

# La divulgación de las prácticas de responsabilidad social empresarial y el desempeño financiero de las empresas colombianas

## The divulgation of the practices of corporate social responsibility and financial performance of colombian companies

Erika Janeth SALAZAR Jimenez [1](#); Belky Esperanza GUTIERREZ Castañeda [2](#)

Recibido: 27/06/2018 • Aprobado: 11/09/2018 • Publicado 15/12/2018

### Contenido

- [1. Introducción](#)
- [2. La RSE y el desempeño financiero](#)
- [3. Metodología de la investigación](#)
- [4. Resultados](#)
- [5. Conclusiones](#)

[Referencias bibliográficas](#)

#### RESUMEN:

El propósito de esta investigación es analizar a través de la técnica de datos de panel si la divulgación de reportes de sostenibilidad incide en el desempeño financiero (DF) de las empresas colombianas, tomando la información financiera y de los reportes GRI o similares, suministrada entre 2011 y 2015 por 51 empresas no financieras que cotizan acciones en la Bolsa de Valores de Colombia. Los resultados indican que la correlación entre la divulgación de reportes de sostenibilidad del GRI y el DF es positiva y significativa en las empresas colombianas.

**Palabras clave:** RSE, Desempeño financiero, Reportes GRI, Inversión en RSE

#### ABSTRACT:

The purpose of this research is to analyze through the technique panel data if the disclosure of sustainability reports affects the financial performance (FD) of Colombian companies, taking the financial information and the GRI or similar reports, provided between 2011 and 2015 by 51 non-financial companies listed on the Colombian Stock Exchange. The results indicate that the correlation between the disclosure of sustainability reports of the GRI and the DF is positive and significant in Colombian companies.

**Keywords:** CSR, Financial performance, GRI Reports, CSR Investment.

## 1. Introducción

La Responsabilidad Social Empresarial (RSE) es un término que en los últimos años se ha convertido en parte del léxico de empresarios, instituciones y organismos públicos y privados en todo el mundo, especialmente a raíz de las épocas de fuertes tensiones sociales, las campañas de cuidado del medioambiente y en general, la alta volatilidad de los mercados

financieros y las crisis económicas cada vez más frecuentes.

Inicialmente, las actuaciones de RSE en las empresas, se limitaban al cumplimiento legal y a la realización de actividades filantrópicas, tales como: realizar donaciones, fundar instituciones de educación o apoyar las actividades artísticas y deportivas en las comunidades (García V. , 2010). Posteriormente, una concepción más amplia de la RSE exigía trascender la obligatoriedad para llevar a cabo actuaciones voluntarias en todos los niveles de la organización, en cada una de las etapas de su proceso productivo y administrativo, y en medio de la protección de los intereses de todos los individuos. En este sentido, la RSE propone ir más allá de la eficiencia operativa y financiera de las organizaciones, estableciendo límites a las actuaciones empresariales para generar beneficios económicos (Sabogal, 2008, pág. 182).

Las actuaciones de RSE pensadas al interior de la organización son difícilmente identificables por agentes externos o incluso para los que están dentro de la organización, pero desconocen los planes y estrategias de la empresa en este aspecto. Sin embargo, la aparición de un gran número de estándares o guías de implementación de este tipo de actividades, denota la importancia que en los últimos años ha ganado la RSE.

A nivel mundial diversas instituciones han emitido guías o estándares que definen procedimientos y elementos mínimos para la planeación y comunicación de sus acciones de RSE, los cuales se pueden agrupar de la siguiente manera (Fernández, 2011): declaraciones y códigos de conducta (tales como Pacto Global de la ONU, Principios de la OCDE, el Código básico del ETI), guías de certificación y sistemas de gestión (como ISO 26000, EMAS, SGE 21, SA 8000), índices de posición (bursátiles como Dow Jones Sustainability Index y el FTSE4 Good, rankings como Merco) y guías para la información y generación de reportes (GRI, AA 1000, SASB, IR – Reporte Integrado, Human Rights Reporting).

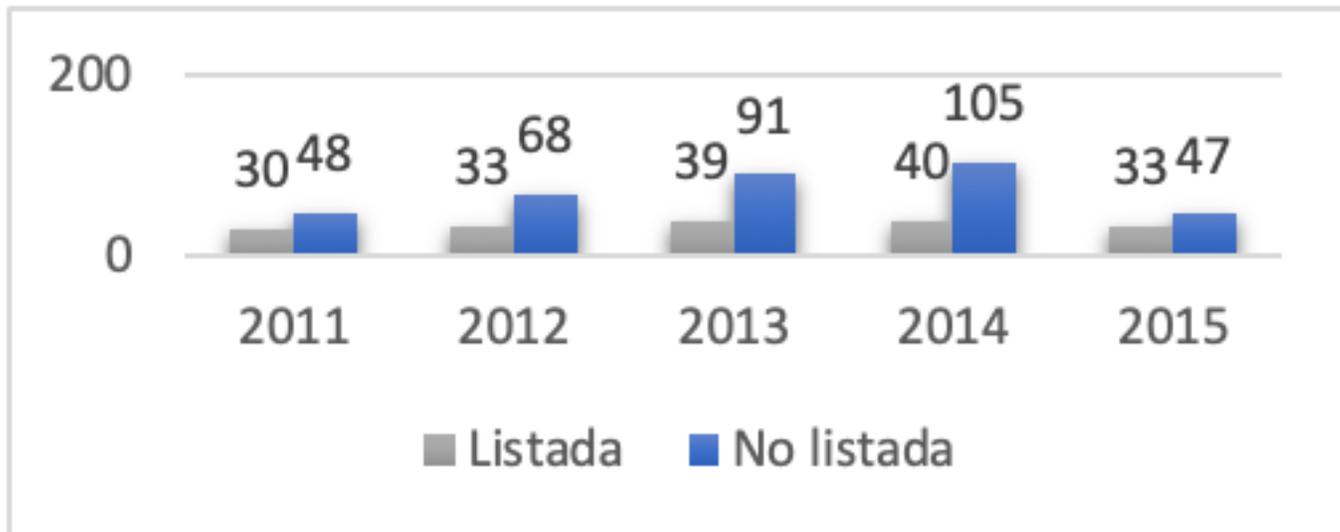
Entre estas últimas, la más utilizada a nivel mundial es la guía del Global Reporting Initiative – GRI, creada en 1997 como iniciativa del Programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente – PNUMA y la Coalición de Economías Medioambientales Responsables – CERES. De acuerdo a las declaraciones de la directora de la oficina del GRI de Hispanoamérica, Andrea Pradilla, en la más reciente presentación del GRI en Colombia, “la cantidad de reportes en el mundo sigue en aumento. [...] vemos que el porcentaje de reportes GRI sigue alto, cerca de un poco más del 70%; y hoy, 93% de las 250 empresas más grandes del mundo reportan bajo nuestras guías” (CECODES, 2017).

En Colombia, la RSE surgió después de la segunda mitad del siglo XX, en principio promovida por las autoridades eclesiásticas y el gobierno (Tinoco, Arango, & Benavides, 2012, pág. 198), se consolida a partir de la creación de agremiaciones como la ANDI (1944), FENALCO (1945) y ACOPI (1951), instituciones de gobierno como el SENA (1957) y el ICBF (1968), así como de fundaciones de las propias empresas. Posteriormente, centros especializados como CECODES, la Fundación CIPRES, el Centro RS y el Centro Internacional de Responsabilidad Social se crean para promover y enseñar a los empresarios como actuar de forma responsable, más allá de sus obligaciones legales. (Correa, 2007).

Es así como en los últimos años, en Colombia un gran número de estudios demuestran la importancia que ha cobrado la gestión de la empresa alineada con principios de RSE (Encuesta Arquitectura Social Estratégica de la misma entidad, (2015). Asimismo, Deloitte y el GRI, manifiestan en su informe Reportes de Sostenibilidad en Colombia: tendencias, retos y oportunidades, que cada año el número de informes de sostenibilidad de las empresas colombianas en la base de datos del GRI se incrementa considerablemente (ver gráfica 1), siendo este un paso importante en la construcción y conservación de la confianza, la cual es un elemento fundamental para el desarrollo sostenible. (Deloitte Colombia & GRI Hispanoamérica, 2015, pág. 2).

