journal of Finance*, 72(2), 853–910. <https://doi.org/10.1111/jofi.12487>

Martínez-Campillo, A.; Cabeza-García, L.; Marbella-Sánchez, F. (2013). Responsabilidad social corporativa y resultado financiera: Evidencia sobre la doble dirección de la causalidad en el sector de las cajas de ahorros. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 16(1), 54–68. <https://doi.org/10.1016/j.cede.2012.04.005>

Marsat, S.; Williams, B. (2014). Does the Market Value Social Pillar? *SSRN working paper*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2419387>

McWilliams, A.; Siegel, D.S.; Wright, P.M. (2006). Corporate social responsibility: Strategic implications. *Journal of Management Studies*, 43(1), 1–18. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2006.00580.x>

Miralles-Quirós, M.M.; Miralles-Quirós, J.L.; Valente Gonçalves, L.M. (2018). The value relevance of Environmental, Social and Governance Performance: The Brazilian Case. *Sustainability*, 10(3), 574. <https://doi.org/10.3390/su10030574>

- Porter, M.E.; Kramer, M.R. (2011). Creating shared value. *Harvard Business Review*, 89(1–2), 62–77.
- Post, J.; Preston, L.; Sachs, S. (2002). *Redefining the Corporation: Stakeholder Management and Organizational Wealth*; Stanford University Press: Stanford, CA, USA.
- Preston, L.E.; O'Bannon, D.P. (1997). The corporate social-financial performance relationship: A typology and analysis. *Business and Society*, 36, 419–429. <https://doi.org/10.1177/000765039703600406>
- Sanches García, A.; Mendes-Da-Silva, W.; Orsato, R.J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 150, 135–147. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>
- Schmidheiny, S.; Zorraquín, F. (2006). *Financing Change: The financial community, Eco-Efficiency and sustainable development*, The MIT Press.
- Shen, C.H.; Wu, M.W.; Chen, T.H.; Fang, H. (2016). To engage or not to engage in corporate social responsibility: Empirical evidence from global banking sector. *Economic Modelling*, 55, 207–225. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.02.007>
- Simpson, W.G.; Kohers, T. (2002). The link between corporate social and financial performance: Evidence from the banking industry. *Journal of Business Ethics*, 35, 97–109. <https://doi.org/10.1023/A:1013082525900>

- Soana, M.G. (2011). The relationship between corporate social performance and corporate financial performance in the banking sector. *Journal of Business Ethics*, 104, 133–148. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0894-x>
- Waddock, S.A.; Graves, S.B. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303–319. <https://www.jstor.org/stable/3088143>
- Wu, M.W.; Shen, C.H. (2013). Corporate social responsibility in the banking industry: Motives and financial performance. *Journal of Banking and Finance*, 37(9), 3529–3547. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.04.023>
- Yoon, B.; Lee, J.H.; Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. *Sustainability*, 10(10), 3635. <https://doi.org/10.3390/su10103635>
- Yu, M.; Zhao, R. (2015). Sustainability and firm valuation: An international investigation. *International Journal of Accounting and Information Management*, 23(3), 289–307. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-07-2014-0050>
- Zhao, X.; Murrell, A.J. (2016). Revisiting the corporate social performance-financial performance link: A replication of Waddock and Graves. *Strategic Management Journal*, 37(11), 2378–2388. <https://doi.org/10.1002/smj.2579>

CAPÍTULO IV. ¿VALORAN LOS *STAKEHOLDERS* FINANCIEROS LA VERIFICACIÓN DE LOS INFORMES DE SOSTENIBILIDAD?: EVIDENCIA PARA LA INDUSTRIA BANCARIA

Miralles-Quirós, M.M., Miralles-Quirós, J.L., Redondo Hernández, J. (2020)

1. Resumen

El objetivo de esta última investigación es analizar si los *stakeholders* financieros valoraron positivamente la información de sostenibilidad divulgada y verificada por parte de 135 bancos que cotizan en 22 mercados de valores durante el período 2012-2017. Los resultados generales revelan que divulgar informes de sostenibilidad es una práctica que no proporciona un valor adicional para las partes interesadas financieras durante el período analizado. Sin embargo, cuando estos bancos aseguran la información que divulgan, esta práctica tiene una relevancia significativa en el valor de estos activos en los mercados bursátiles. Estos resultados se mantienen incluso cuando dividimos la muestra en áreas geográficas o en función del origen legal de estos países. Estos hallazgos tienen implicaciones importantes para los gerentes de estas compañías porque estos resultados legitiman los costes adicionales incurridos cuando estos bancos buscan garantías externas para sus informes de sostenibilidad para lograr así una mayor confianza de sus partes interesadas. Además, esta investigación contribuye a la escasez de literatura sobre la reacción de las partes interesadas al aseguramiento de la información de sostenibilidad y, especialmente, en sectores socialmente sensibles como la industria financiera.

2. Introducción

En las últimas décadas, el número de informes de sostenibilidad preparados y divulgados por las empresas para informar a las partes interesadas sobre sus actividades ambientales, sociales y de gobierno corporativo ha aumentado significativamente. Esto puede deberse a la presión ejercida sobre las empresas por las diferentes partes interesadas para preparar y publicar este tipo de información. Por lo tanto, el problema actual no es si las empresas publican informes de sostenibilidad o no, sino más bien el enfoque que adoptan para comunicar la

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

información de sostenibilidad de sus compañías. Este enfoque puede reflejar un verdadero compromiso de informar a las partes interesadas o simplemente puede ser una herramienta de marketing para satisfacer las demandas externas, con el riesgo de que la información reportada no refleje la situación real (Adams y Frost, 2008; Chantziaras *et al.*, 2020).

Esta es la razón por la cual, a pesar del aumento significativo en los informes publicados y la existencia de estándares reconocidos globalmente, como la guía proporcionada por la *Global Reporting Initiative* (GRI), que permite la estandarización y la posterior comparación de la información de sostenibilidad, muchas partes interesadas cuestionan la fiabilidad y, por lo tanto, la credibilidad de la información incluida en estos informes (Owen *et al.*, 2000; Dando y Swift, 2003; Movena *et al.*, 2006; Michelin *et al.*, 2015; Lock *et al.*, 2016; Matuszak y Rozanska, 2020).

Este tema es especialmente relevante en industrias socialmente sensibles como la industria bancaria, que tiene una gran influencia no sólo en el bienestar financiero sino también en los aspectos sociales (Seguí-Mas *et al.*, 2018) y medioambientales (Kilic y Kuzey, 2019). En consecuencia, los interesados están extremadamente interesados en sus actividades sociales. Sin embargo, después de la crisis financiera mundial, esta industria se ha caracterizado por una pérdida de confianza debido a la falta de transparencia. Más concretamente, la industria bancaria ha sido acusada de ser responsable de la crisis financiera mundial y sus consecuencias sociales negativas. Por lo tanto, estas empresas se han encontrado en la situación de tener que aumentar la confianza de sus partes interesadas en la credibilidad de la información de sostenibilidad preparada y divulgada por ellas.

En este contexto en el que la información sobre sostenibilidad es cuestionable o carece de credibilidad, algunas de estas empresas, particularmente en la industria bancaria, comenzaron voluntariamente un proceso para verificar la información sostenible. Comenzaron a enviar estos informes para someterse a procesos externos

de garantía de calidad realizados por expertos independientes, auditores o consultores, que tuvieron que redactar una declaración para dar su opinión. Sin embargo, este servicio de verificación conlleva costes adicionales para informar sobre la sostenibilidad, que las empresas sólo estarán dispuestas a pagar si pueden ver que esto generará ganancias.

Como dijo Simnet (2012), proporcionar una garantía externa del contenido y la estructura de los informes de sostenibilidad debería mejorar su importancia, fiabilidad y comparabilidad. Por lo tanto, debe generar credibilidad y confianza entre las partes interesadas sobre la calidad de la información suministrada, sirviendo como control para los gerentes y, por lo tanto, reduciendo los problemas de incertidumbre e información asimétrica.

Cabe destacar el papel de las partes interesadas financieras (accionistas, analistas, gestores de carteras profesionales y posibles inversores individuales) porque requieren una gran cantidad de información fiable y comparable para que puedan tomar decisiones financieras. Estos participantes del mercado someten a las empresas que cotizan en bolsa a presiones para una mayor divulgación de información, mientras exigen una mayor credibilidad de la información publicada. Por lo tanto, pueden usar el aseguramiento de la información de sostenibilidad como indicadores para futuras decisiones de inversión. Esto a su vez puede tener un impacto en los precios del mercado de valores si las partes interesadas valoran positivamente estas prácticas de divulgación por parte de las compañías financieras que cotizan en bolsa.

En este contexto, el objetivo de este estudio es estudiar si las partes interesadas financieras valoraron positivamente estas actividades de comunicación analizando 135 bancos que cotizan en 22 mercados de valores durante el período 2012-2017. Para este fin, empleamos el modelo de valoración utilizado por Cormier y Magnam (2007), así como Fazzini y Dal Maso (2016), entre otros, que es similar al desarrollado por Ohlson (1995, 2001). Este último se basó en la premisa de que el

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

valor de mercado de una empresa es una función de la información financiera, así como de otra información no financiera que los actores financieros pueden considerar relevante para el mayor valor de la empresa.

Consideramos que esta investigación contribuye a la escasez de literatura sobre la relevancia del valor de la información sobre sostenibilidad proporcionada por las instituciones financieras, ya que la mayor parte de la literatura se centra en empresas no financieras durante los años anteriores a la crisis financiera mundial. Además, consideramos que es especialmente relevante no sólo examinar la relevancia del valor de este tipo de información durante un período de estudio posterior de la crisis financiera mundial, sino también examinar la relevancia del valor del aseguramiento de esta información por parte de expertos externos. Por lo tanto, esta investigación empírica nos brinda la oportunidad de evaluar si los participantes en el mercado tienen en cuenta los esfuerzos de comunicación adicionales de estas instituciones en un intento de aumentar su credibilidad y confianza entre sus partes interesadas.

