

2023 - Vol. 1 - n.º 2 - Artículo 1

Reacción de los inversores al uso del aseguramiento de las memorias de sostenibilidad como estrategia de *impression management*

Marta Sánchez Sancho^a

Primer premio en la primera convocatoria de trabajos de fin de máster de la Revista de Economía y Finanzas

Tutores: Jennifer Martínez Ferrero^b, Javier Perote Peña^c

^{a b c} Universidad de Salamanca, Salamanca - España.

JEL CODES:

M4

KEYWORDS:

Sustainability reporting; Assurance; Management capture; Impression management; Capital market

Abstract: The study is based on the potential managerial capture of the sustainability assurance process. In light of this possibility, our question is: does assurance increase the reliability of sustainability reports, or can it be used by managers to manipulate the users' perceptions of sustainability reports through impression management strategies? In this framework, we test the impact of assurance on the capital markets. To achieve this purpose, we examine whether investors can detect, and therefore penalize, an impression management strategy consisting of non-compliance with the principle of balance in assurance of questionable sustainability reports. To address the research question, we employed a sample of European listed companies in the period 2012-2016, carried out a content analysis of the assurance reports and applied regression techniques for panel data. The empirical evidence obtained shows that investors penalize the assurance of questionable sustainability reports that do not comply with the balanced reporting principle, being an evidence that assurance is not a tool that always allows to overcome the investors' scepticism about the veracity of sustainability reports.

CÓDIGOS JEL:

M4

PALABRAS CLAVE:

Memorias de sostenibilidad; Aseguramiento; Captura directive; *Impression management*; Mercado de capitales

Resumen: Este trabajo se basa en la potencial captura directiva del proceso de aseguramiento de las memorias de sostenibilidad. Partiendo de esta posibilidad nos preguntamos, ¿el aseguramiento refuerza la fiabilidad de las memorias de sostenibilidad o puede ser utilizado por los directivos para manipular la percepción de los usuarios de estos informes a través de estrategias de *impression management*? Teniendo en cuenta cuál es el verdadero papel del aseguramiento, pretendemos comprobar su efecto en los mercados de capitales. Para alcanzar este objetivo, examinamos si los inversores pueden identificar, y por tanto penalizar, una estrategia de *impression management* consistente en el incumplimiento del principio de balance en los informes de aseguramiento de las memorias de sostenibilidad de calidad cuestionable. Para contrastar la pregunta de investigación empleamos una muestra de empresas europeas cotizadas en el periodo 2012-2016, realizamos un análisis de contenido de los informes de aseguramiento y aplicamos técnicas de regresión para datos de panel. La evidencia empírica obtenida muestra la penalización de los inversores a los informes de aseguramiento de las memorias de sostenibilidad cuestionables que presentan información no balanceada, siendo una prueba de que el aseguramiento no constituye una herramienta que permite superar en todo caso el escepticismo de los inversores hacia la veracidad de las memorias de sostenibilidad.

1. Introducción

En los últimos años se ha observado un notable aumento en la divulgación de información sobre sostenibilidad (Perego y Kolk, 2012; Dhaliwal et al. 2012; Hahn ad Kühnen, 2013; Fonseca et al., 2014). No obstante, diversos estudios han criticado la falta de fiabilidad de estos informes consecuencia de la discrecionalidad directiva en su elaboración. La mencionada discrecionalidad directiva es resultado de la falta de criterios homogéneos en la preparación de las memorias de sostenibilidad ((Boiral 2013; Boiral, 2016; Cho et al., 2012; Deegan, 2010; Diouf y Boiral, 2017; Cho et al., 2015; Deegan y Blomquist, 2006; Cho y Patten, 2007; Hahn y Kühnen, 2013).

Esta falta de fiabilidad ha provocado que los grupos de interés demanden el aseguramiento de las memorias de sostenibilidad por un tercero independiente (Simnett et al., 2009; Moroney et al., 2012; Kolk y Perego, 2010). No obstante, el papel del aseguramiento como herramienta para reforzar la credibilidad de los informes de sostenibilidad ha sido cuestionado en la literatura (Simnett et al., 2009; Smith et al., 2011; O'Dwyer et al., 2011; Perego y Kolk, 2012; Talbot y Boiral, 2018; Boiral et al., 2019a; Hummel et al., 2019; Boiral y Heras-Saizarbitoria, 2020; Martínez et al., 2021). Esta literatura crítica hace mención a la potencial captura del proceso de aseguramiento por los directivos, factor que puede dar lugar al empleo del aseguramiento como estrategia de *impression management* y no como herramienta para reforzar la veracidad de las memorias de sostenibilidad.