### **Gráfica 1**

Cantidad empresas colombianas con reportes del GRI



Fuente: Elaboración propia basada en Base de datos de Divulgación - GRI

En este mismo sentido, Aranguren (2009) en su trabajo sobre la divulgación de información social en América Latina, rescata la importancia de que la información suministrada vaya acompañada de datos de tipo cuantitativo, pues "a mayor precisión y fiabilidad de la información, mayor será el grado de confianza que dicha información inspire".

Por lo tanto, esta investigación se desarrolla en dos etapas fundamentales: la primera, es un análisis de contenido de los informes de sostenibilidad de las empresas reportadas en la base de datos del GRI, para identificar de aquellas que reportan bajo esta guía, su inversión en RSE. Asimismo, esta variable de inversión se busca en el informe de gestión, de aquellas que no presentan dicho reporte y hacen parte de la muestra objeto de estudio. Adicionalmente, se analiza la base de datos del índice del Dow Jones de Sostenibilidad, para verificar cuáles de las empresas estudiadas han sido distinguidas por la calidad de su información de RSE reportada.

La segunda fase es el análisis empírico realizado a través del modelo de datos de panel, construido con las variables de desempeño financiero (DF), obtenidas de la información financiera publicada por las empresas objeto de estudio a través del SIMEV, y las variables de RSE antes mencionadas.

La muestra elegida para este estudio comprende 51 empresas no financieras que cotizan acciones en la Bolsa de Valores de Colombia – BVC, que durante el periodo de análisis (2011-2015) se encuentran activas en el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE.

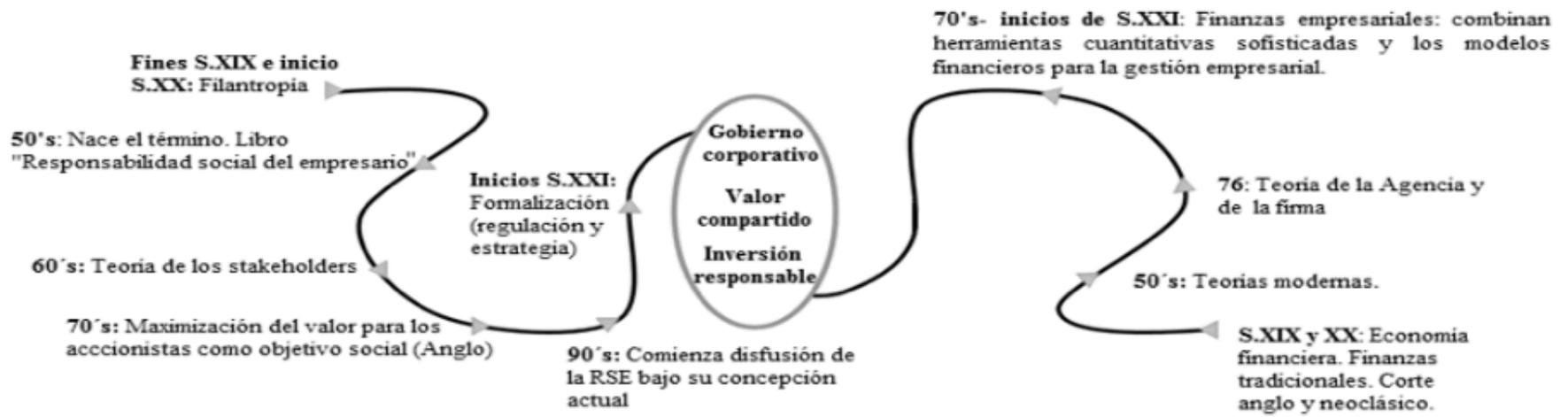
El presente trabajo se estructura de la siguiente manera: en el segundo apartado, posterior a esta introducción, se presentan los elementos teóricos y empíricos que relacionan la RSE y el desempeño financiero. En el tercer apartado, con base en los argumentos presentados, se formula la hipótesis que posteriormente será contrastada en el quinto apartado, donde se mostrarán los resultados del análisis cuantitativo. En el cuarto capítulo se presentan los elementos del contraste de hipótesis y finalmente, las conclusiones y las referencias bibliográficas, en los dos últimos capítulos.

## 2. La RSE y el desempeño financiero

### 2.1. Evolución hacia la teoría económica del valor compartido

La evolución histórica de la RSE desde la teoría de los stakeholders y las teorías financieras planteadas alrededor de la teoría de la firma y de agencia, han convergido hacia el desarrollo de la teoría del valor compartido de Porter y Kramer. Sin embargo, para llegar a este punto hubo una cantidad de momentos históricos que marcaron el desarrollo teórico de cada una de ellas, resumidos en la siguiente ilustración.

**Ilustración 1**  
Evolución RSE y teorías financieras



Fuente: Elaboración propia con base en Sabogal (2008) y Gómez-Bezares (2010)

A partir de los aportes de Howard R. Bowen en 1953, el camino de la RSE se enmarca en dos enfoques ideológicos (ver ilustración 1): el anglosajón, entorno a la maximización de las utilidades de los socios desde la teoría de los Shareholders de Milton Friedman (1970); y el alemán, que extiende la RSE más allá de los intereses de los socios y empleados, hacia otros grupos sociales que se ven afectados por la empresa, pensamiento desarrollado por la teoría de los Stakeholders impulsado por Edward Freeman (1984). A partir de este momento, comienza a difundirse el concepto moderno de la RSE concebido desde la teoría de los Stakeholders, que se convierte en el fundamento principal de la RSE moderna (Paternoster, 2011).

Asimismo, las finanzas evolucionan desde las teorías económicas neoclásicas, pasando por desarrollos en el campo de las finanzas corporativas, gracias a un cambio en la teoría de la firma a partir de la teoría de la agencia y el problema de la asimetría de la información. En esta ocasión, Jensen y Meckling (1976), Fama (1980) y Fama y Jensen (1983) plantean desde el enfoque organizacional, el problema del objetivo básico financiero como la maximización del valor de la compañía en medio del conflicto de interés entre socios y directivos.

De este problema de asimetría de la información, la teoría de agencia plantea la necesidad de que los administradores realicen una rendición de cuentas obligada de su gestión, no solo ante los socios o accionistas de las compañías, sino también ante el resto de sus grupos de interés.

En Colombia, el código de comercio modificado por la ley 222 de 1995, en su artículo 45 establece los elementos que deben presentar los administradores de las empresas colombianas, al final del ejercicio para demostrar los resultados de su gestión, los cuales deben publicarse a través de diferentes medios para ser consultados por el público en general. (Congreso de Colombia, 1995). En el caso de las empresas cotizadas en la BVC, la Guía del mercado de valores, establece que para ser inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE, las empresas deben suministrar periódicamente: (i) unos informes de pérdidas y ganancias, (ii) el proyecto de distribución de utilidades, (iii) el informe de la junta directiva sobre la situación económica y financiera, (iv) el informe del revisor fiscal, así como (v) los estados financieros trimestrales y otra información relevante para el mercado; a través del Sistema Integral de Información al Mercado de Valores – SIMEV, gestionado por la Superintendencia Financiera como organismo de control y vigilancia de estas empresas. (Bolsa de Valores de Colombia, 2014, pág. 68)

Esta información de carácter obligatorio, se complementa con otra voluntaria que mejora la cantidad y calidad de información revelada en Colombia por parte de las empresas. En el caso de las empresas de la BVC, la Superfinanciera mediante la Circular 28 de 2007, expidió el Código País, el cual compila un conjunto de recomendaciones sobre las prácticas de Gobierno corporativo. A pesar de que este código se adopta de forma voluntaria, las empresas deben informar a la Superintendencia la razón y el hecho de no haberlo acogido. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2007)