El resto del documento está organizado de la siguiente manera. La segunda sección incluye la revisión de la literatura sobre la relevancia del valor de los informes de sostenibilidad, así como el aseguramiento de la información de sostenibilidad y el desarrollo de las hipótesis. En la tercera sección, presentamos la metodología empleada. La sección cuatro describe la base de datos. En la sección cinco, proporcionamos los resultados empíricos obtenidos. Finalmente, en la sección seis, discutimos las conclusiones extraídas de la investigación en su conjunto.

3. Revisión de literatura e hipótesis de la investigación

3.1 La importancia del valor de los informes de sostenibilidad

La divulgación de las actividades de Responsabilidad Social Corporativa (RSC) llevadas a cabo por una empresa ha recibido una gran atención por parte de la

literatura científica desde los primeros hallazgos de Ingram y Frazier (1980) y Wiseman (1982), entre otros. Estas investigaciones iniciales se centraron exclusivamente en si las empresas publicaron información de RSC o no, sin tener en cuenta el contenido y la fiabilidad de estos informes. Por lo tanto, hubo numerosos estudios publicados centrados en analizar los motivos para que los gerentes divulguen información de RSC (Belkaoui y Karpik, 1989; Brown y Fraser, 2006; Kolk, 2008; Spence, 2009; Baumgartner, 2014) o las características de las empresas que compilan informes de RSC (Secchi, 2006; Brammer y Pavelin, 2008; Haddock-Fraser y Fraser, 2008; Mio, 2010; Gamersehlag *et al.*, 2011). Estos estudios previos respaldaron la opinión de los gerentes de que la divulgación de la información de RSC contribuye a aumentar la credibilidad y la confianza en sus empresas. Además, la evidencia empírica previa mostró que las empresas más grandes, más rentables y cotizadas fueron las que comenzaron a introducir la práctica de preparar y divulgar información sobre sus actividades socialmente responsables en su estrategia corporativa.

Concretamente, la práctica de la divulgación de la información de RSC es especialmente común entre las compañías que cotizan en bolsa debido a la presión ejercida por las partes interesadas financieras que exigen información confiable y comparable para ayudarlas a tomar sus decisiones de inversión o preparar su asesoramiento de inversión. Teóricamente, al revelar esta información, las compañías que cotizan en bolsa pueden reducir las asimetrías de información entre los gerentes y las partes interesadas financieras (Healy y Palepu, 2001), así como sus costes de selección adversa (Diamond y Verrecchia, 1991; Kim y Verrecchia, 1994). Además, los analistas financieros pueden reducir sus errores de pronóstico porque esta información puede atenuar la incertidumbre de las partes interesadas sobre los beneficios económicos futuros de las empresas y sus riesgos asociados (Lang y Lundholm, 2000; Lang y Maffett, 2011). Por lo tanto, todos estos aspectos tienen efectos positivos directos, como aumentar el número de inversores potenciales, aumentar el capital social o atraer una mayor cobertura de analistas (Merton, 1987).

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

Elliott *et al.* (2014) y Cahan *et al.* (2016) también sostuvieron que las revelaciones de RSC pueden producir efectos indirectos. Esta información, por ejemplo, puede contribuir a proporcionar legitimidad a la empresa o mitigar los impactos negativos cuando la empresa u otras personas de la misma industria revelan actividades controvertidas. Como consecuencia, puede alterar las percepciones de los inversores sobre el valor de la empresa. Por lo tanto, podemos esperar una asociación positiva entre la divulgación de la información sobre RSC y el valor de mercado de las empresas que brindan dicha información.

Sin embargo, la evidencia empírica previa en este campo proporciona resultados no concluyentes y, por lo tanto, el valor que los participantes en el mercado asignan a este tipo de información aún no está claro. Al emplear un modelo de valoración basado en la contabilidad de las empresas que cotizan en los mercados bursátiles, se han realizado estudios iniciales que informan de una relación positiva y significativa entre la divulgación de RSC y el valor de la empresa, como los de Moneva y Cuellar (2009) para el mercado de valores español durante período 1996-2004, Schadewitz y Niskala (2010) para el mercado bursátil finlandés durante el período 2002-2005 y Berthelot *et al.* (2012) para el mercado de valores canadiense en 2007. Todos estos estudios emplearon una metodología similar basada en la estimación de un modelo de relevancia valorativa que sólo considera las variables contables. Después de eso, también probaron un segundo modelo en el que se agregó una variable ficticia que indicaba si la empresa publicó un informe de sostenibilidad o no. La comparación de estas dos estimaciones hizo posible contrastar la premisa desarrollada por Ohlson (1995, 2001) de que las variables contables por sí solas no explicaban el valor de mercado de las empresas y se necesitaba información no financiera adicional relevante para las partes interesadas financieras, como información sostenible proporcionada en los informes de RSC.

Mientras tanto, otros estudios han concluido que existe una relación mixta o no significativa entre la información proporcionada en los informes de RSC y el valor

de la empresa, como los de Cormier y Magnan (2007), Bowerman y Sharman (2016), y Kaspereit y Lopatta. (2016) Más concretamente, Cormier y Magnan (2007) analizaron la relevancia del valor de la divulgación ambiental por parte de empresas que cotizan en los mercados canadiense, francés y alemán. Sus resultados revelaron que este tipo de información tuvo un impacto moderador en el valor de las empresas alemanas, mientras que no hubo un impacto significativo para las empresas que cotizan en los mercados bursátiles de Canadá y Francia. En consecuencia, sugirieron que los contextos institucionales nacionales deberían tenerse en cuenta en estos estudios empíricos de investigación. Más recientemente, Bowerman y Sharman (2016) analizaron los mercados de Reino Unido y Japón en 2008 y descubrieron que los inversores japoneses no valoraban significativamente la información de divulgación de RSC, mientras que los inversores de Reino Unido valoraban positivamente esta información. Además, Kaspereit y Lopatta (2016) analizaron una muestra de grandes empresas europeas durante el período 2001-2011. Mostraron que los informes de sostenibilidad no se asociaron significativamente con una mayor valoración del mercado. Sin embargo, no realizaron una comparación entre países para tener en cuenta la reacción de cada mercado de valores a esta información.

Por el contrario, Miralles-Quirós *et al.* (2017) analizaron no sólo el impacto general de la divulgación de la RSC en los precios de las acciones de diez mercados europeos entre 2001-2013, sino también el efecto en cada mercado. Sus resultados revelaron que realizar negocios de acuerdo con los estándares de sostenibilidad era un valor relevante para las partes interesadas financieras. Sin embargo, cuando proporcionaron los resultados para cada mercado, notaron la ausencia de homogeneidad entre ellos. Más interesante aún, aportaron pruebas antes y después de la crisis financiera mundial. Sus resultados revelaron que antes de la crisis financiera mundial, había una relación significativa y positiva entre las prácticas de divulgación de RSC y el valor de la empresa para casi todos los mercados. Sin embargo, esta relación cambió a ser no significativa o negativa después de la crisis financiera mundial. Esta evidencia respalda la creencia de que después de la crisis financiera

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

mundial, las partes interesadas financieras ya no confiaban en la información de RSC proporcionada por las propias empresas y hoy en día, las empresas que cotizan en bolsa deben realizar un mayor esfuerzo para aumentar la credibilidad y la confianza de dicha información. Sus resultados están respaldados por evidencia más reciente como la proporcionada por Camodeca *et al.* (2018) para una muestra de grandes empresas europeas cotizadas entre diciembre de 2013 a junio de 2018, así como Kolsi y Attayah (2018), que analizaron las empresas que cotizan en un mercado de valores emergente como el ADX durante el período 2010-2014 y descubrieron que la divulgación de la RSC no tuvo impacto en el valor de la empresa.

Sin embargo, debemos señalar que las instituciones financieras fueron excluidas de estas investigaciones empíricas previas debido a sus características especiales en comparación con las empresas no financieras. Como Finger *et al.* (2018) y Miralles-Quirós *et al.* (2019a) señalan, los bancos tienen diferentes requisitos contables que hacen que los informes emitidos no sean directamente comparables con los de las empresas no financieras, la exposición al riesgo es mayor y requiere una valoración diferenciada a la del resto de compañías. Por estas razones, hay menos estudios sobre la relevancia del valor de los informes de sostenibilidad en la industria bancaria. Dos de estos trabajos son de Carnevale *et al.* (2012) y Carnevale y Mazzuca (2014a, 2014b).

Concretamente, el trabajo de Carnevale *et al.* (2012) fue el primero en analizar el caso específico de la industria bancaria europea durante el período 2002-2008. Sin embargo, sus resultados no proporcionaron evidencia de que las partes interesadas financieras que operan en los mercados de valores atribuyen un valor significativo a la divulgación de la información sobre RSC. Más tarde, Carnevale y Mazzuca (2014a) analizaron una muestra de bancos europeos que cotizan en bolsa durante el período 2002-2011 y observaron que la relevancia del valor de los informes de sostenibilidad varía según los países. Carnevale y Mazzuca (2014b) dieron un paso más y analizaron la relevancia del valor de los informes de sostenibilidad preparados

por los bancos europeos que cotizan en bolsa de acuerdo con los criterios GRI durante el período 2005-2011. Sus resultados indicaron que no hubo homogeneidad entre los mercados cuando se agruparon según las variedades del capitalismo o el origen de sus sistemas legales.

