

Artículo de investigación

Informes de sustentabilidad y su auditoría: efecto en la liquidez de mercado chileno

Felipe Zúñiga-Pérez *

Profesor, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, Universidad Austral de Chile, Valdivia, Chile.

felipe.zuniga@uach.cl

Roxana Pincheira-Lucas

Profesora, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, Universidad Austral de Chile, Valdivia, Chile.

roxana.pincheira@uach.cl

Javiera Aguilar-Cárcamo

Asistente de investigación, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, Universidad Austral de Chile, Valdivia, Chile.

javierav.aguilarc@gmail.com

Jorge Silva-Briceño

Asistente de investigación, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, Universidad Austral de Chile, Valdivia, Chile.

jorgesilva96.b@gmail.com

Resumen

Esta investigación analiza si la presentación de los reportes de sustentabilidad, su auditoría y el uso de estándares internacionales de auditoría (ISAE3000-AA1000) tienen un efecto en la liquidez del mercado chileno. Se realiza un análisis comparativo previo y posterior a la publicación de la Norma de Carácter General N.º 385, la cual recomienda informar el desarrollo sustentable. Mediante la utilización de datos de panel, y a través de la estimación de modelos econométricos, los resultados muestran que la presentación de los reportes de sustentabilidad tiene un efecto positivo en la liquidez de las compañías. El efecto se ve incrementado posterior a la publicación de la normativa. Contrario a las expectativas, la auditoría de estos reportes no tiene el efecto esperado. Sin embargo, el uso del estándar internacional AA1000 afecta positivamente a aquellas empresas que voluntariamente lo utilizan.

Palabras clave: reportes de sustentabilidad; auditoría información no-financiera; estándares de auditoría; liquidez de mercado.

Sustainability reports and their audit: the effect on Chilean market liquidity

Abstract

This study analyses whether the presentation of sustainability reports, their audits, and the use of International Standards on Auditing (ISAE3000-AA1000), have an effect on the Chilean market liquidity. A comparative analysis is carried out before and after the publication of the Chilean Regulation N.º 385, which recommends reporting sustainable development. By using panel data, and by estimation of econometric models, the results show that the presentation of sustainability reports has a positive effect on liquidity of companies. The effect is increased after the normative was published. Contrary to the expectations, the audit of these reports does not have the expected effect. However, the use of the international standard AA1000 positively affects the liquidity of those companies that voluntarily decide to use it.

Keywords: sustainability reports; assurance of non-financial information; assurance standards; market liquidity.

Relatórios de sustentabilidade e sua auditoria: efeito na liquidez do mercado

Resumo

Esta pesquisa analisa se a apresentação de relatórios de sustentabilidade, sua auditoria e o uso de normas internacionais de auditoria (ISAE3000-AA1000) afetam a liquidez do mercado chileno. Uma análise comparativa realizou-se antes e depois da publicação da Norma Geral n° 385, que recomenda informar o desenvolvimento sustentável. Por meio do uso de dados em painel e da estimativa de modelos econométricos, os resultados mostram que a apresentação de relatórios de sustentabilidade afeta positivamente a liquidez das empresas. O efeito aumenta após a publicação dos regulamentos. Contrariamente às expectativas, a auditoria desses relatórios não tem o efeito esperado. No entanto, o uso do padrão internacional AA1000 afeta positivamente as empresas que o utilizam voluntariamente.

Palavras-chave: relatórios de sustentabilidade; auditoria informação não financeira; padrões de auditoria; liquidez do mercado.

*Autor para dirigir correspondencia.

Clasificación JEL: M14; M42.

Cómo citar: Zúñiga-Pérez, F., Pincheira-Lucas, R., Aguilar-Cárcamo, J. y Silva-Briceño, J. (2020). Informes de sustentabilidad y su auditoría: efecto en la liquidez de mercado chileno. *Estudios Gerenciales*, 36(154), 56-65. <https://doi.org/10.18046/j.estger.2020.154.3558>

DOI: <https://doi.org/10.18046/j.estger.2020.154.3558>

Recibido: 15-feb-2019

Aceptado: 17-ene-2020

Publicado: 16-mar-2020

1. Introducción

En las últimas décadas, ha surgido el interés de proporcionar más información a los inversionistas con el objetivo de generar mayor confianza sobre la inversión. Consecuentemente, las organizaciones presentan formas alternativas de competencia caracterizadas por una estructura que, además de enfocarse en los resultados financieros, se enfocan en el desempeño social y medioambiental. En este sentido, las compañías buscan informar a los grupos interesados la manera en que están siendo responsables con el medio a través de la divulgación de, por ejemplo, los reportes de sustentabilidad. La evidencia de los beneficios de divulgar información voluntaria es mixta. Algunos estudios asocian la revelación de reportes de sustentabilidad con una mayor liquidez de mercado, menor costo de capital y menor error y dispersión por parte de los analistas financieros al momento de pronosticar las ganancias por acción (Dhaliwal, Radhakrishnan, Tsang y Yang, 2012; Gamerschlag, Möller y Verbeeten, 2011; Griffin y Sun, 2013; Leuz y Verrecchia, 2000). Por otro lado, hay autores que critican este tipo de reportes, debido a que, entre otros, no existe una integración entre la información financiera y no financiera, no se enfocan en aspectos materiales, son difíciles de leer y se encuentran desconectados de la estrategia corporativa (Eccles, Cheng y Saltzman, 2010; Stent y Dowler, 2015).

En el año 2015, la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), entidad que vela por el correcto funcionamiento del mercado chileno, publicó la Norma de Carácter General N.º 385, la cual recomienda informar sobre las prácticas de gobierno corporativo (GC). El foco de esta normativa se centra en aspectos como la divulgación del desarrollo sustentable a través del tiempo. Entendiendo que es un requisito *de facto* en el mercado chileno, este artículo investiga, en primer lugar, si existe una relación significativa entre la presentación de informes de sustentabilidad y la liquidez de mercado. La literatura ha utilizado el *Bid-Ask Spread* (BAS) como proxy específico de la liquidez de mercado y como proxy general de la asimetría de la información (Barth, Cahan, Chen y Venter, 2017; Bushee, Core, Guay y Hamm, 2010). Las revelaciones voluntarias incrementan la liquidez de las acciones, mitigando la asimetría de la información (Healy, Hutton y Palepu, 1999). Esto se debe a que los inversionistas informados son menos sensibles a la selección adversa y, por lo tanto, tienen una mayor disposición a participar en el mercado (Barth et al., 2017; Cheng, Dhaliwal y Neamtiu, 2011). Lo anterior propone una relación inversa con el BAS (Amihud y Mendelson, 1986; Copeland y Galai, 1983; Leuz y Verrecchia, 2000).