Considerando la potencial influencia directiva, el estudio del proceso de aseguramiento adquiere relevancia en cuanto a su uso como estrategia de *impression management* para encubrir información cuestionable en materia de sostenibilidad y no como medio que proporcione credibilidad a las memorias de sostenibilidad. En este estudio, el incumplimiento del principio de información balanceada señalado por el marco GRI (Global Reporting Initiative) se entiende como evidencia del uso del aseguramiento como estrategia de *impression management*. De forma más específica, la captura directiva se identifica con una estrategia de *impression management* relacionada con el empleo de una retórica optimista en los informes de aseguramiento de aquellas memorias de sostenibilidad con menor calidad.

En lo que respecta a la reacción de los inversores, varios estudios han demostrado que el aseguramiento permite a las empresas reducir su coste de capital como resultado de la mayor confianza de los inversores hacia el compromiso sostenible de la compañía (Martínez-Ferrero y García-Sánchez, 2017; García-Sánchez et al., 2019; Kim et al., 2011; Dhaliwal et al., 2011). Si bien, no existen estudios sobre el uso del aseguramiento como estrategia de *impression management* y la reacción de los inversores hacia esta táctica empresarial. Por lo expuesto, nuestro objetivo es responder a la cuestión de: ¿cómo reaccionan los mercados de capitales cuando el aseguramiento es utilizado por los directivos para manipular la percepción de los usuarios de las memorias de sostenibilidad cuestionables y no como herramienta para reforzar su fiabilidad? Esta cuestión es abordada empleando una muestra de empresas europeas cotizadas durante el periodo 2012-2016, realizando un análisis de contenido de los informes de aseguramiento y aplicando técnicas de regresión para datos de panel.

La evidencia empírica obtenida muestra como los inversores penalizan con un mayor coste de capital a aquellas empresas que utilizan el aseguramiento como estrategia de *impression management* para encubrir divulgaciones de baja calidad en materia de sostenibilidad. Nuestro estudio tiene importantes implicaciones al demostrar como el aseguramiento no constituye en todo caso una herramienta que permite superar el escepticismo de los inversores hacia la veracidad de la información sobre sostenibilidad y, por ello, aquellos no siempre recompensan a las empresas que optan por asegurar sus memorias de sostenibilidad con una mejora en sus condiciones de financiación.

2. Marco teórico e hipótesis de investigación

Los informes de sostenibilidad se han convertido en una forma habitual de divulgar los resultados de las empresas en materia de sostenibilidad (Fonseca et al., 2014; Perego y Kolk, 2012). Sin embargo, la veracidad de las memorias de sostenibilidad ha sido ampliamente criticada en la literatura (Boiral 2013; Boiral, 2016; Cho et al., 2012; Deegan, 2010; Diouf y Boiral, 2017; Cho et al., 2015; Deegan y Blomquist, 2006; Cho y Patten, 2007; Hahn y Kühnen, 2013). En este sentido, la creciente divulgación de información en materia de sostenibilidad no ha resultado en una mayor confianza de las partes interesadas hacia el compromiso sostenible de las empresas. Para superar este escepticismo, las partes interesadas han demandado de forma creciente el aseguramiento de las memorias de sostenibilidad por un tercero independiente. Como consecuencia, numerosas empresas han recurrido voluntariamente a la contratación de servicios de aseguramiento para reforzar así la confianza de las partes interesadas en la veracidad de la información sobre sostenibilidad divulgada (Simnett et al., 2009; Kolk y Perego, 2010; Moroney et al., 2012).