Sin embargo, estos estudios previos tienen dos limitaciones relevantes: i) se centran exclusivamente en el análisis de las instituciones financieras europeas; ii) sus períodos de muestra cubren el período anterior a la crisis financiera mundial casi exclusivamente. En consecuencia, hasta donde sabemos, no hay evidencia sobre la relevancia del valor de los informes de sostenibilidad en la industria bancaria para un entorno global y durante un extenso período de tiempo después de la crisis financiera mundial. Por lo tanto, esta investigación cubre esta brecha en la literatura.

Finalmente, aunque la evidencia empírica previa para instituciones financieras y no financieras proporciona resultados no concluyentes, de acuerdo con la literatura antes mencionada, se espera que la divulgación de información de sostenibilidad proporcione información adicional relevante para el valor para los participantes en el mercado. Por lo tanto, esperamos la existencia de una correlación positiva entre la divulgación de la información sobre RSC y el valor de mercado de la empresa. Como resultado, formulamos la siguiente hipótesis:

H1 La divulgación de informes de sostenibilidad es información relevante para los actores del mercado y, por tanto, mejora el valor de mercado de los bancos.

3.2 La relevancia del valor de la garantía de los informes de sostenibilidad

Estudiar los servicios de aseguramiento de los informes de sostenibilidad responde a las llamadas de Kolk y Perego (2010) y Cohen y Simnett (2015), entre otros, para examinar no sólo la adopción de informes de sostenibilidad, sino también la calidad y fiabilidad de la información suministrada. Esta es un área prominente de

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

investigación, especialmente después de la crisis financiera global, que causó la pérdida de credibilidad y confianza en la información de RSC divulgada por las propias empresas (Seguí-Mas *et al.*, 2018).

La mayoría de los estudios sobre el aseguramiento de los informes de sostenibilidad se centran en analizar los factores que influyen en la decisión de comenzar el proceso para la verificación externa de esta información. Estos factores pueden estar relacionados con el sector, el país o el nivel de la empresa, como el tamaño, estar en la lista del mercado de valores u otros aspectos relacionados con la posición económico-financiera de la empresa, por ejemplo, su nivel de apalancamiento o su desempeño promedio en contabilidad o relaciones de valor de mercado. En este grupo, cabe destacar los estudios realizados, entre otros, por Park y Bronson (2005), Mock *et al.* (2007), Simnett *et al.* (2009), Kolk y Perego (2010), Fernández-Feijóo-Souto *et al.* (2012), García-Benau *et al.* (2013), Mock *et al.* (2013), Sierra *et al.* (2013), Zorio *et al.* (2013), Castelo Branco *et al.* (2014), Cho *et al.* (2014), Sierra *et al.* (2014), Fernández-Feijóo-Souto *et al.* (2015), Fazzini y Dal Maso (2016), Seguí-Mas *et al.* (2018), y Vaz Ogando *et al.* (2018) Como era de esperar, los resultados generales indicaron que las empresas que contrataron este servicio de verificación y estaban dispuestas a aceptar costes adicionales para aportar información sobre sostenibilidad cotizaban en bolsa y eran más grandes, más rentables y tenían menos riesgos.

Dentro de este grupo de estudios, tenemos que destacar los de Kolk y Perego (2010), Mock *et al.* (2013) y Seguí-Mas *et al.* (2018) Concretamente, Kolk y Perego (2010) y Mock *et al.* (2013) examinaron si los factores a nivel de país y específicos de la empresa influyeron en la demanda de asegurar los informes de RSC. Ambos observaron que la orientación de las partes interesadas a nivel de país era el factor más relevante para explicar la decisión de contratar un servicio de aseguramiento externo, aunque también se descubrió que el tamaño de la empresa y la afiliación a la industria desempeñaban un papel importante. Kolk y Perego (2010) concluyeron que

las empresas que pertenecen al sector financiero tienen una mayor necesidad de garantizar la presentación de informes de RSC. Estos argumentos fueron corroborados por Seguí-Mas *et al.* (2018), quienes evaluaron las prácticas de aseguramiento en el sector de servicios financieros globales, así como los factores asociados con la contratación de un servicio de verificación para sus informes de sostenibilidad. Argumentaron que las partes interesadas estaban extremadamente interesadas en las actividades sostenibles de este sector debido a su tamaño y al papel que desempeña en la economía en general y en otras compañías e individuos en particular. Además, consideraron a este sector como uno de los más sensibles en términos de temas de sostenibilidad. En este contexto, sus resultados generales indicaron que estas compañías tenían más probabilidades de adoptar garantías que las compañías de otros sectores. Además, también observaron que la adopción de garantías dependía del tamaño de la empresa y del uso del Suplemento del Sector de Servicios Financieros GRI.

Mientras tanto, los trabajos de Cho *et al.* (2014) y Fazzini y Dal Maso (2016) también son especialmente relevantes porque, hasta donde sabemos, son los únicos que analizaron el impacto de la garantía de la información de sostenibilidad en los precios de las acciones.¹ En concreto, Cho *et al.* (2014) examinaron qué factores parecen haber llevado a las compañías estadounidenses que obtuvieron seguridad en sus informes de sostenibilidad a hacerlo, así como si este servicio adicional fue valorado por las partes interesadas financieras. Específicamente, analizaron las empresas estadounidenses que cotizan en bolsa incluidas en la lista *Fortune* 500 de 2010, entre las cuales 217 habían revelado un informe de sostenibilidad

¹ Hasta donde sabemos, hay pocos y muy variados estudios que analizan la reacción de las partes interesadas ante la garantía de los informes de sostenibilidad. Algunos de estos estudios son los de Cho *et al.* (2014) y Fazzini y Dal Maso (2016), así como los de Romero *et al.* (2014) y Dhaliwal *et al.* (2012). Sin embargo, mientras que Romero *et al.* (2014) analizaron cómo los usuarios de información sobre sostenibilidad percibían la calidad de la garantía de los informes de RSC, Dhaliwal *et al.* (2012) examinaron si la emisión de informes de RSC independientes tenía una correlación con una reducción en los errores de pronóstico por parte de los analistas financieros. Esto significa que es una línea emergente de investigación.

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

independiente ese año y solo 26 de ellas incluían una declaración de garantía. Sus resultados generales indicaron que la declaración de fiabilidad no era un factor significativo para el valor de mercado de las empresas. Sin embargo, esto debe tomarse con precaución debido al hecho de que el período de muestra de este estudio se limitó a un solo año y el número de empresas que adoptaron la garantía fue extremadamente limitado. Mientras tanto, sugirieron que, para tener un impacto significativo en el mercado de valores de Estados Unidos era necesario un mayor esfuerzo del aseguramiento para identificar mejor los beneficios potenciales de este servicio para los participantes del mercado.

Más tarde, Fazzini y Dal Maso (2016) investigaron la importancia de la información ambiental voluntaria divulgada por 48 empresas italianas que cotizan en bolsa y la influencia de la garantía de las políticas ambientales durante el período 2008-2013. Además, este estudio también analizó cómo la divulgación de esta información ambiental y su garantía se reflejaron en el valor de mercado de las empresas italianas que cotizan en bolsa. Sus resultados indicaron que la divulgación ambiental voluntaria representaba un importante factor explicativo del valor de mercado de la empresa. Sin embargo, también observaron que, aunque aproximadamente la mitad de las empresas analizadas contrataron un servicio de aseguramiento durante el período de la muestra, no hubo un beneficio incremental resultante de la práctica de aseguramiento. En consecuencia, consideraron que sus resultados corroboraron el argumento de Doidge *et al.* (2007), quienes consideraron que una mejora en las estructuras de gobernanza en países con instituciones débiles era baja debido a la poca credibilidad. Sin embargo, como mencionamos anteriormente con respecto al trabajo de Cho *et al.* (2014), estos resultados también deben tomarse con precaución debido a la limitación de la muestra empleada. Además, también consideramos que el argumento presentado en relación con la baja aplicación legal de las empresas italianas es débil debido al hecho de que Cho *et al.* (2014) probaron el impacto de la garantía de RSC en los precios del mercado de

valores en un país con alto cumplimiento legal y obtuvieron resultados no significativos.

Finalmente, consideramos que la investigación sobre la relevancia del valor de la garantía de los informes de sostenibilidad es extremadamente limitada y es esencial proporcionar evidencia adicional para obtener resultados convincentes y concluyentes. En este sentido, consideramos que es esencial centrar nuestra atención en una industria específica como la industria bancaria, para la cual se documenta la relevancia de esta práctica (Kolk y Perego, 2010; Mock *et al.*, 2013; Seguí-Mas *et al.*, 2018).

Además, debemos resaltar que los resultados no concluyentes proporcionados por la evidencia empírica previa en relación con la relevancia del valor de los informes de sostenibilidad podrían deberse a la dificultad de los participantes del mercado para comprender si la divulgación de la información de RSC es simplemente una máscara o no. La divulgación de la RSC está muy extendida entre las empresas que cotizan en bolsa. Sin embargo, no implica un verdadero compromiso de informar a las partes interesadas. Podría ser simplemente una herramienta de marketing para satisfacer las demandas sociales externas. En este contexto, la garantía de estos informes por parte de un profesional de verificación externo podría ser una herramienta valiosa para abordar estas inquietudes (Beets y Souther, 1999; Simnett *et al.*, 2009; Holder-Webb *et al.*, 2009). En consecuencia, debería proporcionar credibilidad y confianza a los participantes del mercado y, por lo tanto, deberían valorar positivamente esta información incremental. Finalmente, esperamos la existencia de una correlación positiva entre la práctica de aseguramiento y el valor de mercado de los bancos. Como resultado, formulamos la siguiente hipótesis:

H2 La garantía de los informes de sostenibilidad es información relevante para los actores del mercado y, por tanto, mejora el valor de mercado de los bancos.