El desarrollo sostenible es un concepto que equilibra la necesidad de un crecimiento económico con la protección social y medioambiental. La sustentabilidad corporativa reconoce, por ende, que la maximización de los recursos es importante para la consecución de los objetivos; sin embargo, esta debe ir acorde con el desarrollo sostenible del medio ambiente, la sociedad y el crecimiento económico. La responsabilidad social empresarial ocupa el papel de la empresa en la sociedad, abordando las necesidades del medio en el que se desenvuelve. Debido a esto, la sustentabilidad

corporativa es una alternativa al modelo tradicional de crecimiento y maximización de beneficios. En respuesta a las crecientes demandas de sostenibilidad, la normativa de la CMF mantiene dentro de sus pilares fundamentales no solo la divulgación de las prácticas de GC, sino también la transparencia de la información presentada. En Chile, a diferencia de la información financiera, auditar externamente los reportes de sustentabilidad no es obligatorio por normativa. La auditoría de la información no financiera, y el uso de estándares de aseguramiento, se han desarrollado para cerciorar la credibilidad y la calidad de los informes de sustentabilidad (AccountAbility, 2008). La evidencia literaria es mixta; por un lado, existen autores que sugieren que la auditoría de la información no financiera mejora la reputación de las compañías (Peters y Romi, 2015; Simnett, Vanstraelen y Chua, 2009), aumentado la credibilidad de la información presentada (Casey y Grenier, 2015; Cohen y Simnett, 2015; Simnett y Huggins, 2015). No obstante, por otro lado, se ha argumentado que la auditoría externa de los reportes de sustentabilidad no es valorada por los inversionistas (Cho, Michelon, Patten y Roberts, 2014) y que su utilización es más bien simbólica, no asociada con la calidad de la información (Duflo, Greenstone, Pande y Ryan, 2013; Michelon, Pilonato y Ricceri, 2015).

Este estudio, desde otra perspectiva, examina si la auditoría externa de los reportes de sustentabilidad tiene un efecto positivo en la liquidez de mercado. Análisis adicionales indagan si los resultados son sensibles a la utilización de algún estándar internacional de auditoría, como el estándar para la preparación de información no financiera ISAE300 y la normativa de aseguramiento de calidad AA1000. Ambas normativas corresponden a los estándares de mayor utilización por parte de los proveedores de auditoría (CorporateRegister, 2008; Global Reporting Initiative [GRI], 2013).

A través de datos de panel equilibrado, y utilizando regresiones lineales (mínimo cuadrados ordinarios), este estudio plantea una relación positiva entre aquellas compañías que presentan informes de sustentabilidad, su auditoría y la liquidez de mercado.

El análisis comparativo busca determinar si existe alguna reacción al mercado, antes y después de la publicación de la Norma de Carácter General N.º 385, realizada en el año 2015 en el mercado chileno. El análisis abarca cinco años, entre el 2013 y 2017, incorporando 540 observaciones únicas. Para la construcción de las variables se utilizó principalmente la base de datos *DataStream* de Thomson Reuters, la cual cubre 108 empresas chilenas por año que están o han estado incluidas dentro del Índice de Precio Selectivo de Acciones (IPSA) de la Bolsa de Comercio de Santiago. El mercado financiero chileno está compuesto por 368 compañías, de modo que la muestra estudiada corresponde a un 29,3% de la población total. Un análisis industrial revela que los principales sectores son el de consumo final (21%), sector financiero (19%), sector industrial (17%) y de materiales básicos (12%).

Los resultados obtenidos muestran una relación positiva y estadísticamente significativa entre la presentación de reportes de sustentabilidad y la liquidez de mercado. Este

efecto se incrementa en el período posterior a la publicación de la Norma de Carácter General N.º 385 (2015-2017). Un análisis de la industria muestra que los resultados se ven influenciados principalmente por aquellas compañías pertenecientes al rubro extractivo y procesamiento de materiales que componen el 12% de la muestra. Los resultados son consistentes con la literatura previa, en la cual se evidencia que las grandes empresas, como es el caso del rubro extractivo, tienden a presentar más información que la requerida por normativa (Artiach, Lee, Nelson y Walker, 2010; Cheng et al., 2011).

En cambio, y contrario a las expectativas iniciales, no se encontró evidencia empírica que demuestre que la auditoría de los reportes de sustentabilidad tenga algún efecto en el BAS. Aunque, al hacer un análisis de sensibilidad, los resultados muestran una relación positiva y estadísticamente significativa entre aquellas empresas que utilizan el estándar de auditoría AA1000 y el BAS. Estos resultados sugieren que, en un entorno como el chileno, el aseguramiento de la información no financiera, a través de los reportes de sustentabilidad, no proporciona valor adicional a los inversionistas. Por el contrario, los estándares de aseguramiento de la información, como el AA1000, podrían usarse como una señal hacia el mercado en términos de credibilidad en la presentación de información voluntaria.

Este estudio es relevante para la comunidad científica ya que muestra evidencia empírica del impacto que tiene no solo la publicación de reportes de sustentabilidad, sino que también identifica el efecto de la auditoría de la información no financiera en mercados altamente concentrados. En mercados con propiedad concentrada, como el caso chileno, los minoritarios tienden a verse afectados por la cantidad y la calidad de la información disponible. El manejo de información privilegiada tiende a reducir las transacciones y, por ende, el valor de mercado de las compañías. Por lo tanto, este estudio evidencia que empresas con buenas prácticas de divulgación sustentable podrían incrementar el interés de participación en el mercado de los inversionistas o potenciales inversores. Además, se contribuye a la literatura, ampliando la discusión sobre los potenciales beneficios de la auditoría de la información extracontable. En el mercado chileno, el aseguramiento de la información no financiera es utilizado simbólicamente para administrar la imagen corporativa de las divulgaciones de sustentabilidad, en lugar de mejorar sustancialmente su responsabilidad.

El resto del artículo se organiza de la siguiente manera: primero, se analiza la literatura existente sobre la presentación voluntaria de información sustentable y su auditoría. Con base en la discusión presentada, se exhiben las hipótesis de investigación. Posterior a ello, se presenta la metodología, modelos, muestra y resultados. El último apartado corresponde a las conclusiones y futuras líneas de investigación.

2. Revisión de la literatura e hipótesis de investigación

2.1. Marco teórico

El GC corresponde a las normas que regulan el funcionamiento de una empresa. La sostenibilidad corporativa, por su parte, apunta a la buena gestión de los GC con el objetivo de crear valor en el tiempo, a través de la implementación de estrategias que se centren en aspectos financieros y en dimensiones éticas, sociales y ambientales. Los reportes corporativos, distintos a la información financiera, han tomado relevancia en las últimas décadas. Las compañías han optado por divulgar informes de sostenibilidad sobre los impactos económicos, ambientales y sociales, causados por sus actividades cotidianas. De acuerdo con los registros de Corporateregister.com¹, el número de empresas que han optado por reportar información no financiera se ha incrementado sobre el 34% a nivel mundial en el período 2010-2014. En Suramérica, países como Chile y Colombia se destacan por el aumento en la divulgación de reportes de responsabilidad social durante el período 2013-2017 (20% y 8%, respectivamente). Esto demuestra los esfuerzos para difundir las prácticas de GC, considerando que, en la mayoría de los mercados financieros, el reporte de la información sustentable no es obligatoria. El GC corresponde al sistema de reglas, procesos y prácticas, esenciales para alcanzar los objetivos de la compañía, equilibrando los intereses de los propietarios, clientes, proveedores de capital financiero, el gobierno y la comunidad. El GC poco eficiente puede poner en duda la fiabilidad e integridad de una compañía, lo que afectaría la viabilidad financiera; por lo tanto, ¿qué motiva a las compañías a presentar información adicional sobre el desempeño medioambiental, social y de GC?