Estos esfuerzos por mejorar la calidad de la información revelada, emergen como un aspecto necesario para la internacionalización económica de las empresas, siguiendo la línea de otros estándares también acogidos a nivel mundial como las NIIF del IASB o las NIAS del IAASB. "En la era de la transparencia radical sabemos que las demandas de información continuarán

y estarán además acompañadas por esfuerzos en política pública tendientes a institucionalizar la sostenibilidad.” (Deloitte Colombia & GRI Hispanoamérica, 2015, pág. 3)

Por tanto, el valor compartido es la propuesta teórica del nuevo siglo que sustenta la consecución de beneficios económicos sostenibles en el largo plazo, para las organizaciones que desde sus perspectivas estratégicas, definan y ejecuten planes de negocio en consideración del bienestar de sus empleados, la productividad de su operación a través del uso eficiente de los recursos del medio ambiente, la satisfacción de sus clientes con la superación de sus expectativas y experiencias de felicidad y la administración óptima de sus recursos financieros a través de inversiones y fuentes de financiación que reducen el costo de capital e incrementan la generación de valor en la compañía. (Porter & Kramer, 2011)

Esta teoría del valor compartido evidencia una intersección entre las teorías financieras desarrolladas en los últimos años y las preocupaciones sociales en torno al desempeño de las empresas frente a actuaciones cuestionables de malversación de recursos y afectación de miles de personas alrededor del mundo. En este contexto, el valor compartido propone soluciones para la recuperación de la confianza en las actuaciones empresariales y la satisfacción de las exigencias mundiales frente a mayor transparencia y acceso a información financiera y no financiera para la toma de decisiones de los diferentes usuarios o grupos de interés.

El valor compartido no consiste en compartir, distribuir o asignar los resultados creados por las empresas, sino en involucrar en la creación del valor económico y social a cada uno de los participantes de la cadena de valor, mediante la creación de clústers y redefinición de productos innovadores que produzcan mayor satisfacción a los clientes, en medio del respeto por el medio ambiente y las comunidades donde se establecen las compañías. (Porter & Kramer, 2011).

## **2.2. Antecedentes empíricos.**

El valor compartido, traduce la relación que desde los años 60's se busca entre la RSE y el desempeño financiero de las empresas. Según Sabogal (2008) la preocupación por la relación entre el desarrollo humano y el crecimiento económico, además de las obligaciones sociales de las empresas frente a los diferentes grupos de interés, tomó fuerza entre los trabajos de los académicos de esta época. Sin embargo, fue desde la década de los 70's cuando se dio un importante auge de las investigaciones de carácter académico y profesional frente a la conexión entre la responsabilidad social empresarial y el desempeño financiero de las organizaciones. Así lo demuestra (Peloza, 2009) en su texto *The challenge of measuring financial impacts from investments in corporate social performance*, donde indica que desde esta época se pueden identificar estudios de tipo académico y otros de carácter profesional. De los primeros, el 59% muestran relaciones positivas entre el desempeño financiero y RSE; 27%, resultados mixtos; y 14%, relaciones negativas. El 77% de los reportes de profesionales muestran resultados positivos entre RSE y actuación financiera; 10%, reportes mixtos o neutros; y 13%, conclusiones negativas.

Asimismo, otros autores como Cooke (1989), Deegan y Gordon (1996), Robb, Single y Zarzeski (2001), Margolis y Walsh (2001), Orlitzky, Schmidt y Rynes (2003), Gómez (2006), Petersen y Vredenburg (2009), Lee y Faff (2009), Prado García y Gallego (2012), Lopes de Oliveira y Moneva (2013), Rodríguez- Fernández (2016), Fatermi, Fooladi y Tehranian (2015) han demostrado que la relación existente es positiva.

Mientras que Friedman (1970), Bragdon y Marlin (1972), Castelo y Lima (2006), Cho, Roberts y Patten (2010), Andrikopoulos y Krikliani (2012), Fraile y Fradejas (2012), consideran que la relación es negativa entre el desempeño financiero y las variables de divulgación sobre responsabilidad social empresarial.

Por último, los estudios de otros como Abbot y Monsen (1979), Chow y Wong-Boren (1987), García y Monterrey (1993), Meek, Roberts y Gray (1995), Archel (2003), Fernández y Luna (2003), García- Ayuso y Larrinaga (2003), Husillos (2007), Aranguren (2008), Prado, García y Gallego (2009) concluyen que no hay relación o es insignificante.

Particularmente en Latinoamérica Crisóstomo V., De Souza Freire y Vasconcellos (2011)

encuentra que para el caso de Brasil la relación es neutra a causa de que los inversionistas no se ven motivados a invertir en empresas socialmente responsables; en México Alonso, Rodríguez, Cortez, y Abreu (2012) concluyen que la relación entre RSE y el desempeño financiero es positiva. En Chile, Valenzuela, Jara-Bertin y Villegas (2015), concluyen que la divulgación de las cuatro dimensiones de la RSE (económico, legal, ética y voluntaria-filantrópica) influye positivamente en el desempeño financiero.

Los beneficios de generar y presentar reportes de sostenibilidad como medio de divulgación de las prácticas de RSE, se definen en términos económicos y de gestión organizacional, debido a que permiten lograr una gestión más eficiente de la información con los diferentes grupos de interés, lo que se traduce en credibilidad, fidelidad de clientes y empleados, mejora en la reputación de la organización con un consecuente incremento en las ventas y de participación en el mercado. También amplía los canales de interacción con su cadena de valor para identificar oportunidades y ventajas competitivas, además de que permite identificar a tiempo los riesgos actuales y potenciales de su operación, ahorrando tiempo y otros recursos. (Expok, 2013; Deloitte Colombia & GRI Hispanoamérica, 2015; García-Orcoyen, 2006; Guerrero, 2014; Paternoster, 2011).

### **3. Metodología de la investigación**

En el mundo diversos investigadores han analizado la relación entre la RSE y el desempeño financiero de las empresas, los resultados se han dado en tres direcciones (i) positiva, (ii) negativa y (iii) neutral o poco significativa. Cabe mencionar que la mayoría de los trabajos realizados han analizado esta relación en el contexto de las economías desarrolladas, especialmente Europa y EEUU. (Dowell, Hart, & Yeung, 2000)

Sin embargo, en las economías en desarrollo, específicamente América Latina, ha sido poco investigada y sus resultados no son concluyentes. En el contexto colombiano se espera que esta relación, al igual que en Chile y México sea positiva. Así, según información del GRI, actualmente Colombia es el país hispanoamericano que mayor cantidad de reportes GRI realiza (GRI, 2017, Junio), lo que demuestra la importancia para los empresarios y los grupos de interés reviste contar con información de sostenibilidad, más aun cuando se convierte en una herramienta de gestión para los primeros, y en un criterio de decisión de inversión para los segundos (Oosterwoud, 2015). Considerando este contexto en esta investigación se consideró como hipótesis de investigación : *La elaboración y divulgación de reportes de sostenibilidad con base en las guías del GRI, incide positivamente sobre el desempeño financiero de las empresas colombianas.*

Para sustentar esta hipótesis y dar respuesta a la pregunta de investigación, se consideró como población las empresas listadas como emisores en la página Web de la BVC; a partir de ahí obtener la muestra poblacional se consideraron los siguientes criterios (i) encontrarse vigentes en el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE, que administra la Superintendencia Financiera de Colombia y (ii) que su actividad económica no se asocie al sector financiero. Para identificar el sector económico al que pertenecen y excluir las empresas financieras que cotizan acciones en la BVC, se utilizó la Clasificación Industrial Internacional Uniforme – CIIU que aparece en el RNVE de cada una de las empresas, homologada en función de su naturaleza y agrupada (ver tabla 1):