4. Metodología

En la práctica del mercado de valores, se puede ver que el valor de mercado de todas las acciones en circulación es un indicador adecuado del valor de una empresa. Es por eso que Ohlson (1995, 2001) desarrolló un modelo de valoración para las empresas del mercado de valores sobre la base de que el valor de todas las acciones en circulación es una función de dos tipos de información: i) información financiera, reflejada por el valor en libros y las variables de resultados; ii) información no financiera relevante para los agentes en el mercado de valores. Dicho modelo se ha utilizado tradicionalmente en la investigación sobre el impacto de la información de RSC en los mercados bursátiles.² Por lo tanto, siguiendo la evidencia empírica previa, aplicamos el modelo de Ohlson (1995, 2001) en este estudio para estimar si las prácticas de divulgación y aseguramiento de la RSC proporcionan valor agregado en el entorno de la industria bancaria internacional.

Específicamente, contrastamos la versión empleada por Cormier y Magnan (2007) y Fazzini y Dal Maso (2016), entre otros, que consistía en escalar las variables del modelo de Ohlson (1995, 2001) utilizando el valor contable patrimonial de la empresa. Este procedimiento mitiga cualquier efecto de escala de manera más efectiva que otros procedimientos, al tiempo que mantiene la importancia financiera de las variables en estudio.³ Esto implica que la variable dependiente es la relación valor de mercado/valor en libros. Consideramos que este indicador era el más apropiado para este tipo de estudio, ya que, al igual que la información de sostenibilidad, es una variable basada no sólo en datos históricos sino también en

² Este es el caso de los estudios realizados por Schadewitz y Niskala (2010), Berthelot *et al.* (2012), Lourenço *et al.* (2012, 2014), De Klerk *et al.* (2015), Kaspereit y Lopatta (2016), Miralles-Quirós *et al.* (2017, 2019a), entre otros, en diferentes escenarios financieros.

³ Existen otros procedimientos, como el proporcionado por Barth y Clinch (2009), que consiste en escalar las variables incluidas en el modelo de Ohson (1995, 2001) utilizando el número de acciones en circulación, con el precio de mercado de la compañía como la variable dependiente del nuevo modelo. La principal desventaja de este procedimiento es que cuando se utilizan los precios del mercado como variables dependientes, los resultados son más sensibles a la fecha seleccionada para el análisis de la investigación.

expectativas futuras. Por lo tanto, es ampliamente utilizado por los analistas. Además, empleamos la relación valor de mercado/valor en libros al final del año fiscal. Seguimos a Habib y Azim (2008) y Fazzini y Dal Maso (2016), quienes consideraron que los eventos posteriores al año podrían agregar ruido a los resultados de la regresión. En consecuencia, para probar la Hipótesis 1, empleamos el siguiente modelo:

$$VM/VL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 1/Capital_{i,t} + \beta_2 Ganancias_{i,t}/Capital_{i,t} + \beta_3 divulgación RSC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

donde $VM/VL_{i,t}$ es el valor de mercado dividido por el valor en libros del patrimonio de la empresa i en el año t , $1/Capital_{i,t}$ es la relación inversa del valor en libros del patrimonio de la compañía i en el año t , $Ganancias_{i,t}/Capital_{i,t}$ representa las ganancias divididas por el valor en libros del patrimonio de la compañía i en el año t , $divulgación RSC_{i,t}$ es una variable ficticia que toma el valor 1 si la empresa i publica un informe de sostenibilidad y 0 si de lo contrario en el año t de acuerdo con la información proporcionada en el sitio web GRI, que es ampliamente utilizado por todo tipo de partes interesadas. Con base en lo anterior, esperamos que el coeficiente β_3 sea positivo y significativo. Esto indicaría que esta información es valorada positivamente por los participantes del mercado.

Además, para probar la Hipótesis 2, empleamos el modelo:

$$VM/VL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 1/Capital_{i,t} + \beta_2 Ganancias_{i,t}/Capital_{i,t} + \beta_3 Aseguramiento RSC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

donde $Aseguramiento_{i,t}$ es una variable ficticia que toma el valor 1 si la compañía i verifica la información de sostenibilidad enviándola a un proceso de aseguramiento externo realizado por expertos independientes y 0 si de lo contrario en el año t . Con base en lo anterior, esperamos que el coeficiente β_3 sea positivo y significativo. Esto indicaría que esta información adicional es valorada positivamente por los participantes del mercado.

5. Base de datos

La muestra de esta investigación empírica consta de 135 bancos que cotizaron en 22 mercados de valores diferentes durante el período 2012-2017. Todos estos bancos son miembros del índice creado por DataStream para la industria bancaria en los mercados desarrollados. Las razones para seleccionar este índice para nuestra investigación empírica son dos. En primer lugar, ser miembro de este índice de referencia podría equipararse a ser una empresa líder en la industria. En consecuencia, brinda a los bancos visibilidad entre los participantes del mercado y les brinda mayores niveles de liquidez en los mercados bursátiles donde cotizan. En segundo lugar, este índice no incluye bancos cotizados en mercados emergentes o en transición porque, como sugieren Miralles-Quirós *et al.* (2019b), estos bancos presentan diferentes desafíos y deben ser examinados por separado.

La Tabla 1 presenta el número de empresas que se incluyen en nuestra muestra dividido por los mercados bursátiles donde cotizan. Además, presentamos los porcentajes de bancos que publican informes de RSC, así como el porcentaje de ellos que aseguran dicha información de sostenibilidad. Como podemos ver, la muestra consta de 44 bancos de la región de Asia-Pacífico que incluye bancos que cotizan en los mercados de valores de Australia, Corea del Sur, Hong Kong, Israel, Japón y Singapur. Además, la muestra incluye 49 bancos de Europa, entre los que se encuentran bancos de Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Holanda, Irlanda,

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

Italia y Portugal, que forman parte de la zona euro, así como bancos de Dinamarca, Noruega, Reino Unido, Suecia y Suiza. Por último, también hay 42 bancos cotizados en los mercados bursátiles de Canadá y Estados Unidos.

Tabla 1: Número de bancos por país y porcentaje de publicación y verificación de los informes de sostenibilidad

Área	País	Número de bancos	% Publicación	% Verificación
América del Norte	Canadá	8	91,7	31,3
	Estados Unidos	34	27,0	8,3
Asia-Pacífico	Australia	6	77,8	66,7
	Corea del Sur	5	83,3	76,7
	Hong Kong	4	100,0	50,0
	Israel	4	87,5	83,3
	Japón	22	29,5	11,4
	Singapur	3	33,3	5,6
Europa	Alemania	2	100,0	100,0
	Austria	2	100,0	83,3
	Bélgica	2	50,0	16,7
	Dinamarca	3	83,3	83,3
	España	5	100,0	100,0
	Francia	4	55,6	27,8
	Holanda	1	71,7	38,3
	Irlanda	3	100,0	83,3
	Italia	10	44,4	22,2
	Noruega	1	100,0	96,7
	Portugal	1	100,0	100,0
	Reino Unido	6	83,38	36,1
	Suecia	3	100,0	88,9
Suiza	6	100,0	83,3	
Total		135	60,25	38,3

Esta tabla presenta el número de bancos que se incluyen en nuestra muestra dividido por los mercados bursátiles donde se cotizan. Además, esta tabla presenta los porcentajes de bancos que divulgan informes de sostenibilidad durante el período de la muestra (2012-2017), así como el porcentaje de ellos que aseguran la información sostenible.

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

Como podemos ver en toda la muestra, sólo el 60,25% de los bancos publicó un informe de RSC entre 2012-2017 y sólo el 3,8% presentó una garantía de dichos informes de RSC. Esto significa que la divulgación de la información RSC aún no es una práctica bien arraigada. Sin embargo, estos porcentajes no son homogéneos en todas las áreas geográficas. En algunos países europeos, todos sus bancos cotizados proporcionaron informes de RSC para todos los años del período de la muestra. Tal fue el caso de Alemania, Austria, España, Francia, Holanda, Noruega, Reino Unido y Suecia. Por el contrario, hubo otros países como Estados Unidos, Japón y Singapur en los que el número de bancos cotizados que publicaron informes de RSC fue muy limitado. Si observamos el nivel de garantía de la información de sostenibilidad, los porcentajes son aún más bajos. Aunque el nivel de garantía es del 62,2% para todos los bancos europeos incluidos en la muestra, los porcentajes para Asia-Pacífico (36,0%) y América del Norte (12,7%) siguen siendo bastante bajos.

Además, consideramos interesante mostrar cómo las prácticas de divulgación y aseguramiento de la información de RSC han evolucionado durante el período 2012-2017 analizado. Por esta razón, presentamos la evolución de estas prácticas de comunicación divididas en áreas geográficas, así como para toda la muestra en la Tabla 2. Como podemos ver, en términos del porcentaje de bancos que publicaron informes de sostenibilidad, observamos que ha habido un ligero aumento para la muestra total, siempre superior al 50%, excepto en América del Norte. Mientras tanto, en relación con el porcentaje de bancos que aseguraron sus informes de sostenibilidad, observamos que, en general, también ha habido un ligero aumento durante los años del estudio, pasando del 33,33% el primer año al 44,44% el año pasado. En este aspecto, las diferencias entre las áreas geográficas son aún más pronunciadas, especialmente entre Europa y América del Norte.