Sin embargo, pese a que numerosas empresas han comenzado a asegurar sus memorias de sostenibilidad, la desconfianza de las partes interesadas sobre su veracidad perdura debido a las numerosas críticas sobre cómo se está implementando la práctica del aseguramiento (Simnett et al., 2009; Smith et al., 2011; O'Dwyer et al., 2011; Perego y Kolk, 2012; Talbot y Boiral, 2018; Boiral et al., 2019a; Boiral et al., 2019b; Boiral y Heras-Saizarbitoria, 2020; Hummel et al., 2019; Martínez et al., 2021). Esta rama crítica de la literatura destaca el potencial interés directivo en capturar el proceso de aseguramiento, con el fin de manipular la percepción de los grupos de interés sobre el desempeño sostenible de la empresa. Esta potencial captura directiva entra en conflicto con el papel inicial del aseguramiento, consistente en reducir las asimetrías informativas entre la empresa y los grupos de interés en materia de sostenibilidad (Perego y Kolk, 2012; Michelon et al., 2015).

La captura directiva se refiere al control o influencia de la dirección sobre el proceso de aseguramiento. Esta captura es posible porque la dirección tiene un control significativo sobre varios aspectos importantes del proceso de aseguramiento, como el alcance (Fonseca, 2010; O'Dwyer and Owen, 2005) y el nivel de aseguramiento (Manetti and Baccati, 2009; Ruiz-Barbadillo and Martínez-Ferrero, 2020; Boiral and Heras-Saizarbitoria, 2020). Otro factor relevante que puede dar lugar a esta influencia directiva se encuentra relacionado con el hecho de que el aseguramiento en

materia de sostenibilidad es un sector novedoso y en auge, constituyendo una oportunidad para los profesionales de aumentar su cuota de mercado. Este interés de los profesionales por ganar cuota de mercado da lugar a presiones comerciales relacionadas con la decisión de contratar o no al proveedor de servicios aseguramiento y la consecuente amenaza de la pérdida de honorarios, circunstancia que da pie a que los profesionales del aseguramiento puedan ser más susceptibles a la influencia directiva como elemento de persuasión para atraer nuevos clientes y mantener los existentes (Boiral et al., 2019a; Boiral et al., 2019b; O'Dwyer et al., 2011; Smith et al., 2011). Además, el hecho de que el proceso se basa en gran medida por la información publicada por las empresas también abre las puertas a la influencia directiva, ya que los profesionales del aseguramiento no contrastan de forma habitual la información sobre sostenibilidad facilitada por las empresas con fuentes externas o con la opinión de los grupos de interés (Michelon et al., 2015; Boiral y Heras-Saizarbitoria, 2020).

En definitiva, los factores señalados previamente posibilitan la captura directiva del proceso de aseguramiento y su uso como táctica para manipular la percepción de los grupos de interés sobre el comportamiento y compromiso sostenible de una compañía. Concretamente, en este estudio nos centramos en aquellas empresas cuyas memorias de sostenibilidad han sido rectificadas posteriormente, ya que los grupos de interés asocian las rectificaciones con una menor calidad de los informes (Michelon et al., 2019; Ballou et al., 2018). En este contexto, el aseguramiento podría utilizarse por los directivos como herramienta de *impression management* para manipular la percepción de los usuarios cuando la información sobre sostenibilidad presentada es de calidad cuestionable, de tal forma que el aseguramiento de dichas memorias "tienda a resaltar e inflar artificialmente el compromiso de las empresas con el desarrollo sostenible" (Boiral, 2013:1042).

Con el fin de identificar la potencial captura directiva del proceso de aseguramiento, este estudio se basa en el cumplimiento de los principios GRI (Global Reporting Initiative) como indicativo de calidad de los informes de aseguramiento. El marco GRI es el más aceptado para la divulgación de información sobre sostenibilidad, encontrándose la información balanceada entre los principios que deben cumplir las comunicaciones corporativas en materia de sostenibilidad. La información balanceada se define como una representación de "los hechos materiales tanto negativos como positivos del desempeño de la organización" (2006:13). Acorde a este marco, la falta de información balanceada se asocia con una estrategia de *impression management* consistente en el empleo de una retórica optimista. En este sentido, estudios anteriores han identificado el lenguaje optimista como un atributo de los informes vinculado a empresas con peores resultados sostenibles (Merkl-Davies y Brennan, 2007; Cho et al., 2010; Melloni et al., 2017; Huang et al., 2014). Por lo expuesto, el uso de una retórica optimista en los informes de aseguramiento podría asociarse con la influencia directiva en el proceso, ya que estos últimos tienden a emplear un tono optimista para realzar las buenas noticias y ocultar las negativas con el fin de transmitir una visión favorable de los resultados de la empresa en materia de sostenibilidad (Cho et al., 2010).