Las revelaciones voluntarias se definen como las opciones libres que tiene la administración de la empresa para proporcionar información contable y no financiera relevante para la toma de decisiones (Meek, Roberts y Gray, 1995). Investigaciones previas han adoptado diferentes teorías para examinar las revelaciones voluntarias. Entre ellas se incluye la teoría de agencia, de señalización, economía política, costo de propiedad, stakeholder, institucional y de legitimidad (Bansal, 2005; Clarkson, Li, Richardson y Vasvari, 2008; Moser y Martin, 2012; Verrecchia, 2001). Estos enfoques pueden clasificarse en dos grandes grupos; por un lado, las teorías sociopolíticas (que incluyen la teoría de la legitimidad, institucional, de stakeholders, y la teoría de economía política) y, por otro lado, aquellas basadas en la maximización de la riqueza (teoría de agencia, señalización y costo de propiedad). Las investigaciones en contabilidad social o sociopolíticas consideran la divulgación corporativa como una herramienta de legitimidad, mientras que las investigaciones basadas en el mercado de capitales se centran principalmente en la teoría de agencia, considerando la divulgación corporativa como una valiosa fuente de información para terceros (Michelon et al., 2015).

¹ Corporateregister.com es una organización independiente que proporciona el directorio en línea más grande del mundo de informes de responsabilidad social empresarial.

A pesar de las similitudes entre estas teorías, existen diferencias en el tipo de información divulgada y la función objetiva de la empresa. Las divulgaciones de contabilidad social se refieren principalmente a cómo las empresas responden a la sociedad o a las fuerzas políticas (Bansal, 2005; Patten, 2002). Por el contrario, teorías como la de agencia y señalización se preocupan por maximizar el valor de la empresa, prestando poca atención a la ciudadanía corporativa. Desde la década de los noventa, se ha argumentado que la divulgación voluntaria debería satisfacer las necesidades de los usuarios (Meek et al., 1995), en un mercado de capitales donde las divulgaciones surgen de la asimetría de información y los conflictos de agencia (Healy y Palepu, 2001). Leuz y Verrecchia (2000) sugieren que la asimetría de información podría mitigarse aumentando las divulgaciones no solo para las empresas y los accionistas, sino también entre los proveedores de capital financiero. La teoría de agencia predice cómo el nivel de información disponible y los incentivos influyen en las decisiones de los gerentes (Harrison y Harrell, 1993).

Este estudio argumenta que los incentivos de publicar información voluntaria se encuentran asociados principalmente a una reducción de la asimetría de información. Lo anterior, con el objetivo de captar mayor atención de entes externos a través de las señales enviadas al mercado. En este se intenta medir si la preparación y presentación de estos reportes tienen un efecto en el mercado de capitales, atendiendo a la preocupación que podrían tener las compañías de maximizar los beneficios de los inversionistas.

2.2. Investigaciones previas e hipótesis de investigación

En Chile, a diferencia de la información financiera, el reporte de información sustentable no es obligatorio por normativa. Por consiguiente, diferentes motivaciones son esperadas al momento de publicar información voluntaria, considerando que en muchos casos estas prácticas son vistas como pérdidas de recursos (Galpin, Whittington y Bell, 2015). La literatura sobre los beneficios de publicar información voluntaria está bien documentada. Se ha encontrado evidencia de que informar las actividades sobre responsabilidad social mejora significativamente el valor de la empresa, maximizando el valor de los accionistas (Manchiraju y Rajgopal, 2017). Consecuentemente, aquellas empresas que voluntariamente divulgan información medioambiental y social tienden a tener una relación positiva con el valor de la compañía (Chapple, Clarkson y Gold, 2013; Malik, 2015). Lagos y Vecino (2014) muestran una relación inversa entre el nivel de aplicación de prácticas de GC y el costo de la deuda en emisores no financieros. Además, aquellas empresas que presentan reportes voluntarios de alta calidad no solo tienen un menor costo capital, sino que la información revelada sirve de ayuda a los analistas financieros para proyectar las ganancias por acción (Dhaliwal, Li, Tsang y Yang, 2011; Dhaliwal et al., 2012). La motivación principal de divulgar estratégicamente información voluntaria está asociada a la disminución de los costos de agencia a través de la disminución de la asimetría de la información (Diamond y Verrecchia,

1991; Healy y Palepu, 2001; Verrecchia, 1999). Esto se debe a la poca capacidad del usuario no informado para diversificar su riesgo. Debido a la limitada información pública disponible, el usuario no informado demanda una mayor tasa de riesgo basada en el nivel de la asimetría de información esperada. Por el contrario, los usuarios informados pueden estar un paso adelante. La revelación desagregada de la información no financiera da como resultado más información para ambos tipos de usuarios, cambiando, en cierta medida, de información privada a pública. Esto conduce a una menor asimetría de información entre usuarios informados y no informados. Finalmente, menores niveles de asimetría están asociados con un menor costo del capital. Dhaliwal et al. (2011) encuentran que las empresas que presentan altos niveles de costo de capital accionario en el período anterior tienen más probabilidades de publicar informes independientes de responsabilidad social en un período posterior. Además, los autores muestran que el costo capital es menor para las empresas que inicialmente publican estos reportes, atrayendo inversionistas institucionalizados.

La revelación de información extra es fundamental para avanzar en transparencia informativa entre mercado e inversores (Alonso, 2010). Es más probable, entonces, que los altos niveles de divulgación atraigan inversionistas, mejoren la liquidez de una empresa y reduzcan el costo de capital (Bailey, Andrew-Karolyi y Salva, 2006; Diamond y Verrecchia, 1991; Kim y Verrecchia, 1991a, 1991b, 1994).

Esta investigación toma relevancia porque que en el año 2015 la CMF publicó la Norma para Difusión de Información Respecto a las Prácticas de Gobiernos Corporativos Adoptados por las Sociedades Anónimas Abiertas. Norma de Carácter General N.º385. Las empresas, y organizaciones que operan en Chile, deberán informar respecto a las prácticas de GC sobre una base "aplicar o explicar" (Price Waterhouse Coopers [PWC], 2016). Es decir, aquellas empresas que no deseen adoptar este principio deben explicar el porqué de la decisión. El foco de esta norma se centra en cuatro aspectos fundamentales: gestión de riesgo, gestión efectiva del directorio, transparencia y desarrollo sustentable (PWC, 2016). Considerando los aspectos mencionados, la publicación de información voluntaria, como los reportes de sustentabilidad, toma fuerza en el mercado chileno. Esta investigación busca determinar si existe algún impacto en el mercado chileno antes y después de que la CMF publicara la Norma de Carácter General N.º 385 sobre GC. En específico, busca medir si existe una relación positiva y significativa entre la divulgación de los informes de responsabilidad social empresarial y la liquidez de mercado. La liquidez de mercado, medida a través del BAS, es usada como proxy específico para medir la liquidez de las acciones y, de manera general, como una forma de medir la asimetría de la información (Barth et al., 2017). Se espera, en consecuencia, que la divulgación de los reportes de sustentabilidad pueda reducir la asimetría de la información. La discusión precedente sugiere la primera hipótesis de investigación:

- H1: existe una relación positiva entre la liquidez de mercado y la presentación de reportes de sustentabilidad.