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

Tabla 2: Evolución de las prácticas de publicación y verificación de los informes de sostenibilidad en porcentajes

<i>Panel A: Porcentaje de publicación de informes de sostenibilidad</i>						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
América del Norte	40,48	40,48	38,10	38,10	40,48	38,10
Asia-Pacífico	50,00	54,55	50,00	52,27	59,09	59,09
Europa	79,59	81,63	83,67	79,59	85,71	91,84
TOTAL	57,78	60,00	58,52	57,78	62,96	64,44
<i>Panel B: Porcentaje de verificación de informes de sostenibilidad</i>						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
América del Norte	9,52	9,52	9,52	14,29	14,29	19,05
Asia-Pacífico	36,36	36,36	36,36	36,36	36,36	34,09
Europa	51,02	55,10	61,22	61,22	69,39	75,51
TOTAL	33,33	34,81	37,04	38,52	41,48	44,44

Esta tabla presenta el porcentaje de bancos que publican informes de sostenibilidad para cada uno de los años que componen el período de la muestra (2012-2017), así como el porcentaje de ellos que verifican dicha información de sostenibilidad para mostrar cómo evolucionan estas prácticas de comunicación durante estos años.

Finalmente, para analizar la relevancia del valor de estas prácticas de comunicación en los mercados bursátiles, también recopilamos información adicional de la base de datos Thomson Reuters Eikon. Concretamente, recolectamos la información relativa a las variables contables y de mercado descritas en la sección de metodología. Estas son la relación entre el valor de mercado y el valor en libros, la inversa del valor en libros y la relación entre ganancias y capital. Es importante matizar que utilizamos y presentamos estas variables en dólares estadounidenses para evitar una posible distorsión en los resultados debido a las diferencias de divisas.

Como podemos ver en la Tabla 3, el valor medio de la relación valor de mercado/valor en libros es 1,037 con una desviación típica de 0,536. Mientras tanto, los valores medios de $1/Capital_{i,t}$ y $Ganancias_{i,t}/Capital_{i,t}$ son 0,118 y 0,065 respectivamente, con desviaciones típicas de 0,210 y 0,053 respectivamente. Estas

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

estadísticas indican que no hay observaciones *outliers* que introduzcan ruido en las pruebas empíricas. Además, la matriz de correlación también presenta los coeficientes de correlación habituales entre estas variables en estudio.

Tabla 3: Estadísticos básicos

<i>Panel A: Estadísticos descriptivos</i>			
	VM/VL	1/Capital	Ganancias/Capital
Media	1,037	0,118	0,065
Máximo	3,560	1,969	0,399
Mínimo	0,200	0,001	0,000
Desviación típica	0,536	0,210	0,053
<i>Panel B: Matriz de correlaciones</i>			
	VM/VL	1/Capital	Ganancias/Capital
VM/VL	1,000		
1/Capital	0,178	1,000	
Ganancias/Capital	0,476	0,054	1,000

Esta tabla muestra los estadísticos descriptivos (media, máxima, mínima y desviación típica) y la matriz de correlaciones de las variables financieras empleadas en la investigación empírica: la relación mercado/valor en libros, la relación inversa del capital social de la empresa y las ganancias divididas por el capital de la entidad.

6. Resultados empíricos

La Tabla 4 muestra los resultados obtenidos al contrastar los modelos de regresión propuestos en la sección de metodología con el objetivo de analizar si existe un impacto positivo y significativo en el valor de mercado de los bancos como consecuencia de la publicación de informes de sostenibilidad e incluso de asegurar dicha información no financiera. Las pruebas se llevaron a cabo utilizando modelos de efectos fijos, como lo indica la Prueba de Hausman. La bondad de ajuste de los modelos se expresa mediante el R^2 ajustado. Además, presentamos la prueba F , que

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

analiza la importancia conjunta de las variables incluidas en cada modelo en cada caso.

Tabla 4: Valoración bursátil de la publicación y verificación de informes de sostenibilidad

Intercepto	0,754 ^{***} (18,42)	0,800 ^{***} (13,02)
1/Capital	0,590 ^{***} (3,89)	0,269 ^{**} (2,29)
Ganancias/Capital	3,654 ^{***} (9,73)	1,595 ^{***} (5,28)
Divulgación RSC	0,006 (0,132)	
Aseguramiento		0,154 [*] (1,82)
R^2 ajustado	0,7288	0,8612
F estadístico	16,310	29,014
p -valor	(0,00)	(0,00)

Esta tabla muestra los resultados de estimar el modelo contable de valoración de empresas en bolsa empleado una muestra de 135 bancos cotizados en 22 mercados desarrollados durante el período 2012-2017. Las últimas filas incluyen el valor del R^2 ajustado y el test F . Entre paréntesis se encuentra el p -valor, indicativo de la significatividad de cada coeficiente y de la prueba F . ^{***}, ^{**} y ^{*} representan los niveles de significancia del 1%, 5% y 10% respectivamente.

Como podemos ver en la Tabla 4, la variable de divulgación RSC no es significativa. Esto significa que la información proporcionada por los bancos en sus informes de sostenibilidad no es relevante para los participantes en el mercado. Puede deberse al aumento sustancial de los informes de sostenibilidad preparados y publicados por los bancos de todo el mundo. Como indicamos en la sección de introducción, hoy en día, si los bancos publican informes de sostenibilidad o no, no es tan relevante como el enfoque que utilizan los bancos para comunicar la

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

sostenibilidad. Por lo tanto, también analizamos si los participantes del mercado valoran el coste adicional que soportan los bancos cuando envían voluntariamente sus informes de sostenibilidad para someterse a un proceso de verificación externa. Observamos en la Tabla 4 que la variable Aseguramiento tiene una influencia positiva y significativa en la relación valor de mercado/valor en libros de los bancos con un nivel de significancia del 90%. Como se esperaba, este resultado revela que los participantes en el mercado valoran positivamente el compromiso de comunicación de los bancos respaldado por la garantía de sus informes de sostenibilidad. Este resultado también revela que el aseguramiento de la información de sostenibilidad aumenta la importancia y confiabilidad de dicha información, ganando credibilidad y confianza entre las partes interesadas financieras. Además, al examinar las variables financieras incluidas en el modelo de valoración, observamos que son positivas y estadísticamente significativas como se esperaba. Finalmente, observamos que la prueba F es estadísticamente significativa y que el R^2 ajustado es superior al 80%, lo que indica que el modelo ajusta adecuadamente la variable dependiente.

Aunque nuestros resultados empíricos iniciales corroboran los obtenidos previamente por Carnevale *et al.* (2012) para una muestra de bancos europeos durante el período 2002-2008, también tenemos que tener en cuenta la evidencia reportada por Carnevale y Mazzuca (2014a, 2014b), quienes indicaron que la relevancia del valor de los informes de sostenibilidad varía entre los países dependiendo del origen del sistema legal del país donde el banco tenía su sede.

Mientras tanto, como se indicó en la sección de la base de datos, no existe una divulgación homogénea y una práctica de aseguramiento entre los países. Como se muestra en la Tabla 1, los bancos que cotizan en los mercados bursátiles europeos tienen porcentajes más altos de divulgación de RSC con seguridad en general, mientras que los bancos norteamericanos tienen porcentajes más bajos. Por lo tanto, antes de concluir nuestra investigación empírica, consideramos que es esencial

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

proporcionar evidencia que divida la muestra completa en tres áreas geográficas para analizar si existen diferencias regionales en la relevancia del valor de los informes de sostenibilidad y su garantía. Los resultados se proporcionan en la Tabla 5.

Tabla 5: Valoración bursátil de la publicación y verificación de informes de sostenibilidad. Diferencias internacionales

	Asia-Pacífico		Europa		Norte América	
Intercepto	0,941*** (16,27)	0,727*** (5,55)	0,734*** (9,30)	0,408*** (3,83)	0,468*** (4,94)	0,322*** (2,35)
1/Capital	1,998** (2,55)	2,625*** (2,62)	0,259 (1,03)	0,661 (1,37)	0,654*** (2,80)	0,301 (1,40)
Ganancias/Capital	1,442* (1,75)	6,908*** (7,69)	2,005*** (4,48)	1,839*** (5,67)	8,880*** (9,72)	8,893*** (8,83)
Divulgación RSC	0,031 (0,61)		0,016 (0,20)		-0,025 (-0,21)	
Aseguramiento		-0,152 (-1,21)		0,310*** (2,87)		0,154** (2,01)
R^2 ajustado	0,8511	0,3574	0,6847	0,7905	0,6779	0,5889
F estadístico	33,686	21,764	12,364	16,099	11,783	29,650
p -valor	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)

Esta tabla muestra los resultados de contrastar los modelos de valoración propuestos cuando dividimos la muestra completa de acuerdo con el área geográfica en: Asia-Pacífico, Europa y Norte América. Las últimas filas incluyen el estadístico R^2 ajustado y el test F . Entre paréntesis se encuentra el p -valor para la prueba F de significatividad conjunta de todas las variables. ***, ** y * representan los niveles de significancia del 1%, 5% y 10% respectivamente.

Como podemos ver en la Tabla 5, existen ligeras diferencias en los resultados empíricos cuando dividimos la muestra en base a estas tres regiones geográficas. Los resultados en relación con la Hipótesis 1 son los mismos para toda la muestra. No existe un impacto significativo en el valor de mercado de los bancos en términos de si estos bancos preparan y publican informes de sostenibilidad en cualquiera de las tres áreas geográficas. Estos resultados revelan que los participantes del mercado no

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

valoran dicha información no financiera, ya que se informa ampliamente o incluso porque no es creíble. Mientras tanto, en relación con la Hipótesis 2, observamos que los resultados obtenidos para toda la muestra siguen siendo ciertos cuando analizamos las regiones de Europa y América del Norte. Esto significa que los participantes del mercado valoran positiva y significativamente la seguridad de los informes de sostenibilidad de los bancos que cotizan en los mercados bursátiles europeos y norteamericanos. Sin embargo, estos resultados no son válidos para los bancos en la región de Asia-Pacífico. En este caso, los resultados no son significativos, lo que indica que este compromiso de comunicación adicional no es valorado por estas partes interesadas en esta área geográfica.