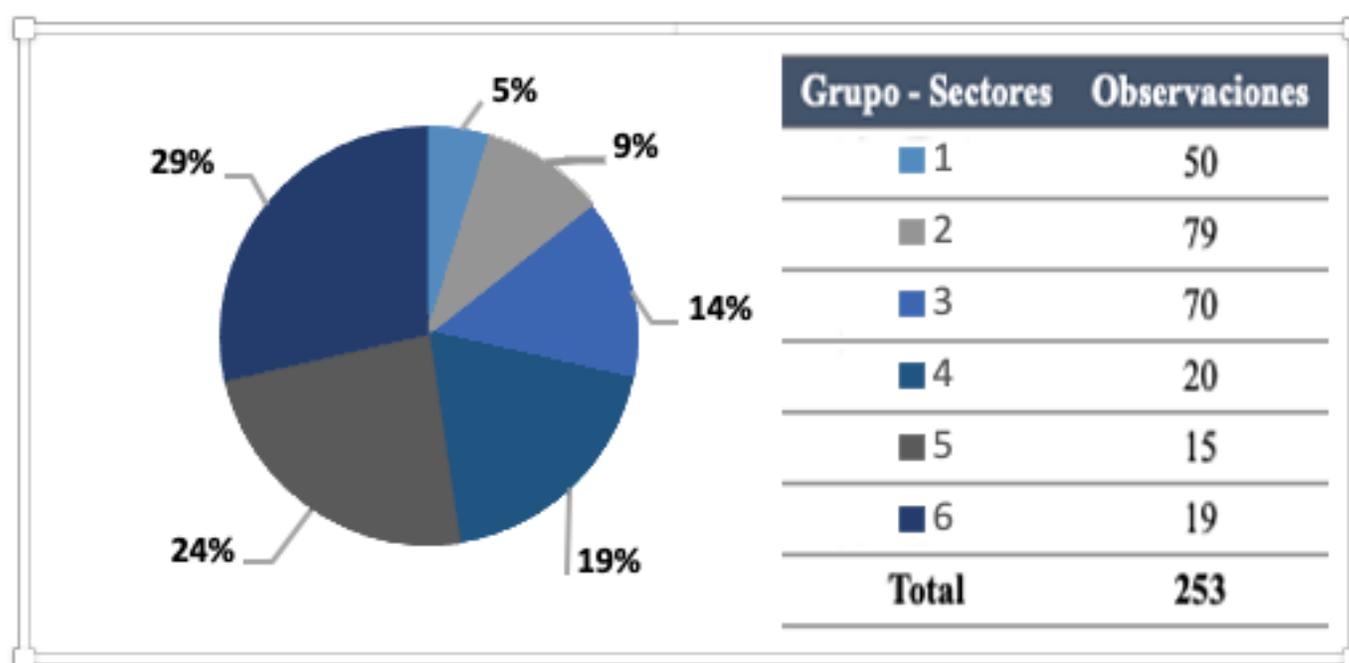
**Tabla 1**  
Sectores económicos

Grupo	Secciones versión 3,1	en	Secciones versión 4	en	Actividades económicas - Sector
1	A, B, C		A, B		Explotación y uso de los recursos naturales (seres vivos)
2	D		C		Industrias manufactureras
3	E, L, M, N, O, Q		D, L, O, P, Q, R, J		Empresas públicas y prestación de servicios básicos, sociales y culturales
4	F, K		F		Construcción de inmuebles y actividades inmobiliarias
5	G		G		Comercio al por mayor y al por menor
6	H, I		H, I, M, N, S		Servicios no financieros
7	J		K		Servicios financieros
8	P, clasificaciones	Otras clasificaciones	T, clasificaciones	Otras clasificaciones	Actividades de hogares privados y particulares

Fuente: Elaboración propia basada en Resolución 00432 (2008) y Resolución 000139 (2012)

Así, después de verificar los criterios antes mencionados, la muestra poblacional utilizada para la aplicación de la metodología del contraste de hipótesis, tiene 253 observaciones que corresponden a los datos de 51 empresas por un periodo de cinco años, entre 2011 y 2015, por lo tanto, este estudio se realiza utilizando la técnica de panel de datos desbalanceado o de corte transversal; estas 51 empresas de la muestra en su gran mayoría pertenecen al sector industrial (ver gráfica 2).

**Gráfica 2**  
Clasificación sectorial de la muestra



Fuente: Elaboración propia (Clasificación numérica de los sectores según grupo (tabla 1))

Considerando la muestra poblacional utilizada y según la revisión de la literatura, diferentes estudios alrededor del mundo han analizado la incidencia de la RSE en el desempeño financiero de las empresas, utilizando diferentes metodologías entre las que se destacan las regresiones (lineales o múltiples) con mínimos cuadrados y datos de panel o de corte transversal, acompañados por un análisis de contenido para la identificación de las variables. (Fernández y Luna, (2003); Castelo y Lima, (2006); Crisóstomo et al., (2011); Valenzuela et al., (2015)). En lo referente a las investigaciones utilizando variables de RSE y los gastos promedios en los temas de RSE, Orlitzky et al., (2003); Oliveira y Moneva, (2013); Fatermi, et al., (2015) y Crisóstomo et al., (2011) ; encontraron resultados diversos sobre el desempeño financiero. Igualmente; una gran diversidad de variables dicotómicas han sido utilizadas para medir las acciones e iniciativas empresariales en materia de sostenibilidad. (Alonso et al. (enero - marzo 2012); Valenzuela et al., (2015); Rodríguez- Fernández, (2016)).

Con lo anterior, en el caso de esta investigación, la variable Inv\_RSE, fue extraída a través del

análisis de contenido de cada uno de los informes de sostenibilidad que durante el periodo de estudio, las compañías presentaron con base en las guías del GRI, así como de los informes de gestión anuales u otros informes de sostenibilidad que en ocasiones pueden presentar las compañías. Estos informes se obtuvieron directamente de la Base de Datos de Divulgación del GRI, de la página web de las empresas u otro medio en el internet.

Asimismo, se utilizan dos variables dicotómicas que representan la importancia que las empresas colombianas han dado al reporte y la divulgación de este, siendo reconocidas por el GRI dentro de su conjunto de emisores y por el índice Dow Jones de Sostenibilidad global y de mercados emergentes, como aquellas con revelación de información de alta calidad en temas de sostenibilidad.

En cuanto a las variables financieras, algunas proceden de datos contables y otras del mercado, entre las más utilizadas a nivel mundial se encuentran: Q de Tobin, ROA, ROE, endeudamiento y costo del capital. (García y Monterrey, (1993); García- Ayuso y Larrinaga, (2003); Archel, (2003), Dhaliwal et al., (2009); Andrikopoulos y Kriklani, (2012). En esta investigación se utilizó como variables de desempeño financiero ROA y ROE, las cuales dependen únicamente de los datos contables de las compañías, debido a que los datos de mercado son escasos por la baja bursatilidad en las empresas de la muestra. Igualmente, la información de estas variables se obtuvo del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores – SIMEV, la cual es fuente oficial del reporte de información financiera de las empresas cotizantes en el mercado de valores. En otros casos, a falta de esta, se acudió directamente al informe anual o al estado financiero publicado por la empresa a través de su página web u otro medio similar. La existencia de dos variables dependientes, significa que el modelo de regresión se correrá dos veces, la primera vez con la ROA (ecuación 1) y la siguiente, con el ROE (ecuación 2). Así, el modelo de regresión utilizada para aplicar la metodología de datos de panel y comprobar la incidencia de la divulgación del reporte GRI sobre el desempeño financiero, es la siguiente:

$$ROA_{it} = \beta_1 + \beta_2 Inv\_RSE_{it} + \beta_3 GRI_{it} + \beta_4 DJSI_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 Riesgo_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ROE_{it} = \beta_1 + \beta_2 Inv\_RSE_{it} + \beta_3 GRI_{it} + \beta_4 DJSI_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 Riesgo_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Donde *ROA* es la rentabilidad de los activos, calculada a partir de la relación entre la utilidad neta del estado de resultados y el total de activos a la fecha. El *ROE*, es la rentabilidad del patrimonio, calculada mediante la división de la utilidad neta entre el patrimonio total de la compañía o el grupo económico a la fecha.