Uno de los pilares fundamentales de la Norma de Carácter General N.º 385 es la transparencia de la información presentada. En respuesta a las crecientes demandas de sostenibilidad y transparencia, las empresas optan no solo por presentar informes de responsabilidad social, sino también por asegurarlos a través de auditorías externas. La auditoría de la información sustentable no es obligatoria en la mayoría de los mercados, por lo que se espera que aquellas compañías que contraten el servicio lo hagan con el objetivo de enviar una señal de diferenciación y credibilidad ante los *stakeholders*. Las investigaciones al respecto son escasas y con evidencia mixta. Por un lado, existen autores que argumentan que la auditoría de la información relacionada con el medioambiente, la sociedad y los GC incrementa la credibilidad de las revelaciones (Casey y Grenier, 2015). Otros argumentan que auditar este tipo de reportes atrae inversionistas socialmente responsables (Clarkson, Li, Richardson y Albert, 2015), disminuyendo el costo capital (Casey y Grenier, 2015). Compañías que utilizan la auditoría externa de indicadores clave de sostenibilidad tienden a reducir el error de los analistas financieros al momento de pronosticar las ganancias por acción (Casey y Grenier, 2015; Dhaliwal et al., 2012). La literatura ha encontrado que la auditoría de la información no financiera está influenciada por los medios y las presiones regulatorias (Perego y Kolk, 2012). Empresas que utilizan este mecanismo de garantía mejoran la reputación de la compañía e incrementan la credibilidad de las revelaciones (Cohen y Simnett, 2015; Peters y Romi, 2015; Simnett et al., 2009).

Por otro lado, existen autores que argumentan que la auditoría de los reportes sustentables no es sinónimo de alta calidad de la información (Cho, Michelon, Patten y Roberts, 2015), y que no se encuentra asociada con un aumento en el valor de mercado de la firma (Cho et al., 2014).

Se podría esperar que reducir el riesgo de la información presentada a través de la auditoría de estos reportes pueda ser una solución adecuada para mitigar la asimetría de la información. Lo anterior considerando que las compañías podrían tratar de diferenciarse entre sus competidores, enviando una señal al mercado a través de la utilización de mecanismos de aseguramiento de la información. Esta investigación analiza si existe una asociación positiva y significativa entre la divulgación de los informes de sustentabilidad y su auditoría. La hipótesis de investigación se muestra a continuación:

- H2: existe una relación positiva entre la liquidez de mercado y la auditoría de los reportes de sustentabilidad.

Además, en un análisis de sensibilidad se analiza si la utilización de algún estándar de auditoría de información no financiera tiene algún efecto en el mercado. El uso de estándares de auditoría se ha desarrollado principalmente para facilitar la convergencia de la información presentada en los reportes corporativos. Esto se debe a que el alcance y la naturaleza de una auditoría de información no financiera puede variar según el tipo de industria, el tamaño de una empresa, y por la motivación de contratar un servicio no

requerido por regulación. Los estándares comúnmente utilizados, a los que hacen referencia los proveedores de auditoría, son AA1000AS e ISAE3000 (CorporateRegister, 2008; GRI, 2013). Si bien ambos cubren compromisos de aseguramiento de la información, sus enfoques son distintos. El *International Standard on Assurance Engagements 3000* (ISAE3000) es un estándar de auditoría emitido por la Federación Internacional de Contadores (IFAC, por su sigla en inglés). Se enfoca en la auditoría de la información distinta a aquellas relacionadas con revisiones financieras históricas. Es utilizada principalmente por la profesión contable, debido a que los auditores deben cumplir con el Código de Ética para Contadores Profesionales de la Federación Internacional de Contadores, emitido por el IAASB (Ackers y Eccles, 2015). En países donde la profesión contable es predominante, y estos servicios son proveídos por alguna de las BIG4, el estándar ISAE300 es predominante para las auditorías de sostenibilidad (Perego y Kolk, 2012).

Por otro lado, el *The Institute of Social and Ethical Account Ability* publicó en el año 2003 la primera edición del AA1000AS como el primer estándar de garantía de sostenibilidad (AccountAbility, 2008). Su objetivo es mejorar la credibilidad y la calidad de los informes de sostenibilidad en respuesta a las preocupaciones de las partes interesadas sobre el enfoque limitado del estándar ISAE3000 (Integrated Reporting & Assurance Services [IRAS], 2015). Esto se debe a que el estándar ISAE300 es exclusivamente utilizado por profesionales contables. Por el contrario, el estándar AA1000AS es utilizado principalmente por organismos especializados, y enfatiza la necesidad que tienen las empresas en demostrar un compromiso efectivo frente a los inversionistas. A diferencia de la ISAE3000, el estándar AA1000AS pretende ser utilizado específicamente, pero no exclusivamente, por profesionales de aseguramiento de la sostenibilidad o proveedores de aseguramiento no contables (IRAS, 2015).

En efecto, no es inusual encontrar una auditoría externa que haga referencia a ambas normas en el mismo informe. Ejemplos de esto son British American Tobacco y Coca-Cola Enterprise Limited, que, en las declaraciones de auditorías independientes a sus informes de sostenibilidad, declaran que su auditoría independiente ha sido planificada y realizada siguiendo los estándares ISAE3000 y AA1000AS. Otros han ido aún más lejos siguiendo no solo estos dos estándares, sino también las pautas de sostenibilidad del GRI. Si bien el GRI (2011) no es un estándar de auditoría, proporciona los lineamientos necesarios para el aseguramiento de la información en estos reportes (Ackers y Eccles, 2015; CorporateRegister, 2008). Tanto el GRI como el AA1000AS y el ISAE3000 se han desarrollado independientemente y no están en oposición o conflicto; por lo tanto, los proveedores de aseguramiento pueden hacer referencia a ellos en diferentes combinaciones (CorporateRegister, 2008).

Se espera que la auditoría de los reportes de sustentabilidad y el uso de los estándares de auditoría internacionalmente aceptados puedan reducir la comparabilidad de las definiciones, la metodología y el contenido presentado por las empresas. La ausencia de ellos podría generar una

variación significativa entre los países en el tipo de auditoría proporcionada (Kolk y Perego, 2010; Perego y Kolk, 2012).

3. Metodología

3.1. Muestra

Este estudio utiliza la base de datos *DataStream* de Thomson Reuters, la cual cubre 108 empresas chilenas por año que están o han estado incluidas dentro del Índice de Precio Selectivo de Acciones (IPSA) de la Bolsa de Comercio de Santiago². Se analiza un período de cinco años, entre 2013 y 2017, ambos incluidos. El factor principal que impulsó la selección de este período en particular fue analizar las prácticas de sustentabilidad de las empresas chilenas y su auditoría, en el período previo y posterior a la publicación de la Norma de Carácter General N.º 385 para Difusión de Información Respecto a las Prácticas de Gobiernos. Se analizan, por lo tanto, dos años anteriores y tres años posteriores a la publicación de la normativa. La muestra total corresponde a 540 observaciones únicas.