Finalmente, la Tabla 6 muestra los resultados de los modelos empíricos contrastados distinguiendo por el sistema legal del país donde los bancos tienen su sede. Por lo tanto, dividimos la muestra completa en dos submuestras: bancos que pertenecen a países de derecho común como Australia, Canadá, Estados Unidos, Hong Kong, Irlanda, Israel, Reino Unido y Singapur y bancos que pertenecen a países de derecho civil como Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Francia, Holanda, Italia, Japón, Noruega, Portugal, Suecia y Suiza.

Como podemos ver en la Tabla 6, cuando analizamos el impacto de la divulgación de RSC de los bancos en los mercados bursátiles, observamos los mismos resultados que antes. Este tipo de información tiene un impacto no significativo en la relación valor de mercado/valor en libros de bancos pertenecientes a países de derecho común, así como a países de derecho civil. Además, cuando probamos la publicación de un informe de RSC que ha sido asegurado por expertos independientes, observamos que hay un impacto significativo y positivo en los bancos que pertenecen a ambos tipos de países. Esto significa que los participantes del mercado valoran la garantía de los informes de sostenibilidad, independientemente del sistema legal del país donde cotizan, corroborando los resultados anteriores que indicaron que la verificación externa de la información de

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

sostenibilidad genera credibilidad y confianza entre las partes interesadas financieras.

Tabla 6: Valoración bursátil de la publicación y verificación de informes de sostenibilidad. Diferencias legislativas

	Derecho Común		Derecho Civil	
Intercepto	0,633 ^{***} (16,72)	0,514 ^{***} (5,73)	0,714 ^{***} (10,51)	0,533 ^{***} (6,54)
1/Capital	0,781 ^{***} (3,28)	0,874 ^{***} (2,55)	0,600 ^{***} (5,62)	0,317 [*] (1,65)
Ganancias/Capital	1,424 ^{***} (4,70)	1,256 ^{***} (3,36)	6,491 ^{***} (11,33)	6,822 ^{***} (13,48)
Divulgación RSC	0,065 (1,47)		0,087 (1,43)	
Aseguramiento		0,242 ^{***} (2,74)		0,138 ^{**} (2,13)
R^2 ajustado	0,8006	0,8146	0,6265	0,5432
F estadístico	22,761	19,949	10,756	63,431
p -valor	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)

Esta tabla muestra los resultados de contrastar los modelos de valoración propuestos cuando dividimos la muestra completa de acuerdo con el origen legal de cada país en países de derecho común y países de derecho civil. Las últimas filas incluyen el estadístico R^2 ajustado y el test F . Entre paréntesis se encuentra el p -valor para la prueba F de significatividad conjunta de todas las variables. ***, ** y * representan los niveles de significancia del 1%, 5% y 10% respectivamente.

Estos hallazgos difieren de los obtenidos previamente por Cho *et al.* (2014) y Fazzini y Dal Maso (2016) para los mercados de valores de Estados Unidos e Italia respectivamente. Ambos estudios concluyeron que la garantía de los informes de sostenibilidad no tuvo un efecto significativo en el valor de mercado de las empresas analizadas. En ambos casos, los autores sugirieron que estos resultados no significativos podrían explicarse por el origen del sistema legal del país seleccionado

para su investigación. Sin embargo, nuestros resultados revelan que existe un efecto significativo y positivo en los mercados bursátiles y que los resultados permanecen sin cambios cuando dividimos la muestra de acuerdo con las diferencias legislativas. Estos resultados también difieren de los de La Porta *et al.* (1999, 2000, 2008), Aguilera *et al.* (2007), Chih *et al.* (2010), García-Sánchez y García-Meca (2017) y Miralles-Quirós *et al.* (2019a, 2019b), entre otros. La Porta *et al.* (1999, 2000, 2008) sostuvieron que el origen del sistema legal de los países afectaba las instituciones económicas y las estructuras de gobierno. Mientras tanto, Aguilera *et al.* (2007) encontraron que estas diferencias institucionales también tuvieron un impacto relevante en las prácticas de divulgación. Además, Chih *et al.* (2010), García-Sánchez y García-Meca (2017) y Miralles-Quirós *et al.* (2019a, 2019b) analizaron la industria bancaria en diferentes contextos y también proporcionaron evidencia de diferencias significativas en sus resultados empíricos cuando se tuvieron en cuenta las diferencias legislativas. En consecuencia, consideramos que los resultados obtenidos de esta investigación empírica son relevantes no sólo desde un punto de vista práctico sino también académico por el debate que suscitan.

7. Conclusiones

La publicación de información no financiera ha sido una tendencia creciente entre las empresas que cotizan en bolsa en las últimas décadas. Esto es consecuencia de la necesidad de agregar credibilidad a la información a través de la verificación por un profesional independiente. Sin embargo, la práctica de buscar una garantía externa de la confiabilidad de la información de sostenibilidad no está tan arraigada como lo está para los procesos involucrados en la auditoría de la información financiera. Hoy en día, la verificación de información no financiera a través de expertos externos es una práctica voluntaria que conlleva costes de comunicación adicionales para las empresas. Por esta razón, esta práctica podría interpretarse como un verdadero compromiso de la empresa para informar a sus grupos de interés. Sin

embargo, la investigación empírica sobre cómo las partes interesadas valoran este proceso voluntario es escasa.

El objetivo de esta investigación ha sido contribuir a la literatura en este campo. Además, nos hemos centrado en la industria bancaria, que ha sido el foco de atención de las partes interesadas después de la crisis financiera mundial, no sólo por su gran influencia en el bienestar financiero sino también en la huella social. Las actividades sociales de los bancos han sido cuestionadas últimamente por las partes interesadas. Por todas estas razones, consideramos que es particularmente importante analizar si el aseguramiento de la información no financiera era relevante para las partes interesadas financieras en esta industria específica.

Este artículo analizó si la verificación de los informes de sostenibilidad influyó en el valor de mercado de los bancos que cotizan en varios mercados bursátiles desarrollados durante el período 2012-2017. Los resultados obtenidos proporcionan evidencia empírica sobre la influencia positiva y significativa de la verificación de los informes de sostenibilidad en el valor bursátil de los bancos analizados. Estos hallazgos son válidos incluso cuando dividimos la muestra completa en diferentes regiones geográficas o cuando tenemos en cuenta las diferencias legislativas entre países. Además, observamos que había bancos que publicaban informes de sostenibilidad sin incluir ninguna verificación externa de la información proporcionada. Sin embargo, esta práctica de divulgación no se valoró significativamente en los mercados de valores analizados. Los resultados generales implican que proporcionar una garantía externa de la información proporcionada en los informes de sostenibilidad aumenta su importancia y fiabilidad en los mercados bursátiles. Por lo tanto, podemos afirmar que la garantía externa de los informes de sostenibilidad genera credibilidad y confianza entre las partes interesadas financieras.

Estos resultados pueden ser de interés no sólo para los gerentes de estas instituciones financieras, porque estos resultados legitiman los costes adicionales

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

incurridos como parte del verdadero compromiso de los bancos de informar a sus grupos de interés, sino también a los diferentes grupos de interés financieros (accionistas, analistas, gestores de carteras profesionales e inversores individuales potenciales), otras partes interesadas de empresas cotizadas y ciudadanos involucrados en la adopción de medidas de responsabilidad y seguridad social corporativa. Finalmente, desde un punto de vista académico, este artículo contribuye a enriquecer la literatura existente sobre la verificación de la información de sostenibilidad a través de una línea emergente de investigación que consiste en analizar la reacción de los diferentes interesados a la verificación de los informes de sostenibilidad.

8. Referencias

- Adams, C.A.; Frost, G. (2008). Integrating sustainability reporting into management practices. *Accounting Forum*, 32(4), 288–302. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2008.05.002>
- Aguilera, R.V.; Rupp, D.E.; Williams, C.A.; Ganapathi, J. (2007). Putting the S back in corporate social responsibility: a multilevel theory of social change in organizations. *Academy of Management Review*, 32(3), 836–863. <https://www.jstor.org/stable/20159338>
- Barth, M.E.; Clinch, G. (2009). Scale effects in capital markets-based accounting research. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(3&4), 253–288. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2009.02133.x>
- Baumgartner, R.J. (2014). Managing corporate sustainability and CSR: a conceptual framework combining values, strategies and instruments contributing to

sustainable development. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 21(5), 258–271. <https://doi.org/10.1002/csr.1336>

Beets, S.D.; Souther, C.C. (1999). Corporate environmental reports: the need for standards and an environmental assurance service. *Accounting Horizons*, 13(2), 129–145. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.2.129>

Belkaoui, A.; Karpik, P.G. (1989). Determinants of the corporate decision to disclose social information. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 2(1), 36–51. <https://doi.org/10.1108/09513578910132240>

Berthelot, S.; Coulmont, M.; Serret, V. (2012). Do Investors value sustainability reports? A Canadian study. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19(6), 355–363. <https://doi.org/10.1002/csr.285>

Bowerman, S.; Sharma, U. (2016). The effect of corporate social responsibility disclosures on share prices in Japan and the UK. *Corporate Ownership & Control*, 13(2), 202–216. <https://doi.org/10.22495/coev13i2c1p2>

Brammer, S.; Pavelin, S. (2008). Factors influencing the quality of corporate environmental disclosure. *Business Strategy and the Environment*, 17(2), 120–136. <https://doi.org/10.1002/bse.506>

Brown, J.; Fraser, M. (2006). Approaches and perspectives in social and environmental accounting: An overview of the conceptual landscape. *Business Strategy and the Environment*, 15(2), 103–117. <https://doi.org/10.1002/bse.452>