En base a lo expuesto previamente, el papel del aseguramiento como herramienta que dota de mayor fiabilidad a

las memorias de sostenibilidad es incierto. Por esta razón nos preguntamos, ¿cuáles son los resultados asociados al uso del aseguramiento como estrategia de *impression management*? Y, más concretamente, ¿cuál es la reacción de los inversores? Centrándonos en la reacción de los inversores, estudios anteriores han puesto de manifiesto como el aseguramiento puede reducir el coste del capital al influir positivamente en la credibilidad de las memorias de sostenibilidad (Simnett et al., 2009; Dhaliwal et al., 2011; Casey y Grenier, 2015; García-Sánchez et al., 2019; Martínez-Ferrero y García-Sánchez, 2017; Kim et al., 2011; Martínez-Ferrero et al., 2021). Sin embargo, planteamos la cuestión de cómo reaccionan los inversores cuando el objetivo real del aseguramiento es manipular las percepciones del público.

Por lo tanto, mientras que los estudios críticos anteriores han examinado la potencial captura directiva del proceso de aseguramiento, nosotros pretendemos evidenciar la reacción de los inversores si esta captura se produce. La captura directiva del proceso se identifica con el empleo del aseguramiento como una táctica directiva dirigida a manipular la percepción de los inversores mediante el uso de una retórica optimista y no como herramienta que mejore la veracidad de las memorias de sostenibilidad, y ello con el fin de evitar penalizaciones a las condiciones de financiación de la empresa como consecuencia de divulgar información en materia de sostenibilidad de baja calidad.

En tanto que los directivos utilicen el aseguramiento como estrategia de *impression management* y los inversores identifiquen esta práctica, estos penalizarán a la compañía con un mayor coste de capital consecuencia de la pérdida de credibilidad en la información sobre sostenibilidad divulgada.

H1: Los inversores penalizan el uso del aseguramiento como estrategia de impression management con un mayor coste del capital.

3. Metodología

3.1. Muestra

La muestra se compone de 183 observaciones empresa-año durante el periodo de 2012 a 2016, correspondiendo a empresas europeas cotizadas. Los datos se han obtenido de tres fuentes de información diferentes: i) Thomson Reuters Refinitiv database para la obtención de información económico-financiera; ii) Global Reporting Initiative (GRI) database que proporciona información sobre las memorias de sostenibilidad divulgadas por las compañías; iii) recopilación manual de las memorias de sostenibilidad con reformulaciones y descarga de sus correspondientes informes de aseguramiento.

En primer lugar, extrajimos una muestra de 1.805 observaciones empresa-año de 2012 a 2016 y se eliminaron 40 observaciones por duplicidades en las bases de datos Thomson Reuters Refinitiv y GRI. A continuación, también se extrajeron de la muestra 185 observaciones empresa-año por no presentar divulgaciones en materia de sostenibilidad.

La presencia de reformulaciones en las memorias de sostenibilidad como indicativo de baja calidad fue analizada manualmente, considerando tanto las reformulaciones por

errores como actualizaciones metodológicas. En este paso, 1.158 observaciones empresa-año fueron eliminadas al tratarse de memorias de sostenibilidad sin reformulaciones posteriores.

Finalmente, procedimos a la descarga manual de los informes de aseguramiento de las memorias de sostenibilidad con reformulaciones. En este momento se eliminaron 239 observaciones que no presentaban informes de aseguramiento, no se encontraban disponibles o se presentaban en formato de imágenes escaneadas (DICTION 7.2 no funciona sobre archivos de imagen). Como resultado, obtuvimos una muestra final compuesta por 183 observaciones empresa-año de 2012 a 2016. ideal study sample to conduct a comparative analysis.