La primera variable independiente *Inv\_RSE* representa la inversión en temas de RSE, medida por la suma total de la inversión social y la inversión ambiental realizada y divulgada por la empresa a través de los diferentes informes que presenta cada año dividida sobre los ingresos operacionales de la compañía o el grupo económico emisor del informe. (i) La inversión social, comprende el monto de los gastos asociados a temas como: programas educativos o capacitaciones a empleados, proveedores, comunidades o cualquier otro grupo de interés; actividades culturales, artísticas o recreativas, programas de ayuda humanitaria. (ii) La inversión ambiental representa el monto de las inversiones reveladas asociadas con: los programas o acciones que contribuyan a disminuir la contaminación ambiental que genera en el aire, agua, suelo, etc.

Con respecto a la variable independiente *GRI*, es una variable dicotómica que toma el valor de 1 cuando la empresa, de acuerdo a la base de datos de divulgación del GRI, ha divulgado su reporte de sostenibilidad con base en estas guías de preparación y cero, en caso contrario. Asimismo, la variable dicotómica *DJSI*, toma valores de 1 cuando la empresa para el año *t* aparece en el índice del Dow Jones de Sostenibilidad a nivel del mercado global o de mercados emergentes, siendo reconocido por la alta calidad de sus prácticas en materia de sostenibilidad, como líder a nivel global. (ROBECOSAM, 2017)

Las variables de control son variables que potencialmente podrían incidir sobre el desempeño financiero tal como se establece en investigaciones previas. (Husillos, (2007); Prado et al., (2012); Fraile y Fradejas; (2012) y Rodríguez- Fernández, (2016); en esta investigación se utilizó *SIZE* (tamaño) medido por el logaritmo natural del total de activos, en este caso tamaño de la empresa puede influir en la capacidad de la empresa de realizar acciones

socialmente responsables por su disponibilidad de flujo de caja libre y el *Riesgo* (Pasivo total/ Activo total) como medida del compromiso de la empresa con el pago de sus obligaciones con terceros, también puede afectar el comportamiento de la empresa y su capacidad para realizar acciones de RSE y divulgarlas.

Así, considerando estas variables con el método de datos de panel en función de contrastar la hipótesis se realizó regresiones a partir de datos que combinan series de tiempo por cinco años y datos de sección cruzada para 51 empresas. La ventaja de esta metodología es que permite estudiar el efecto fijo individual de cada una de las empresas objeto de estudio, que pueden estar correlacionados con otras variables del modelo (Labra & Torrecillas, 2014). Igualmente, permite aumentar el número de observaciones, considerando que cada individuo no tiene que participar en todos los años del periodo de estudio, ampliando la muestra estadística para aumentar el grado de confiabilidad y significancia de la información. (Kennedy, 2003)

En este sentido, Valenzuela et al. (2015) menciona que es necesario determinar la relación entre el término de efectos fijos y las variables independientes del modelo, puesto que esta misma relación existirá entre la variable dependiente y el componente aleatorio. Para ello, la prueba de Hausman se realiza para contrastar la hipótesis nula de ausencia de correlación entre las variables independientes y el término de efectos fijos, conocido como el problema de endogeneidad.

Igualmente, con el fin de evaluar la existencia de un posible problema de heteroscedasticidad en los datos, se utilizó un modelo de datos de panel con matriz de covarianza robusta en el procedimiento de estimación, para dar mayor fiabilidad al estimador. (Wooldridge, 2006, pág. 293).

## 4. Resultados

### 4.1. Análisis descriptivo

Al evaluar las variables dependientes seleccionadas para la aplicación del modelo, caracterizando su comportamiento agrupado en cada uno de los sectores económicos a los que pertenecen se identificó que en el sector de servicios el 63% de las observaciones agrupadas, corresponden a empresas que han presentado y divulgado un reporte de sostenibilidad haciendo uso de las guías del GRI durante el periodo de estudio. En el sector de empresas públicas y otras que se dedican a prestar servicios sociales, básicos y culturales, el 16% de los datos observados corresponden a individuos que aparecen en el índice del Dow Jones de Sostenibilidad sea en la familia del mercado global o en la de mercados emergentes. (Ver tabla 2). En general esto se debe a que las empresas pertenecientes a este sector, tienen unos grandes representantes a nivel mundial cotizantes en diversos mercados internacionales, los cuales exigen una alta calidad de la información, especialmente la relacionada con sus grupos de inversores. El sector que más invierte en temas de RSE es el de explotación y uso de los recursos naturales, pues en promedio el 3.26% de sus ingresos son destinados a cubrir necesidades ambientales y sociales de sus grupos de interés (Ver tabla 2).

Tabla 2  
Comportamiento de RSE por sector

Sector	GRI	DJSI	Inv_RSE promedio	Total
Explotación y uso de los recursos naturales (seres vivos)	32%	10%	3.26%	50
Industrias manufactureras	34%	6%	1.35%	79
Empresas públicas y prestación de servicios básicos, sociales y culturales	50%	16%	2.46%	70
Construcción de inmuebles y actividades inmobiliarias	0%	0%	1.79%	20
Comercio al por mayor y al por menor	60%	8%	0.30%	15
Servicios no financieros	63%	0%	1.60%	19
<b>Total</b>				<b>253</b>

Los valores descriptivos de las variables revelan que en promedio la rentabilidad de los activos es de 3.68% con una desviación estándar de 5.50% mientras que la rentabilidad del patrimonio es mayor en 0.50% con una alta volatilidad. En relación con el comportamiento de las variables de RSE, en promedio el 39% de las observaciones de la muestra han divulgado reportes de sostenibilidad con base en las guías del GRI, y tan solo 8% aparecen en el índice del Dow Jones de Sostenibilidad del mercado global o de mercados emergentes (ver tabla 3). Así, aunque Colombia es uno de los países que en Latinoamérica se destaca por sus planes y manifestaciones divulgadas a través de sus reportes, aún queda pendientes lograr mayor cobertura entre las empresas de la BVC y las que no pertenecen a ella.

**Tabla 3**  
Estadísticas descriptivas

Variables	Media	Desv. Estándar	Mínimo	Mediana	Máximo
ROA	0.036806	0.054982344	-0.154845747	0.036339026	0.23608508
ROE	0.041761	0.157463308	-1.578094409	0.053694429	0.453812348
GRI	0.391304	0.489009647	0	0	1
Inv_RSE	0.020275	0.032101639	4.44154E-05	0.014326522	0.364720349
DJSI	0.079051	0.270353768	0	0	1
SIZE	13.62793	1.824611981	9.715346696	13.69993819	18.60785757
Riesgo	0.344723	0.226061561	0.004223197	0.30997861	1.592184785
Observaciones	253				

Fuente: Elaboración propia

Igualmente, se identificó que la inversión promedio en temas de RSE divulgada representa tan solo el 2.03% de los ingresos operacionales de las observaciones en la muestra, con una alta volatilidad entre las mismas, llegando a un máximo de 36% y un mínimo de 0.005%. Esta situación tan volátil denota problemas de divulgación o incluso marcadas diferencias en la concepción de la importancia de la RSE en las empresas colombianas. (Ver tabla 3)

## 4.2. Análisis empírico

Después del análisis descriptivo de los datos, la prueba de Hausman permitió comparar si el modelo presenta efectos individuales fijos o aleatorios a lo largo del tiempo. En este sentido, la tabla 4, presenta el resultado de la prueba para las dos variables dependientes.

**Tabla 4**  
Test de Hausman

Variable dependiente	Variables Independientes	Variables control	de Chi- cuadrado	P- valor	Conclusión
ROA	GRI, Inv_RSE, DJSI	SIZE, Riesgo	12.932%	0.02402	Efectos fijos
ROE	GRI, Inv_RSE, DJSI	SIZE, Riesgo	15.601%	0.008081	Efectos fijos

Fuente: Elaboración propia

Este test parte de la comparación entre los coeficientes del estimador de efectos fijos y de efectos aleatorios y plantea como hipótesis nula que estos son los mismos y que hay ausencia de correlación entre las variables independientes y los efectos individuales. El resultado de este test en ambas variables dependientes, rechaza la hipótesis nula debido a que el P-valor está por debajo de 0.05, por lo tanto, los estimadores se calculan por efectos fijos. (Ver tabla 4). Con base en este resultado, se procedió a aplicar el estimador de efectos fijos sobre el tiempo con matriz de covarianza robusta. El Panel A muestra los resultados de las estimaciones de la ecuación (1) en donde se analiza la incidencia de la divulgación de los reportes de sostenibilidad elaborados bajo el GRI, así como otros factores de medición de las prácticas de RSE en las empresas colombianas, sobre la ROA, y el Panel B los muestra frente al ROE.