En la sección 3.2 se detalla la confección de la variable dependiente, variables independientes y de control que serán utilizadas en los modelos propuestos para medir H1 y H2.

3.2. Variable dependiente

El propósito de esta investigación fue establecer, a través de un modelo multivariable, si existe una relación estadísticamente significativa entre la presentación de los reportes de sustentabilidad, su auditoría, el uso de estándares y la liquidez de mercado. La asimetría de información se usa comúnmente como un proxy para la liquidez de mercado a través del diferencial de oferta y demanda (Amihud, 2002; Cheng et al., 2011; Flannery, Kwany Nimalendran, 2004; Leuz y Verrecchia, 2000). Al igual que para Bushee et al. (2010) y Barth et al. (2017), la variable dependiente corresponde al BAS medido como el valor medio del logaritmo natural, entre los precios de compra y venta dividido en el punto medio durante el período en análisis. Se ha encontrado evidencia de que la liquidez de los activos está inversamente asociada con BAS (Amihud y Mendelson, 1986; Copeland y Galai, 1983). Esto debido a que las divulgaciones voluntarias disminuyen el BAS y aumentan la liquidez de las acciones reduciendo la asimetría de la información (Leuz y Verrecchia, 2000).

Las variables independientes examinadas son (1) la emisión de los Reportes de Sustentabilidad/Sostenibilidad (RS), que corresponde a una variable dicotómica que toma el valor de 1 si la compañía presenta reportes de responsabilidad social y 0 si no lo hace y (2), para medir la auditoría de la información no financiera, se utiliza una variable AUD, que corresponde a una variable *dummy* que toma el valor 1 si el informe es auditado y 0 si no lo es. Las variables RS y AUD fueron obtenidas manualmente de las memorias anuales de las compañías analizadas.

Además de las variables mencionadas, se incorporan variables de control que han sido utilizadas en estudios

anteriores. Por ejemplo, la liquidez de mercado puede estar influenciada por el tamaño de la empresa (Barth et al., 2017). El tamaño de la empresa es relevante cuando se analiza el *performance* social de las empresas (Artiach et al., 2010). Grandes empresas tienden a ser políticamente visibles en comparación con las medianas y pequeñas organizaciones, atrayendo una mayor cantidad de *stakeholders*. Grandes compañías tienden a producir más y mejor información, lo que reduce la asimetría de la información (Cheng et al., 2011). Para controlar el tamaño de la empresa, se utiliza el logaritmo natural del total de activos de la compañía en cada año (SIZE).

Cheng et al. (2011) sugieren que a mayor cantidad de analistas financieros pronosticando las ganancias por acción existe una menor brecha de información entre los usuarios. Las empresas con más analistas financieros tienden a presentar mejor información, mitigando así la asimetría de información (Cheng et al., 2011). Por lo tanto, se controla por la cantidad de analistas financieros que emiten un informe de las ganancias por acción (ANALIST). Esta variable es medida a través del logaritmo natural de la cantidad de analistas que emitieron algún pronóstico de ganancias por acción para el año evaluado.

Estudios indican que los inversores institucionales poseen mejor información que los potenciales inversionistas o aquellos minoristas (Cho, Lee y Pfeiffer, 2013). Campos, De la Fuente y Silva (2014) sugieren que aquellas empresas altamente concentradas tienden a aumentar la cantidad de información revelada. Para ello, se ha controlado con la variable INV obtenida de *DataStream*, esta representa el porcentaje del total de acciones mantenidas como tenencias estratégicas a largo plazo por parte de bancos de inversión o instituciones externas.

En esta investigación se realizó un contraste empírico mediante un panel balanceado, con modelos econométricos utilizando mínimos cuadrados ordinarios con efecto fijo. Se utiliza el *software* Stata® para realizar las regresiones lineales. A continuación, se presenta el modelo 1:

$$BAS_{it} = \alpha + \beta_1 RS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ANALIST_{it} + \beta_4 INV_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

Para medir si la auditoría de los reportes de sustentabilidad tiene algún efecto en la liquidez de mercado, se incorpora la variable AUD al modelo presentado. Como se mencionó, AUD corresponde a una variable de tipo dicotómica que toma el valor de 1 si el reporte está auditado por terceros y 0 si no lo está. El modelo final queda de la siguiente manera:

$$BAS_{it} = \alpha + \beta_1 RS_{it} + \beta_2 AUD_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ANALIST_{it} + \beta_5 INV_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

Análisis adicionales examinan en profundidad la variable auditoría. En específico, se analiza si el uso de los estándares ISAE3000 y AA1000AS, como los estándares más utilizados por los proveedores de auditoría (CorporateRegister, 2008; GRI, 2013), tienden a mitigar la asimetría de la información. Utilizando el modelo 2 como base, y para evitar problemas de multicolinealidad, se reemplaza la variable AUD por dos variables dicotómicas que toman el valor de 1 si utiliza algún estándar de auditoría y 0 si no lo hace.

² El IPSA es el principal índice bursátil en el mercado chileno y es elaborado por la Bolsa de Comercio de Santiago.

4. Resultados

La descripción de la muestra se presenta en las [tablas 1, 2 y 3](#). La [tabla 1](#) muestra la distribución del mercado chileno, compuesta principalmente por las industrias de consumo de bienes (21%), sector financiero (19%) y el sector industrial (17%). Por su parte, la cantidad de reportes de sustentabilidad revelados por las empresas chilenas se concentra en las industrias de materiales básicos, financieras y de consumo de bienes. No sorprende que el sector de materiales básicos se encuentre liderando la cantidad de reportes de sustentabilidad revelados, a pesar de tener solo un 12% de participación en el mercado. Esto debido a que las empresas de desarrollo y procesamiento de materias primas, como minería y refinación de metales, tienden a tener una mayor visibilidad política en el mercado chileno respecto a otras industrias que, generalmente, tienen menos regulaciones por parte del Estado. Como se mencionó, algunas investigaciones sugieren que las grandes empresas están más expuestas, atrayendo una mayor atención de terceros, del Gobierno y del público en general. Las empresas más grandes pueden producir mejor información para el mercado y, por lo tanto, tienden a reducir la asimetría de la información ([Cheng et al., 2011](#)).

Tabla 1. Composición de la industria en el mercado chileno, período 2013-2017

Industria	Número de empresas	% Participación	Número de reportes de sustentabilidad
Materiales básicos	65	12%	35
Consumo de bienes	115	21%	35
Consumo de servicios	55	10%	27
Financiero	105	19%	36
Salud	25	5%	6
Industrial	90	17%	12
Petróleo y gas	5	1%	3
Tecnología	10	2%	1
Telecomunicaciones	5	1%	5
Servicios públicos	65	12%	26
Total	540	100%	186

Fuente: elaboración propia.

Tabla 2. Composición de la muestra

Total de observaciones en el período 2013-2017	540
Reporte de sustentabilidad	186
Reportes auditados externamente	58
BIG4	58
Otras firmas contables	0
Consultoras independientes	0
Reportes referenciando estándar de auditoría	41
Referenciando AA1000AS	10
Referenciando ISAE3000	31

Fuente: elaboración propia.