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

Cahan, S.; De Villiers, C.; Jeter, D.; Naiker, V.; Van Staden, C. (2016). Are CSR Disclosures Value Relevant? Cross-Country Evidence. *European Accounting Review*, 5(3), 579–611. <https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1064009>

Camodeca, R.; Almici, A.; Sagliaschi, U. (2018). Sustainability disclosure in integrated reporting: Does it matter to investors? A cheap talk approach. *Sustainability*, 10(12), 4393. <http://dx.doi.org/10.3390/su10124393>

Carnevale, C.; Mazzuca, M. (2014a). Sustainability report and bank valuation: evidence from European stock markets. *Business Ethics: A European Review*, 23(1), 69–90. <https://doi.org/10.1111/beer.12038>

Carnevale, C.; Mazzuca, M. (2014b). Sustainability reporting and varieties of capitalism. *Sustainable Development*, 22, 361–376. <https://doi.org/10.1002/sd.1554>

Carnevale, C.; Mazzuca, M.; 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. <https://doi.org/10.1002/csr.262>

Castelo Branco, M.; Delgado, C.; Ferreira Gomes, S.; Pereira Eugénio, T.C. (2014). Factors influencing the assurance of sustainability reports in the context of the economic crisis in Portugal. *Managerial Auditing Journal*, 29(3), 237–252. <https://doi.org/10.1108/MAJ-07-2013-0905>

Chantziaras, A.; Dedoulis, E.; Grougiou, V.; Leventis, S. (2020). The impact of religiosity and corruption on CSR reporting: The case of U.S. banks. *Journal of Business Research*, 109, 362–374. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.12.025>

- Chih, H.L.; Chih, H.H.; Chen, T.Y. (2010). On the Determinants of Corporate Social Responsibility: International Evidence on the Financial Industry. *Journal of Business Ethics*, 93(1), 115–135. <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0186-x>
- Cho, C.H.; Michelon, G.; Patten, D.M.; Roberts, R.W. (2014). CSR report assurance in the USA: An empirical investigation of determinants and effects. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 5(2), 130–148. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-01-2014-0003>
- Cohen, J.R.; Simnett, R. (2015). CSR and assurance services: A research agenda. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34(1), 59–74. <https://doi.org/10.2308/ajpt-50876>
- Cormier, D.; Magnam, M. (2007). The revisited contribution of environmental reporting to investors' valuation of a firm's earnings: An international perspective. *Ecological Economics*, 62(3&4), 618–626. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2006.07.030>
- Dando, N.; Swift, T. (2003). Transparency and assurance: Minding the credibility gap. *Journal of Business Ethics*, 44(2-3), 195–200. <https://doi.org/10.1023/A:1023351816790>
- De Klerk, M.; De Villiers, C.; Van Staden, C. (2015). The influence of corporate social re-sponsibility disclosure on share prices. Evidence from the United Kingdom. *Pacific Accounting Review*, 27(2), 208–228. <https://doi.org/10.1108/PAR-05-2013-0047>
- Dhaliwal, D.S.; Radhakrishnan, S.; Tsang, A.; Yang, Y.G. (2012). Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: international evidence on corporate

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

social responsibility disclosure. *Accounting Review*, 87(3), 723–759. <https://doi.org/10.2308/accr-10218>

Diamond, D.W.; Verrecchia, R.E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *Journal of Finance*, 46(4), 1325–1359. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x>

Doidge, C.; Karolyi, A.; Stulz, R. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics*, 86(1), 1–39. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.002>

Elliott, W.B.; Jackson, K.E.; Peecher, M.E.; White, B.J. (2014). The unintended effect of corporate social responsibility performance on investors' estimates of fundamental value. *The Accounting Review*, 89(1), 275–302. <https://doi.org/10.2308/accr-50577>

Fazzini, M.; Dal Maso, L. (2016). The value relevance of “assured” environmental disclosure. The Italian experience. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 7(2), 225–245. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-10-2014-0060>

Fernández-Feijóo-Souto, B.; Romero, S.; Ruiz-Blanco, S. (2012). Measuring quality of sustainability reports and assurance statements: characteristics of the high quality reporting companies. *International Journal of Society Systems Science*, 4(1), 5–27. <https://doi.org/10.1504/IJSSS.2012.045371>

Fernández-Feijóo-Souto, B.; Romero, S.; Ruiz-Blanco, S. (2015). Multilevel Approach to Sustainability Report Assurance Decisions. *Australian Accounting Review*, 25(4), 346–358. <https://doi.org/10.1111/auar.12104>

- Finger, M.; Gavious, I.; Manos, R. (2018). Environmental risk management and financial performance in the banking industry: A cross-country comparison. *Journal of International Financial Markets Institutions and Money*, 52, 240–261. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2017.09.019>
- Gamerschlag, R.; Möller, K.; Verbeeten, F. (2011). Determinants of voluntary CSR disclosure: empirical evidence from Germany. *Review of Managerial Science*, 5(2-3), 233–262. <https://doi.org/10.1007/s11846-010-0052-3>
- García-Benau, M.A.; Sierra-García, L.; Zorio, A. (2013). Financial crisis impact on sustainability reporting. *Management Decision*, 51(7), 1528–1542. <https://doi.org/10.1108/MD-03-2013-0102>
- García-Sánchez, I.M.; García-Meca, E. (2017). CSR Engagement and Earnings Quality in Banks. The moderating role of institutional factors. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(2), 145–158. <https://doi.org/10.1002/csr.1405>
- Haddock-Fraser, J.; Fraser I. (2008). Assessing corporate environmental reporting motivation: Differences between ‘Close-to-Market’ and ‘Business-to-Business’ companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15(3), 140–155. <https://doi.org/10.1002/csr.147>
- Healy, P.M.; Palepu, K.G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

Holder-Webb, L.; Cohen, J.; Nath, L.; Wood, D. (2009). The supply of corporate social responsibility disclosures among US firms. *Journal of Business Ethics*, 84(4), 487-527. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9721-4>

Ingram, R.W.; Frazier, K.B. (1980). Environmental performance and corporate disclosure. *Journal of Accounting Research*, 18(2), 614–622. <https://www.jstor.org/stable/2490597>

Kaspereit, T.; Lopatta, K. (2016). The value relevance of SAM's corporate sustainability ranking and GRI sustainability reporting in the European stock markets. *Business Ethics: A European Review*, 25(1), 1–24. <https://doi.org/10.1111/beer.12079>

Kilic, M.; Kuzey, C. (2019). Determinants of climate change disclosures in the Turkish banking industry. *International Journal of Bank Marketing*, 37(3), 901–926. <https://doi.org/10.1108/IJBM-08-2018-0206>

Kim, O.; Verrecchia, R.E. (1994). Market liquidity and volume around earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1/2), 41–67. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90004-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90004-3)

Kolk, A. (2008). Sustainability, accountability, and corporate governance: Exploring multinationals' reporting practices. *Business Strategy and the Environment*, 17(1), 1–15. <https://doi.org/10.1002/bse.511>

Kolk, A.; Perego, P. (2010). Determinants of the adoption of sustainability assurance statements: an international investigation. *Business Strategy and the Environment*, 19(3), 182–198. <https://doi.org/10.1002/bse.643>

- Kolsi, M.C.; Attayah, O.F. (2018). Environmental policy disclosures and sustainable development: Determinants, measure and impact on firm value for ADX listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(5), 807–818. <https://doi.org/10.1002/csr.1496>
- La Porta, R.; López-de-Silanes, F.; Shleifer, A. (2008). The economic consequence of legal origins. *Journal of Economic Literature*, 46, 285–332. <https://doi.org/10.1257/jel.46.2.285>
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the World. *Journal of Finance*, 54, 471–518. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R.W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3–27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- Lang, M.; Lundholm, R. (2000). Voluntary disclosure and equity offerings: reducing information asymmetry of hyping the stock. *Contemporary Accounting Research*, 17(4), 623–662. <https://doi.org/10.1506/9N45-F0JX-AXVW-LBWJ>
- Lang, M.; Maffett, M. (2011). Economic effects of transparency in international equity markets: A review and suggestions for future research. *Foundations and Trends in Accounting*, 5(3), 175–241.
- Lock, I.; Seele, P. (2016). The credibility of CSR reports in Europe. Evidence from a quantitative content analysis in 11 countries. *Journal of Cleaner Production*, 122(20), 186–200. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.02.060>

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

Lourenço, I.; Callen, J.; Branco, M.; Curto, J.; Eugenio, T. (2012). How does the market value corporate sustainability performance? *Journal of Business Ethics*, 108(4), 417–428. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-1102-8>

Lourenço, I.; Callen, J.; Branco, M.; Curto, J. (2014). The value relevance of reputation for sustainability leadership. *Journal of Business Ethics*, 119(1), 17–28. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1617-7>

Matuszak, L.; Rozanska, E. (2020). Online corporate social responsibility (CSR) disclosure in the banking industry: evidence from Poland. *Social Responsibility Journal*, forthcoming <https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2018-0303>

Merton, R. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *Journal of Finance*, 42(3), 483–510. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1987.tb04565.x>

Michelon, G.; Pilonato, S.; Ricceri, F. (2015). CSR reporting practices and the quality of disclosure: An empirical analysis. *Critical Perspectives on Accounting*, 33, 59–78. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2014.10.003>

Mio, C. (2010). Corporate social reporting in Italian multi-utility companies: An empirical analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 17(5), 247–271. <https://doi.org/10.1002/csr.213>

Miralles-Quirós, M.M.; Miralles-Quirós, J.L.; Arraiano, I. G. (2017). Are firms that contribute to sustainable development valued by investors? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(1), 71–84. <https://doi.org/10.1002/csr.1392>