**Tabla 5**  
Panel A. Variable dependiente ROA

<b>Variables</b>	<b>Coefficientes</b>	<b>Error estándar</b>	<b>Z- valor</b>	<b>P- (&gt;  z )</b>	<b>Niv. sig</b>
Inv_RSE	-0.5362759	0.4721556	-1.1358	0.2560389	
GRI	0.0171942	0.0065586	2.6216	0.0087513	**
DJSI	-0.0045942	0.0087852	-0.5230	0.6010086	
SIZE	0.0031966	0.001914	1.6701	0.0948996	****
Riesgo	-0.0625396	0.0181853	-3.4390	0.0005838	***
SST	0.76181				
SSE	0.69227				
$R^2$	0.091283				

\* Si P< 0.05 \*\* Si P < 0.01 \*\*\* Si P<0.001 \*\*\*\* Si P<0.1

Fuente: Elaboración propia

Así, se observa una relación positiva y estadísticamente significativa entre la divulgación del reporte de sostenibilidad GRI y la ROA, lo cual comprueba la hipótesis de este trabajo de investigación. En este sentido, las empresas que presentan el reporte de sostenibilidad GRI tienen una rentabilidad de los activos superior en 1.71 unidades, con respecto a las que no lo presentan. Sin embargo, la inversión en RSE y el distintivo del Dow Jones de Sostenibilidad, no influye significativamente sobre el comportamiento de esta variable (ver tabla 5)

Adicionalmente, el tamaño y el riesgo influyen significativamente sobre el desempeño financiero medido con la ROA. El riesgo tiene una relación inversa debido a que, a mayor grado de compromisos financieros de la empresa con terceros, los gastos financieros reducen la utilidad de la compañía y los flujos de caja libre. El tamaño tiene una relación positiva, lo cual indica que a mayor tamaño de la empresa mejor desempeño financiero. (Ver tabla 5)

**Tabla 6**  
Panel B. Variable dependiente ROE

<b>Variables</b>	<b>Coefficientes</b>	<b>Error estándar</b>	<b>Z- valor</b>	<b>P- (&gt;  z )</b>	<b>Niv. sig</b>
Inv_RSE	0.5174658	0.8566689	0.604	0.54580	
GRI	0.066925	0.0153519	4.3594	0.00001	***
DJSI	0.0048137	0.0275261	0.1749	0.86120	
SIZE	0.0152169	0.0027349	5.5639	0.00000	***
Riesgo	-0.2230617	0.0267729	-8.3316	0.00000	***
SST	6.2483				
SSE	5.6561				
$R^2$	0.09478				

\* Si P< 0.05 \*\* Si P < 0.01 \*\*\* Si P<0.001 \*\*\*\* Si P<0.1

Fuente: Elaboración propia

La relación de las variables con respecto al ROE, se comporta igual que en el caso anterior. El hecho de divulgar reportes de sostenibilidad bajo las guías del GRI influye positiva y significativamente sobre la rentabilidad del patrimonio, pues las compañías que lo hacen tienen una rentabilidad del patrimonio superior en 6.69 unidades con respecto a las que no. El tamaño y el riesgo se relacionan de forma positiva y negativa, respectivamente. (Ver tabla 6).

En ambos casos el coeficiente de determinación denominado R-cuadrado, es cercano al 9.5% lo cual es considerado como comportamiento normal de estos modelos econométricos donde el máximo esperado de capacidad explicativa no supera el 30% principalmente, este R2 puede ser bajo frente a los análisis o resultados estadísticos tradicionales, pero no en el caso de estudios de casos de las ciencias sociales. (Wooldridge, 2006). En Colombia, la capacidad

explicativa podría reducirse a causa del escaso número de datos, los cuales se limitan al comportamiento financiero de las empresas, pues el mercado de la mayoría de las empresas carece de bursatilidad, asimismo, existen grandes dificultades por establecer las medidas de RSE, pues no hay una fuente de información confiable que recopile información de este tipo, como si ocurre en otros países latinoamericanos como Brasil y Chile.

---

## 5. Conclusiones

La elaboración y presentación de reportes de sostenibilidad, como medida del desempeño socialmente responsable de las empresas, se ha convertido en una práctica común en una gran cantidad de empresas alrededor del mundo. La diversidad de guías y principios para abordar este tema, demuestran la importancia que ha cobrado en los últimos años la creación de canales de comunicación que faciliten el acercamiento entre empresas y sus grupos de interés. Entre ellos, el GRI, estándar de mayor reconocimiento y uso para la elaboración del reporte de esta información a nivel mundial, requiere describir las acciones de RSE en las dimensiones social, ambiental y económico; declarar el enfoque de su gerencia en relación con su gestión, perfil organizacional y compromiso con la sostenibilidad y además revelar el monto de su inversión en cada una de esas acciones de RSE. (GRI, 2006, pág. 29)

En Colombia, se ha avanzado hacia la divulgación de este tipo de información. Las empresas que cotizan sus títulos en la BVC deben revelar mayor cantidad de información y acoger un código de buena conducta, así como de participar en la construcción de indicadores que mejoren la percepción de confianza y transparencia entre los participantes del mercado. Sin embargo, no solo las empresas de la Bolsa se han visto motivadas a revelar este tipo de información, sino que hoy en día empresas no cotizadas también reciben reconocimientos por su desempeño y sus actitudes responsables con sus grupos de interés. (Ver gráfica 1)

En este sentido es importante rescatar las ventajas que esta preparación y divulgación tiene no solo para los diferentes grupos de interés, sino también para las empresas que las ponen en práctica, por esta razón, aunque se mencione entre ellas: el incremento de las ventas, la reputación, la creación de ventajas competitivas y la gestión de los riesgos; este trabajo tuvo como objetivo medir en qué sentido y en qué cuantía una empresa colombiana esperaba incrementar su desempeño financiero a partir de su divulgación de las prácticas de RSE a través del reporte de sostenibilidad elaborado con las guías del GRI, siendo está la de mayor reconocimiento a nivel mundial.

Los resultados obtenidos a partir del contraste de hipótesis, de los datos de 51 empresas no financieras que cotizan acciones en la BVC, para un periodo de análisis de 5 años (2011-2015), demuestran que existe una relación positiva y estadísticamente significativa entre las medidas de desempeño financiero (variables dependientes) y la variable de RSE que distingue la elaboración y divulgación de reportes del GRI. El análisis respecto al nivel relativo de la inversión en RSE en las empresas y su participación en el índice de Dow Jones de Sostenibilidad, no resulta significativo o concluyente, posiblemente debido a la alta volatilidad de los datos en la primera y la poca participación en la segunda.