La muestra analizada está compuesta por 540 observaciones, que corresponden a 108 empresas por año en el período 2013-2017 ([tabla 2](#)). Del total de observaciones analizadas, 186 presentaron reportes de sustentabilidad, lo que representa un 34% del total de reportes analizados, 31% (58 reportes) fueron auditados externamente. Todas las auditorías fueron realizadas por alguna de las BIG4. Del total de reportes auditados, el 70% se realizó utilizando algún estándar de auditoría. La mayoría de las firmas auditoras declara utilizar el estándar ISAE3000 (75%) en los procesamientos de aseguramiento de la información no financiera; resultado esperado, considerando que en mercados altamente concentrados por firmas contables el estándar ISAE3000 es el más utilizado ([Perego y Kolk, 2012](#)). El restante 25% declara utilizar el estándar AA1000AS.

La [tabla 4](#) contiene los resultados para BAS, consistentes con la hipótesis de investigación 1 y 2 para el período completo de análisis (2013-2017).

Al analizar el período completo 2013-2017, y de acuerdo con las expectativas, los resultados muestran una relación negativa y significativa entre el BAS y aquellas empresas

Tabla 3. Descripción estadística (N=540)

	Mínimo	Máximo	Media	Desviación estándar
BAS	-7,6009	7,130	1,466	2,478
RS	0	1	0,344	0,475
AUD	0	1	0,107	0,309
SIZE	17,560	24,075	20,55	1,777
ANALIST	0	2,808	0,590	0,835
INV	0	0,49	0,278	0,070

Fuente: elaboración propia.

Tabla 4. Liquidez de mercado (BAS), RS y AUD. Período 2013-2017

Variables	BAS (H1)	AUD (H2)
RS	-0,4617*	-0,4763*
AUD		0,0593
SIZE	0,1872**	0,1875**
ANALIST	-0,1003	-0,1049
INV	-1,9363	-1,9386
Constante	-2,1093	-2,1149
N	540	540
R-sq Within	0,018	0,02
Between	0,019	0,03
Overall	0,001	0,001

***, **, * indican los niveles de significancia al 1%, 5% y 10%, respectivamente. Definición de Variables: BAS = *Bid-Ask spread* es medido como el valor medio del logaritmo natural, entre los precios de compra y venta, dividido en el punto medio durante el período en análisis. RS = variable *dummy* que toma el valor 1 si la empresa emite reportes de sustentabilidad y 0 si no lo hace. AUD = variable *dummy* que toma el valor 1 si la empresa audita los reportes de sustentabilidad y 0 si no lo hace. SIZE = logaritmo natural del total de activos de la compañía en cada año. ANALIST = logaritmo natural de la cantidad de analistas que emitieron algún pronóstico de ganancias por acción para el año evaluado. INV = porcentaje del total de acciones mantenidas como tenencias estratégicas a largo plazo.

Fuente: elaboración propia.

que reportan al mercado informes de sustentabilidad. Esto sugiere que aquellas empresas que deciden revelar de manera voluntaria más información, que la requerida por regulación, tienden a ser más líquidas al tener un *spread* más pequeño y, por ende, mitigan la asimetría de información. Lo anterior es consistente con la literatura previa, demostrando los beneficios de reportar información medioambiental, social y de GC. Al realizar un análisis de sensibilidad de las industrias involucradas (no tabulado), se puede determinar que el efecto se ve incrementado en la industria de empresas extractivas o de procesamiento de materiales. Como se ha mencionado, las grandes compañías, como las empresas extractivas, son más propensas a atraer la atención de los gobiernos y entidades regulatorias.

Por otro lado, y contrario a las expectativas, la variable de auditoría no muestra una relación estadísticamente significativa con el BAS. Sin embargo, un análisis en profundidad (no tabulado) muestra que las industrias altamente reguladas, como la de servicios públicos, tienen una relación positiva y significativa en los modelos testeados. Lo anterior es coherente con que aquellas empresas políticamente visibles tienden a entregar más información que la exigida por normativa, enviando una señal al mercado a través del aseguramiento de la información con entidades externas.

La [tabla 5](#) muestra los resultados obtenidos antes y después de la publicación de la Norma de Carácter General N.º 385. Los resultados muestran que no existe una relación estadísticamente significativa entre la liquidez de mercado y la publicación de reportes de sustentabilidad antes de que la normativa fuera publicada por la CMF. Por el contrario, en el período posterior (2015-2017), las variables analizadas muestran un efecto negativo y significativo. Esto sugiere que el mercado reacciona a los reportes de sustentabilidad después de que esta normativa entrara en vigor.

Cuando se analiza el efecto que tiene la auditoría de los reportes de sustentabilidad sobre la liquidez de mercado en el período previo y posterior a la publicación de la normativa, al igual que los resultados anteriores, no existe un efecto significativo en ninguno de los períodos en análisis.

La [tabla 6](#) muestra los análisis adicionales que exploran en profundidad el efecto de la auditoría sobre la liquidez de mercado, específicamente a través del uso de algún estándar de auditoría internacional. Utilizando el modelo 2 como base, los resultados indican que previo a la publicación de la normativa no existe un efecto estadísticamente significativo. Sin embargo, en el período posterior, el uso del estándar AA1000 tiene una relación negativa y significativa con el BAS. Por el contrario, ISAE3000 no es estadísticamente significativo. Consistente con los resultados mixtos en la literatura sobre la auditoría de los reportes de sustentabilidad, pareciera ser que en el mercado chileno los inversionistas no valoran el aseguramiento de la información a través de las auditorías externas, al no existir, por ejemplo, regulaciones que motiven el aseguramiento de la información sustentable.

5. Conclusiones

En este estudio se analiza si la presentación de reportes de sustentabilidad y su auditoría tienen un efecto en el mercado de capitales, específicamente en la liquidez de mercado, medido a través del BAS, en un período previo y posterior a la publicación de la Norma de Carácter General N.º385. Después de que entrara en vigor esta normativa, las empresas que operan en Chile deben informar sobre las prácticas de GC sobre una base *de facto* “aplicar o explicar”. Esta investigación es relevante debido que existe poca evidencia sobre el impacto de esta nueva normativa que sugiere, entre otras cosas, la divulgación del desarrollo sustentable. En síntesis, se puede concluir que aquellas empresas que emiten reportes de sustentabilidad tienen un efecto positivo en la liquidez de mercado. Se encuentra una asociación negativa y estadísticamente significativa entre la publicación de estos reportes y el BAS. Lo anterior sugiere que aquellas empresas que voluntariamente divulgan información sustentable tienden a mitigar la asimetría de

Tabla 5. Antes del anuncio CMF (BAS, RS y AUD). Período 2013-2014

Variables	Antes de anuncio 2013-2014		Después del anuncio 2015-2017	
	BAS (H1)	AUD (H2)	BAS (H1)	AUD (H2)
RS	-0,37	-0,544	-0,601*	-0,571*
AUD		0,807		-0,117
SIZE	0,172	0,162	0,192*	0,191*
ANALIST	0,116	0,124	-0,199	-0,183
INV	-4,753	-5,121	-1,536	-1,545
Constante	-2,075	-1,889	-2,021	-1,979
N	216	216	324	324
R-sq Within	0,026	0,024	0,024	0,024
Between	0,026	0,152	0,187	0,152
Overall	0,004	0,005	0,005	0,005

Nota: ***, **, * indican los niveles de significancia al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Fuente: elaboración propia.