- Miralles-Quirós, M.M.; Miralles-Quirós, J.L.; Redondo-Hernández, J. (2019a). The impact of ESG performance on stock prices: Evidence from the banking industry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(6), 1446–1456. <https://doi.org/10.1002/csr.1759>
- Miralles-Quirós, M.M.; Miralles-Quirós, J.L.; Redondo-Hernández, J. (2019b). ESG Performance and shareholder value creation in the banking industry: International differences. *Sustainability*, 11(5), 1404; <https://doi.org/10.3390/su11051404>
- Mock, T.J.; Rao, S.S.; Srivastava, R.P. (2013). The development of worldwide sustainability reporting assurance. *Australian Accounting Review*, 23(3), 280–294. <https://doi.org/10.1111/auar.12013>
- Mock, T.J.; Strohm, C.; Swartz, K.M. (2007). An examination of worldwide assured sustainability reporting. *Australian Accounting Review*, 17(41), 67–77. <https://doi.org/10.1111/j.1835-2561.2007.tb00455.x>
- Moneva, J.M.; Archel, P.; Correa, C. (2006). GRI and the camouflaging of corporate unsustainability. *Accounting Forum*, 30(2), 121–137. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2006.02.001>
- Moneva, J.M.; Cuellar, B. (2009). The value relevance of financial and non-financial environmental reporting. *Environmental and Resource Economics*, 44(3), 441–456. <https://doi.org/10.1007/s10640-009-9294-4>
- Ohlson, J.A. (1995). Earnings, book values and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–686. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

- Ohlson, J.A. (2001). Earnings, book values and dividends in equity valuation: An empirical perspective. *Contemporary Accounting Research*, 18(1), 107–120. <https://doi.org/10.1506/7TPJ-RXQN-TQC7-FFAE>
- Owen, D.L.; Swift, T.A.; Humphrey, C.; Bowerman, M. (2000). The New Social Audits: Accountability, Managerial Capture or the Agenda of Social Champions? *European Accounting Review*, 9(1), 81–98. <https://doi.org/10.1080/096381800407950>
- Park, J.; Brorson, T. (2005). Experiences of and views on third-party assurance of corporate environmental and sustainability reports. *Journal of Cleaner Production*, 13(10/11), 1095–1106. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2004.12.006>
- Romero, S.; Fernandez-Feijoo Souto, B.; Ruiz, S. (2014). Perceptions of quality of assurance statements for sustainability reports. *Social Responsibility Journal*, 10(3), 480–499. <https://doi.org/10.1108/SRJ-10-2012-0130>
- Schadewitz, H.; Niskala, M. (2010). Communication via responsibility reporting and its effect on firm value in Finland. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 17(2), 96–106. <https://doi.org/10.1002/csr.234>
- Secchi, D. (2006). The Italian experience in social reporting: An empirical analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 13(3), 135–149. <https://doi.org/10.1002/csr.96>
- Seguí-Mas, E.; Polo-Garrido, F.; Bollas-Araya, H.M. (2018). Sustainability Assurance in Socially-Sensitive Sectors: A Worldwide Analysis of the Financial Services Industry. *Sustainability*, 10(8), 2777. <https://doi.org/10.3390/su10082777>

- Sierra, L.; Zorio, A.; García-Benau, M.A. (2013). Sustainable Development and Assurance of Corporate Social Responsibility Reports Published by Ibx-35 Companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(6), 359–370. <https://doi.org/10.1002/csr.1303>
- Sierra, L.; García-Benau, M.A.; Zorio, A. (2014). Credibilidad en Latinoamérica del informe de Responsabilidad Social Corporativa. *Revista de Administração de Empresas*, 54(1), 28–38. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020140104>
- Simnett, R. (2012) Assurance of sustainability reports. Revision of ISAE 3000 and associated research opportunities. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 3(1), 89–98. <https://doi.org/10.1108/20408021211223570>
- Simnett, R., Vanstraelen, A.; Chua, W.F. (2009). Assurance on sustainability reports: An international comparison. *Accounting Review*, 84(3), 937–67. <https://doi.org/10.2308/accr.2009.84.3.937>
- Spence, C. (2009). Social and environmental reporting and the corporate ego. *Business Strategy and the Environment*, 18(4), 254–265. <https://doi.org/10.1002/bse.600>
- Vaz Ogando, N.; Ruiz Blanco, S.; Fernández-Feijoo Souto, B. (2018). El mercado de verificación de las memorias de sostenibilidad en España: un análisis desde la perspectiva de la demanda. *Revista de Contabilidad*, 21(1), 48–62. <https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2017.07.003>
- Wiseman, J. (1982). An evaluation of environmental disclosures made in corporate annual reports. *Accounting, Organizations and Society*, 7(1), 53–63. [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(82\)90025-3](https://doi.org/10.1016/0361-3682(82)90025-3)

¿Valoran los *stakeholders* financieros la verificación de los informes de sostenibilidad?
Evidencia para la industria bancaria

Zorio, A.; García-Benau, M.A.; Sierra, L. (2013). Sustainability Development and the Quality of Assurance Reports: Empirical Evidence. *Business Strategy and the Environment*, 22(7), 484–500. <https://doi.org/10.1002/bse.1764>

CONCLUSIONES GENERALES

1. Conclusiones

Los cambios experimentados en la escala de valores de la población mundial, en general, ha propiciado una mayor preocupación por los temas sociales y medioambientales. En este sentido y desde distintos frentes, se demanda a las empresas que jueguen un papel más activo en esta materia y en particular al sector bancario por su impacto de sus actuaciones en la economía en general y del papel que desempeñan para sostener el equilibrio financiero. El interés por la RSC en el mundo financiero se hace cada vez más notorio, no sólo por la necesidad de los propios bancos de gestionar convenientemente sus riesgos sociales y medioambientales, sino también por el apremio de instituciones gubernamentales y reguladores, clientes, inversores y sociedad en general, que reivindican cada vez más transparencia e involucración de la banca en la sociedad y en el desarrollo sostenible.

El sector bancario es uno de los sectores menos estudiados por parte de la literatura previa e incluso es menor aún el número de investigaciones que se ocupen del sector bancario internacional a nivel global. Por ello, esta Tesis Doctoral se centra en este contexto.

En los capítulos 2, 3 y 4, se han incluido las conclusiones de cada uno de los trabajos de investigación realizados para la presente Tesis. No obstante, en el presente capítulo de conclusiones generales procedemos a destacar las conclusiones más notables del conjunto de la investigación llevada a cabo.

Entre los resultados obtenidos destacamos que los inversores valoran de manera diferentes los tres pilares ASG, revelando la inexistencia de homogeneidad en la relevancia del valor de las prácticas ambientales, sociales y de gobierno corporativo recalcando la relación positiva y significativa con los precios de las acciones de los bancos y en la creación de valor para los accionistas del desempeño ambiental y de gobierno corporativo no siendo así con el desempeño social, asociado de manera negativa en ambos casos. Igualmente la relevancia del valor de su desempeño es

Conclusiones Generales

significativamente mayor para los bancos en países desarrollados, países de derecho común y para el periodo post-crisis financiera mundial.

En línea con la literatura previa sobre RSC en el sector bancario, el análisis de contenido de las memorias de sostenibilidad concluye la necesidad de agregar credibilidad a la información a través de la verificación por un profesional independiente. Pese a la importancia de ello, su verificación es una práctica voluntaria que es interpretado por los *stakeholders* como un verdadero compromiso de información y transparencia por parte del banco hacia los mismos. Los resultados empíricos evidencian su influencia positiva y significativa de la verificación en el valor bursátil de las entidades analizadas.

Por todo ello queda demostrado y es vital para la gestión empresarial que los resultados obtenidos en la presente Tesis descartan dudas entre la relevancia de introducir o no medidas de responsabilidad social en las estrategias de gestión y constituyen un argumento de legitimación interno para las entidades bancarias en lo que se refiere a la integración de estas prácticas en su gestión estratégica. La gestión socialmente responsable establece un entorno de negocio favorable y de valor para todos sus participantes así como el desarrollo sostenible del negocio.

2. Limitaciones

Basado en la evidencia de los resultados obtenidos, la industria bancaria presenta un desarrollo de la RSC limitado actualmente, quedando aún un largo aprendizaje en este ámbito.

Como limitaciones de esta Tesis, principalmente destacamos el limitado número de entidades bancarias estudiadas debido especialmente a la dificultad en el acceso a la información, dado el carácter internacional de la muestra.

También destacar la importancia de analizar no sólo la calidad de la información medioambiental, social y de gobernanza sino sus factores explicativos y buscar en una probable relación entre las características empresariales que mejor expliquen el fenómeno divulgativo de responsabilidad social.

Finalmente, siempre puede parecer incompleto cualquier intención de medir un concepto multidimensional como la RSC a través de unas y otras variables.

3. Futuras líneas de investigación

Los resultados alcanzados en la presente Tesis Doctoral son particularmente relevantes para los inversores tanto individuales como institucionales, para los académicos, así como para los gestores de las entidades bancarias.

Con el objeto de salvar las limitaciones anteriormente expuestas, se plantea como líneas de investigación futuras llevar a cabo esta investigación con una muestra más amplia, manteniendo el carácter internacional, que posibilite la realización de análisis comparativos a nivel de países.

Asimismo, también sería de interés ampliar la evidencia empírica acerca de la relevancia valorativa de los distintos pilares ASG en otros mercados bursátiles, tanto desarrollados como emergentes. El análisis de las diferencias y similitudes entre mercados nos permitiría conocer en mayor medida el compromiso de los accionistas con la RSC, esencial para impulsar el desarrollo sostenible a nivel global.

Si bien los resultados de la Tesis Doctoral muestran un sector bancario comprometido con la RSC, existe una necesidad de seguir investigando para afianzar los resultados obtenidos y avanzar en el conocimiento empírico sobre el concepto de valor compartido.