En este sentido, es necesario resaltar la importancia que la elaboración y divulgación que este tipo de reportes tiene para el desempeño de las empresas, pues si esta actividad se visualiza más allá del resultado, integrándose a la gestión propia de las organizaciones como eje transversal a las actuaciones de la misma, se trasciende la perspectiva de que la RSE en Colombia se realiza con motivos publicitarios para favorecer la imagen corporativa. (Toca, Grueso, & Carrillo, 2012)

Siendo así, para futuras investigaciones el resultado del análisis con respecto al monto de la inversión en temas de RSE, tendrá una relación positiva con el comportamiento financiero de la empresa en el mediano y largo plazo. Tal como lo concibe, Carlo Ferro, director de sostenibilidad del Grupo *Enel* en Colombia, quien manifestó que el retorno sostenible que desean los inversionistas se logra en el largo plazo, el cual no es el mismo retorno económico que muchas empresas ven en el estado de resultados en el corto plazo. (GRI, 2017, Junio)

Tal como se manifestó, los resultados de esta investigación van en el mismo sentido que la mayoría de los trabajos empíricos realizados alrededor del mundo, sin embargo, es mucho más importante su aporte al desarrollo del tema en el contexto de economías emergentes,

aún más para concluir acerca de su comportamiento en países latinoamericanos, donde se suma a los trabajos de Alonso et al., (2012) y Valenzuela et al., (2015)

Por último; la principal limitación de esta investigación fue la obtención de información de RSE que alimenta el análisis; ya que se obtiene a partir de las declaraciones de cada una de las empresas, por ende, su enfoque de análisis es externo y parte de la premisa de que la información que revelan las empresas a través de los diferentes canales de comunicación es verdadera. Asimismo, este trabajo es exploratorio, pues, aunque en Colombia se ha estudiado el fenómeno de la divulgación de información, al día de hoy no se ha publicado un trabajo que aborde la medida de la relación entre la divulgación de la RSE y el desempeño financiero de las empresas colombianas.

---

## Referencias bibliográficas

- Abbott, W. F., & Monsen, R. J. (1979). On the measurement of corporate social responsibility: self-reported disclosures as a method of measuring corporate social involvement. *Academy of Management Journal*, 22(3), 501-515. doi:<http://dx.doi.org/10.2307/255740>
- Alonso, M. d., Rodríguez, M., Cortez, K., & Abreu, J. L. (enero - marzo 2012). La responsabilidad social corporativa y el desempeño financiero: un análisis en empresas mexicanas que cotizan en la bolsa. *Contaduría y Administración*, 57(1), 53-77.
- ANDI. (2015). *Panorama de la gestión social de 500 empresas en Colombia*. Resultados de la encuesta Arquitectura Social Estratégica. Recuperado el 10 de 2016
- Andrikopoulos, A., & Kriklani, N. (2012). Environmental Disclosure and Financial Characteristics of the Firm: The Case of Denmark. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(1), 55-64. doi:<http://dx.doi.org/10.1002/csr.1281>
- Aranguren, N. (2008). Divulgación de información sobre responsabilidad social: un análisis corporativo entre empresas cotizadas de Alemania, España y Reino Unido,. (*Tesis Doctoral*). Universidad de Deusto.
- Aranguren, N., & Maldonado, S. (2009). La divulgación de información social en América Latina: el caso de México, Chile y Colombia. *XV Congreso AECA*, (pág. 30). Valladolid, España. Obtenido de [http://www.aeca1.org/pub/on\\_line/comunicaciones\\_xvcongresoaeca/general.htm](http://www.aeca1.org/pub/on_line/comunicaciones_xvcongresoaeca/general.htm)
- Archel, P. (2003). La divulgación de la información social y medioambiental de la gran empresa española en el período 1994-1998: Situación actual y perspectivas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 31, 571-601.
- Bolsa de Valores de Colombia. (2014). *Guía del Mercado de Valores*. Obtenido de BVC.com.co: [https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Guia\\_Mercado\\_Valores?action=dummy](https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Guia_Mercado_Valores?action=dummy)
- Bragdon, J., & Marlin, J. (1972). Is Pollution Profitable?: Environmental Virtue and Reward: Must Stiffer Pollution Controls Hurt Profits? *Risk Management*, 9-18.
- Castelo, M., & Lima, L. (2006). Communication of corporate social responsibility by Portuguese banks. A legitimacy theory perspective. *Corporate Communications: An International Journal*, 11(3), 232-248. doi:<https://doi.org/10.1108/13563280610680821>
- CECODES. (4 de Julio de 2017). *Colombia conoce los nuevos estándares GRI*. Obtenido de CECODES.org.co: <http://www.cecodes.org.co/site/colombia-conoce-los-nuevos-estandares-gri/>
- Cho, C. H., Roberts, R. W., & Patten, D. M. (2010). The language of US corporate environmental disclosure. *Accounting, Organizations and Society*, 35(4), 431-443. doi:<https://doi.org/10.1016/j.aos.2009.10.002>
- Chow, C., & Wong-Boren, A. (1987). Divulgación financiera voluntaria en las corporaciones Mexicanas. *The Accounting Review*, 62(3), 533-441.
- Congreso de Colombia. (20 de Diciembre de 1995). *Ley 222 de 1995*. Obtenido de Secretaria senado Web site: [http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley\\_0222\\_1995.html](http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0222_1995.html)

- Cooke, T. (1989). Disclosure In The Corporate Annual Reports Of Swedish Companies. *Accounting and Business Research*, 19(74), 113.  
doi:<https://doi.org/10.1080/00014788.1989.9728841>
- Correa, J. G. (Julio-Diciembre de 2007). Evolución histórica de los conceptos responsabilidad social empresarial y balance social. *Semestre Económico*, 10(20), 87-102.
- Crisóstomo, V., De Souza Freire, F., & Vasconcellos, F. (2011). Corporate Social Responsibility, Firm Value and Financial Performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7(2), 295-309.  
doi:<https://dx.doi.org/10.1108/174711111111141549>
- Deegan, C., & Gordon, B. (1996). A study of the environmental disclosure practices of Australian corporations. *Accounting and Business Research*, 26(3), 187-199.  
doi:<https://doi.org/10.1080/00014788.1996.9729510>
- Deloitte Colombia & GRI Hispanoamérica. (Junio de 2015). *Reportes de Sostenibilidad en Colombia: tendencias, retos y oportunidades*. Obtenido de Deloitte.com:  
<https://www2.deloitte.com/co/es/pages/audit/articles/reportesdesostenibilidadencolombia.html#>
- DIAN. (19 de Noviembre de 2008). *Resolución 00432*. Obtenido de Dian.gov.co:  
[http://www.dian.gov.co/dian/13Normatividad.nsf/formResoluciones?OpenForm&Seq=1#\\_RefreshKW\\_Resoluciones](http://www.dian.gov.co/dian/13Normatividad.nsf/formResoluciones?OpenForm&Seq=1#_RefreshKW_Resoluciones)
- DIAN. (21 de Noviembre de 2012). *Resolución 000139*. Obtenido de Dian.gov.co:  
[http://www.dian.gov.co/dian/13Normatividad.nsf/formResoluciones?OpenForm&Seq=2#\\_RefreshKW\\_Resoluciones](http://www.dian.gov.co/dian/13Normatividad.nsf/formResoluciones?OpenForm&Seq=2#_RefreshKW_Resoluciones)
- Dowell, G., Hart, S., & Yeung, B. (2000). Do corporate Global Environmental standards create or destroy market value? *Management Science*, 46(8), 1059-1074.  
doi:<https://doi.org/10.1287/mnsc.46.8.1059.12030>
- Expok: Comunicación de sustentabilidad y RSE. (Julio de 2013). *¿Qué es un reporte de sostenibilidad y cómo se realiza?* Obtenido de Expoknews.com:  
<http://www.expoknews.com/que-es-un-reporte-de-sustentabilidad-y-como-se-realiza/>
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307. Obtenido de <http://www.jstor.org/stable/1837292>
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325. Obtenido de <http://www.jstor.org/stable/725104>
- Fatermi, A., Fooladi, I., & Tehranian, H. (2015). Valuation effects of corporate social responsibility. *Journal of Bankinf & Finance*, 59, 182-192.  
doi:10.1016/j.jbankfin.2015.04.028
- Fernández S., J. L., & Luna S., L. (2003). La revelación de información social. Análisis empírico de la información divulgada a través de internet por las empresas del Ibex 35. *"Transparencia Empresarial y Sociedad del Conocimiento"*. AECA.
- Fernández, R. (06 de 05 de 2011). *Instrumentos de gestión de la RSC. Las memorias de sostenibilidad*. Obtenido de Diario\_responsable: La RSE Global:  
<https://diarioresponsable.com/opinion/13676-instrumentos-de-gestion-de-la-rsc-las-memorias-de-sostenibilidad->
- Fraile, I. A., & Fradejas, N. A. (2012). Gobierno corporativo y rendición de cuentas: ¿existe algún efecto sobre la performance empresarial? *Rc-sar*, 15(1), 143-178.
- Freeman, E. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, September 13th ed.
- García, B. M., & Monterrey, M. J. (1993). La Revelación Voluntaria en las Compañías Españolas Cotizadas en Bolsa. *Revista Española de Contabilidad y Financiación*, 33(74), 53-70. Obtenido de <http://www.jstor.org/stable/42781030>
- García, V. (07 de 10 de 2010). Responsabilidad social empresarial. *Coyuntura Eonómica.com*.
- García-Ayuso, M., & Larrinaga, C. (2003). Environmental disclosure in Spain: Corporate characteristics and media exposure. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 32(115), 184-214. Obtenido de <https://ssrn.com/abstract=1313750>