Tabla 6. BAS, RS, estándares ISAE3000 y AA1000

Variables	Antes del anuncio	Después del anuncio
RS	-0,312	-6,177*
ISAE3000	-0,301	0,523
AA1000	-0,399	-2,331*
SIZE	0,181	0,194*
ANALIST	0,132	-0,217
INV	-4,792	-1,353
Constante	-2,243	-2,061
N	216	324
R-sq Within	0,027	0,034
Between	0,046	0,275
Overall	0,007	0,011

Nota: ***, **, * indican los niveles de significancia al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Fuente: elaboración propia.

información entre los distintos usuarios. Este efecto se ve mayormente influenciado después de que la Comisión de Mercado Financiero publicara la Norma de Carácter General N.º385 en el año 2015.

Contrario a lo que se creía, la auditoría voluntaria de los reportes de sustentabilidad no tiene el efecto esperado en la liquidez de mercado. Los resultados se mantienen constantes cuando se analiza el período previo y posterior a la publicación de la Normativa N.º 385. Sin embargo, análisis adicionales muestran una relación positiva y significativa entre la liquidez de mercado y aquellas empresas que contratan un servicio de auditoría utilizando el estándar internacional AA1000. Algunos autores sugieren que la decisión de auditar la información no financiera a través de una de las BIG4 está explicado principalmente por las características del país, el tamaño de la empresa y el nivel de visibilidad de la industria (Fernandez-Feijoo, Romero y Ruiz, 2015). Se podría concluir que, en el mercado chileno, la certificación de la información sustentable a través de estándares de auditoría, focalizado en información sustentable, tiende a entregar mayor confianza a los inversionistas; sobre todo si se considera que, a diferencia de la información no financiera, los reportes de sustentabilidad podrían ser más subjetivos.

Debido a la subjetividad de la información no financiera, hay empresas que envían señales erróneas al mercado, haciendo mal uso de la información para crear una falsa imagen del desempeño medioambiental (Lyon y Maxwell, 2011). La auditoría sistemática a través de modelos combinados de aseguramiento entre el control interno y la auditoría externa podría ser una solución para incrementar la credibilidad de la información presentada y para, por ejemplo, disminuir la asimetría de información entre los usuarios de la información financiera y no financiera. En mercados concentrados, en los que el poder de los controladores es alto, políticas como la Norma de Carácter General N.º385 son de ayuda para que los inversionistas puedan tener una mayor claridad sobre la integración de los modelos de negocios. Si bien el porcentaje de compañías que presentan reportes de sustentabilidad social en Chile aún es bajo, se espera que con la aplicación de la normativa exista una mayor motivación por partes de las compañías para tener un liderazgo ético y de ciudadanía corporativa.

La evidencia obtenida es robusta y respalda la literatura en esta materia. Sin embargo, la investigación realizada tiene sus limitaciones. En primer lugar, los resultados no pueden ser generalizados a otras economías que no tengan las características del mercado chileno. La Norma de Carácter General N.º 385 chilena recomienda divulgaciones sobre GC. La obligatoriedad *de facto* hace que el mercado chileno tenga características que no puedan ser comparadas con otras economías; así que existen distintas motivaciones para revelar reportes de sustentabilidad. En segundo lugar, si bien es cierto que la disponibilidad de datos es limitada, esto solo interviene en encontrar o no un resultado estadísticamente significativo. *Datastream* cubre 108 empresas chilenas que están o han estado en el IPSA. El mercado bursátil chileno está compuesto por más de 300 empresas. La muestra final estudiada corresponde, entonces, a 108 compañías por año,

540 observaciones en total. La construcción de las variables dependiente e independientes no redujo la muestra final analizada. En tercer lugar, la utilización de una variable *dummy* en el estudio reduce el campo de análisis al perder información relevante no captada.

Futuras investigaciones podrían analizar en profundidad la auditoría de la información no financiera y responder preguntas que hoy en día se encuentran sin respuesta. Entre ellas, por ejemplo, entender qué tipo de información se está auditando, cómo es la calidad de la auditoría y cuál es la cantidad de información analizada; ¿es la auditoría de la información no financiera una falsa señal para el mercado?

Conflictos de intereses

Los autores declaran no tener ningún conflicto de intereses.

Bibliografía

- AccountAbility. (2008). AA1000 assurance Standard. London: AccountAbility.
- Ackers, B. y Eccles, N. (2015). Mandatory corporate social responsibility assurance practices: The case of King III in South Africa. *Accounting Auditing & Accountability Journal*, 28(4), 515-550. <https://doi.org/10.1108/AAJ-12-2013-1554>
- Alonso, M. D. M. (2010). Valoración por los analistas financieros de la información de las empresas divulgada a través de internet. *Estudios Gerenciales*, 26(114), 169-168. [https://doi.org/10.1016/S0123-5923\(10\)70107-8](https://doi.org/10.1016/S0123-5923(10)70107-8)
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56. [https://doi.org/10.1016/S1386-4181\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S1386-4181(01)00024-6)
- Amihud, Y. y Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223-249. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90065-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90065-6)
- Artiach, T., Lee, D., Nelson, D. y Walker, J. (2010). The determinants of corporate sustainability performance. *Accounting & Finance*, 50(1), 31-51. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2009.00315.x>
- Bailey, W., Andrew-Karolyi, G. y Salva, C. (2006). The economic consequences of increased disclosure: Evidence from international cross-listings. *Journal of Financial Economics*, 81(1), 175-213. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.06.002>
- Bansal, P. (2005). Evolving sustainably: A longitudinal study of corporate sustainable development. *Strategic Management Journal*, 26(3), 197-218. <https://doi.org/10.1002/smj.441>
- Barth, M., Cahan, S., Chen, L. y Venter, E. (2017). The Economic consequences associated with integrated report quality: Capital market and real effects. *Accounting, Organizations and Society, Forthcoming.*, 62, 43-64. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2017.08.005>
- Bushee, B. J., Core, J. E., Guay, W. y Hamm, S. J. W. (2010). The role of the business press as an information intermediary. *Journal of Accounting Research*, 48(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2009.00357.x>
- Campos, R., De la Fuente, H. y Silva, B. (2014). Revelación de información en las empresas bursátiles chilenas: el efecto de la propiedad de los inversionistas institucionales y el nivel de endeudamiento. *Estudios Gerenciales*, 30(131), 190-199. <https://doi.org/10.1016/j.estger.2014.04.008>
- Casey, R. y Grenier, J. (2015). Understanding and contributing to the enigma of corporate social responsibility (CSR) assurance in the United States. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34(1), 97-130. <https://doi.org/10.2308/ajpt-50736>
- Chapple, L., Clarkson, P. M. y Gold, D. L. (2013). The Cost of Carbon: Capital Market Effects of the Proposed Emission Trading Scheme (ETS). *Abacus*, 49(1), 1-33. <https://doi.org/10.1111/abac.12006>
- Cheng, M., Dhaliwal, D. y Neamtiu, M. (2011). Asset securitization, securitization recourse, and information uncertainty. *The Accounting Review*, 86(2), 541-568. <https://doi.org/10.2308/accr.00000020>
- Cho, S., Lee, C. y Pfeiffer, R. (2013). Corporate social responsibility performance and information asymmetry. *Journal of Accounting and Public*