- García-Orcoyen Torno, C. (Septiembre de 2006). Cómo elaborar una memoria sostenible en cinco pasos. *Estrategia Financiera*(231), 64-69.
- Gómez, J. (2006). Divulgación de información sobre intangibles en las empresas cotizadas españolas: factores determinantes e impacto en los mercados financieros y en la reputación corporativa. San Sebastián (Tesis Doctoral): Universidad de Deusto.
- Gómez-Bezares, F. (2010). Presente y futuro de las finanzas. Situación y perspectivas de las finanzas a comienzos del siglo XXI. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 10, 53-78. Recuperado el 10 de 08 de 2016
- GRI. (2006). *Guía para la elaboración de memorias de sostenibilidad - G3*. Obtenido de Globalreporting.org: <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/Spanish-G3.1-Complete.pdf>
- GRI. (2017, Junio). Conferencia presentada en, Presentación nuevos Estándares GRI. *The future of reporting*. Bogotá, Colombia.
- Guerrero, S. (2014). *Guía de primeros pasos para la realización de un reporte de sostenibilidad para OSC*. Obtenido de Centro Ecuatoriano de Derecho Ambiental: <http://www.ceda.org.ec>
- Husillos, C. F. (2007). Una aproximación desde la teoría de la legitimidad a la información medioambiental revelada por las empresas españolas cotizadas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*(36), 97-121. doi:<https://doi.org/10.1080/02102412.2007.10779616>
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi:[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kennedy, P. (2003). *A guide to econometrics* (Quinta ed.). Cambridge: Press, MIT.
- Labra, R., & Torrecillas, C. (2014). *Guía cero para datos de panel. Un enfoque práctico*. Madrid: Cátedra UAM- Accenture en Economía y Gestión de la Innovación. Obtenido de <http://www.uam.es/docencia/degin/catedra/>
- Lee, D., & Faff, R. (2009). Corporate Sustainability Performance and Idiosyncratic Risk: A Global Perspective. *Financial Review*, 44(2), 213-237. doi:10.1111/j.1540-6288.2009.00216.x
- Lopes de Oliveira F., M., & Moneva A., J. M. (enero-marzo de 2013). El desempeño económico financiero y responsabilidad social corporativa: Petrobrás versus Repsol. *Contaduría y Administración*, 58(1), 131-167. doi:[https://doi.org/10.1016/S0186-1042\(13\)71201-4](https://doi.org/10.1016/S0186-1042(13)71201-4)
- Margolis, J., & Walsh, J. (2001). *People and profits?: The search for a link between a company 's social and financial performance*. Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum Associates.
- Meek, G., Roberts, C., & Gray, S. J. (1995). Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and Continental European Multinational corporations. *Journal of International Business Studies*(26), 555-572. Obtenido de <http://wrap.warwick.ac.uk/id/eprint/19321>
- Oosterwoud, M. (9 de Noviembre de 2015). La inversión en sostenibilidad permite generar rentabilidades elevadas. (Invertia.com, Entrevistador) Recuperado el 12 de 03 de 2016, de <http://www.invertia.com/noticias/inversion-sostenibilidad-permite-generar-rentabilidades-elevadas-3077494.htm>
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24, 403-441. doi:<https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>
- Paternoster, A. (2011). *Herramientas para medir la sostenibilidad corporativa: un análisis comparativo de las memorias de sostenibilidad*. Cátedra UNESCO de Sostenibilidad, Catalunya.
- Pelozo, J. (2009). The challenge of measuring financial impacts from investments in corporate social performance. *Journal of Management*, 35(6), 1518-1541. doi:<https://doi.org/10.1177/0149206309335188>

- Petersen, H., & Vredenburg, H. (2009). Corporate governance, social responsibility and capital markets: investor mental model. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 9(5), 610-622. doi:<https://doi.org/10.1108/14720700910998175>
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). La creación de valor compartido. *Harvard Business Review*, 1-18.
- Prado-Lorenzo, J. M., García-Sánchez, I. M., & Gallego-Álvarez, I. (2009). Características del consejo de administración e información en materia de Responsabilidad Social Corporativa. *Revista Española De Financiación y Contabilidad*, 38(141), 107-135.
- Prado-Lorenzo, J. M., García-Sánchez, I. M., & Gallego-Álvarez, I. (2012). Efectos del accionariado activista en las políticas de información sobre responsabilidad social corporativa: un estudio empírico en España. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 17(32), 7-16.
- Robb, S., Single, L., & Zarzeski., M. (2001). Non-financial disclosures across Anglo-American countries. *Journal of International Accounting*, 10(1), 71-83.
- ROBECOSAM. (2017). *La Evaluación de Sostenibilidad Corporativa*. Obtenido de Robecosam.com: <http://www.robecosam.com/en/sustainability-insights/about-sustainability/corporate-sustainability-assessment/index.jsp>
- Rodriguez-Fernandez, M. (2016). Social responsibility and financial performance: The role of good corporate governance. *BRQ Business Research Quarterly*, 19(2), 137-151. doi:<http://dx.doi.org/10.1016/j.brq.2015.08.001>
- Sabogal, J. (Junio de 2008). Aproximación y cuestionamientos al concepto responsabilidad social empresarial. *Revista Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Militar Nueva Granada*, 16(1), 179-195. Obtenido de [http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0121-68052008000100013&lng=es&nrm=iso](http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0121-68052008000100013&lng=es&nrm=iso)
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2007). *Código País*. Obtenido de Superfinanciera.gov.co: <https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/Codigopais/circular.htm>
- Tinoco, U. A., Arango, L. J., & Benavides, O. (2012). Evolución, Aproximación al concepto y teorías de responsabilidad social empresarial. *Revista Panorama Económico*(20), 189-220. Obtenido de [www.bdigital.unal.edu.co/47293/1/6819572.2013.pdf](http://www.bdigital.unal.edu.co/47293/1/6819572.2013.pdf)
- Toca, C., Grueso, M., & Carrillo, J. (2012). *Responsabilidad Social Empresarial: Análisis desde diversos enfoques*. Académica Española. Recuperado el 2016
- Valenzuela, L., Jara-Bertin, M., & Villegas, F. (2015). Prácticas de Responsabilidad Social, Reputación Corporativa y Desempeño Financiero. *RAE - Revista de Administração de Empresas, Mayo-Junio*, 329-344. doi:<http://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020150308>
- Wooldridge, J. (2006). *Introducción a la econometría: un enfoque moderno* (Segunda ed.). España: Thomson Paraninfo S.A.

- 
1. Contadora Pública y Magíster en Finanzas de la Universidad de Antioquia. Docente Departamento Ciencias Contables Universidad de Antioquia, Colombia. Correo electrónico: [janeth.salazar@udea.edu.co](mailto:janeth.salazar@udea.edu.co)
  2. Contadora Pública de la Universidad Libre de Colombia, Mcs en Controladoría y Contabilidad Universidad de Sao Paulo, Brasil. PhD en Ciencias Contables Universidad de Sao Paulo Brasil. Docente Departamento Ciencias Contables Universidad de Antioquia, Colombia. Correo electrónico: [belky.gutierrez@udea.edu.co](mailto:belky.gutierrez@udea.edu.co)
-