- Policy*, 32(1), 71-83. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2012.10.005>
- Cho, C., Michelon, G., Patten, D. y Roberts, R. (2014). CSR report assurance in the USA: An empirical investigation of determinants and effects. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 5(2), 130-148. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-01-2014-0003>
- Cho, C., Michelon, G., Patten, D. y Roberts, R. (2015). CSR disclosure: the more things change...? *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 28(1), 14-35. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-12-2013-1549>
- Clarkson, P., Li, Y., Richardson, G. D. y Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 33(4-5), 303-327. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2007.05.003>
- Clarkson, P., Li, Y., Richardson, G. D. y Albert, T. (2015). *Voluntary external assurance of corporate social responsibility reports and the Dow Jones Sustainability Index membership: International evidence. Working Paper*.
- Cohen, J. y 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>
- Copeland, T. y Galai, D. (1983). Information effects on the bid-ask spread. *The Journal of Finance*, 38(5), 1457-1469. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1983.tb03834.x>
- CorporateRegister. (2008). The CSR assurance statement report: CorporateRegister.com.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A. y Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100. <https://doi.org/10.2308/accr.000000005>
- Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A. y Yang, Y. G. (2012). Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The Accounting Review*, 87(3), 723-759. <https://doi.org/10.2308/accr-10218>
- Diamond, D. W. y Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325-1359. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x>
- Duflo, E., Greenstone, M., Pande, R. y Ryan, N. (2013). Truth-telling by third-party auditors and the response of polluting firms: Experimental evidence from India. *The Quarterly Journal of Economics*, 128(4), 1499-1545. <https://doi.org/10.3386/w19259>
- Eccles, R., Cheng, B. y Saltzman, D. (2010). *The landscape of integrated reporting. Reflections and next steps*. Cambridge: Harvard Business School.
- Fernandez-Feijoo, B., Romero, S. y Ruiz, S. (2015). Multilevel approach to sustainability report assurance decisions. *Australian Accounting Review*, 25(4), 346-358. <https://doi.org/10.1111/auar.12104>
- Flannery, M. J., Kwan, S. H. y Nimalendran, M. (2004). Market evidence on the opaqueness of banking firms' assets. *Journal of Financial Economics*, 71(3), 419-460. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00185-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00185-5)
- Galpin, T., Whittington, J. y Bell, G. (2015). Is Your Sustainability Strategy Sustainable? Creating a Culture of Sustainability. *Corporate Governance*, 15(1), 1-17. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2013-0004>
- Gamerschlag, R., Möller, K. y 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>
- GRI. (2011). Sustainability reporting guidelines. Global Reporting Initiative.
- GRI. (2013). The external assurance of sustainability reporting. Global Reporting Initiative.
- Griffin, P. A. y Sun, Y. (2013). Going green: Market reaction to CSRwire news releases. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(2), 93-113. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.02.002>
- Harrison, P. D. y Harrell, A. (1993). Impact of "adverse selection" on managers' project evaluation decisions. *The Academy of Management Journal*, 36(3), 635-643. <https://doi.org/10.5465/256596>
- Healy, P., Hutton, A. y Palepu, K. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16(3), 485-520. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1999.tb00592.x>
- Healy, P. y Palepu, K. (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)
- IRAS. (2015). Sustainability data transparency index (SDTI). A 2015 review of environmental, social & governance (ESG) reporting in SA. Recuperado el 1 de enero de 2019, de: www.iras.co.za
- Kim, O. y Verrecchia, R. E. (1991a). Market reaction to anticipated announcements. *Journal of Financial Economics*, 30(2), 273-309. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(91\)90033-G](https://doi.org/10.1016/0304-405X(91)90033-G)
- Kim, O. y Verrecchia, R. E. (1991b). Trading volume and price reactions to public announcements. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 302-321. <https://doi.org/10.2307/2491051>
- Kim, O. y 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. y 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>
- Lagos, D. y Vecino, C. (2014). Influencia del gobierno corporativo en el costo de capital proveniente de la emisión de deuda. *Estudios Gerenciales*, 30(130), 73-84. <https://doi.org/10.1016/j.estgter.2014.02.010>
- Leuz, C. y Verrecchia, R. E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38, 91-124. <https://doi.org/10.2307/2672910>
- Lyon, T. y Maxwell, J. (2011). Greenwash: Corporate environmental disclosure under threat of audit. *Journal of Economics & Management Strategy*, 20(3-4). <https://doi.org/10.1111/j.1530-9134.2010.00282.x>
- Malik, M. (2015). Value-enhancing capabilities of CSR: A brief review of contemporary literature. *Journal of Business Ethics*, 127(2), 419-438. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2051-9>
- Manchiraju, H. y Rajgopal, S. (2017). Does corporate social responsibility (CSR) create shareholder value? Evidence from the Indian companies Act 2013. *Journal of Accounting Research*, 55(5), 1257-1300. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12174>
- Meek, G. K., Roberts, C. B. y Gray, S. J. (1995). Factors influencing voluntary annual report disclosures by U.S., U.K. and continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies*, 26(3), 555-572.
- Michelon, G., Pilonato, S. y 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>
- Moser, D. V. y Martin, P. R. (2012). A broader perspective on corporate social responsibility research in accounting. *The Accounting Review*, 87(3), 797-806. <https://doi.org/10.2308/accr-10257>
- Patten, D. M. (2002). The relation between environmental performance and environmental disclosure: A research note. *Accounting, Organizations and Society*, 27(8), 763-773. [https://doi.org/10.1016/S0361-3682\(02\)00028-4](https://doi.org/10.1016/S0361-3682(02)00028-4)
- Perego, P. y Kolk, A. (2012). Multinationals' accountability on sustainability: The evolution of third-party assurance of sustainability reports. *Journal of Business Ethics*, 110(2), 173-190. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1420-5>
- Peters, G. y Romi, A. (2015). The association between sustainability governance characteristics and the assurance of corporate sustainability reports. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34(1), 163-198. <https://doi.org/10.2308/ajpt-50849>
- PWC. (2016). Gobiernos corporativos en Chile: Una mirada a la implementación de la norma de carácter general N.º 385. Recuperado el 1 de octubre de 2019, de: <https://www.pwc.com/cl/es/publicaciones/assets/2016/>
- Simnett, R. y Huggins, A. (2015). Integrated reporting and assurance: where can research add value? *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 6(1), 29-53. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-09-2014-0053>
- Simnett, R., Vanstraelen, A. y Chua, W. (2009). Assurance on sustainability reports: An international comparison. *The Accounting Review*, 84(3), 937-967. <https://doi.org/10.2308/accr.2009.84.3.937>
- Stent, W. y Dowler, T. (2015). Early assessments of the gap between integrated reporting and current corporate reporting. *Meditari Accountancy Research*, 23(1), 92. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-02-2014-0026>
- Verrecchia, R. E. (1999). Disclosure and the cost of capital: A discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 26(1-3), 271-283. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00041-X](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00041-X)
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 97-180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)