3.2. Variables

3.2.1. Coste de capital

El coste del capital, CC, se mide utilizando el modelo precio-beneficios-crecimiento (PEG) (Botosan y Plumlee, 2005; Easton, 2004; Ohlson and Juettner-Nauroth, 2005). La elección de este modelo para el cálculo del coste de capital se ha realizado por el hecho de que se utiliza frecuentemente en las divulgaciones científicas en contabilidad (por ejemplo, Francis et al., 2005; Francis et al., 2008; Martínez-Ferrero y García-Sánchez, 2017). El modelo PEG se formula relacionando los beneficios esperados por acción en $t=1$, eps_1 , el dividendo esperado por acción en $t=1$, dps_1 , el precio actual por acción en $t=0$, p_0 , y la tasa de variación de los beneficios por acción en $t=2$ con respecto a $t=1$, g_2 como $(eps_2 - eps_1) / eps_1$. Por lo tanto, CC se define como:

$$CC = \sqrt{\frac{eps_1}{p_0}} \times g_2$$

3.2.2 Optimismo

El tono verbal optimista se relaciona con el incumplimiento del principio de información balanceada indicado por el marco GRI como indicativo de calidad en las divulgaciones corporativas en materia de sostenibilidad. El incumplimiento del principio de balance en los informes de aseguramiento ha sido utilizado para identificar el uso del aseguramiento como estrategia de *impression management* y como prueba de la captura directiva del proceso, relacionándose la falta de balance con el empleo de un tono optimista. La variable Optimismo se obtiene realizando un análisis de contenido de los informes de aseguramiento, utilizando para tal fin el programa DICTION 7.2 (Hassan, 2019).

DICTION 7.2 es una herramienta basada en inteligencia artificial que realiza un análisis del uso sistemático del lenguaje en un documento de texto, proporcionando una interpretación objetiva basada en la frecuencia de palabras (Cho et al., 2010). DICTION 7.2 emplea la siguiente fórmula para capturar el optimismo (DICTION 7.2:7):

$$\text{Optimism} = [\text{Praise} + \text{Satisfaction} + \text{Inspiration}] - [\text{Blame} + \text{Hardship} + \text{Denial}]$$

3.2.3 Variables de control

Para evitar resultados sesgados y garantizar la solidez de nuestras conclusiones, proponemos diferentes variables de control relativas a características a nivel empresa y país.

En cuanto a los factores a nivel de empresa, se incluyen el tamaño, el apalancamiento, la rentabilidad y las oportunidades de crecimiento, cuyo impacto en el coste del capital se ha estudiado ampliamente en la teoría financiera. Asimismo, diferentes estudios empíricos en el campo de la contabilidad enfocados en el análisis de la relación entre la divulgación o aseguramiento en materia de sostenibilidad y el coste del capital han encontrado que estas variables son estadísticamente significativas (por ejemplo, Dhaliwal et al. 2011; Martínez-Ferrero y García-Sánchez, 2017; García-Sánchez y Noguera-Gámez, 2017; García-Sánchez et al., 2019). El **Tamaño** se mide como el logaritmo natural de los activos totales; el **Apalancamiento** es la relación entre la deuda total y el patrimonio neto; la **Rentabilidad** es el rendimiento de los activos (ROA); **MtB** es la relación entre el valor de mercado de la empresa y su valor contable, refleja sus oportunidades de crecimiento. En relación con el desempeño de las empresas en materia de sostenibilidad, incluimos dos medidas al haberse demostrado previamente que las estrategias de sostenibilidad pueden tener un impacto en el coste del capital (por ejemplo, García-Sánchez et al., 2019; Martínez-Ferrero y García-Sánchez, 2017). La variable **Calidad_aseguramiento** se obtuvo mediante un análisis de contenido basado en 12 ítems, consistente con el índice propuesto por O'Dwyer y Owen (2005), Zorio et. (2013) y Martínez-Ferrero et al. (2018). Los ítems incluidos establecen un estándar mínimo para la calidad de las declaraciones de garantía, asignando una puntuación que oscila entre 0 y 23; ASG es un score proporcionado por Thomson Reuters Refinitiv que oscila entre 0.1 y 100, mide el desempeño ambiental, social y de gobernanza (ASG) de una empresa en función de los datos comunicados públicamente

En lo que respecta a las características a nivel país, se proponen variables relacionadas con el sistema jurídico y la aplicación de la ley. **Derecho_comun** es una variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa observada está ubicada en un país de derecho consuetudinario y 0 en caso contrario (La Porta et al., 1997, 1998), se ha demostrado que los países de derecho consuetudinario muestran una menor intensidad de prácticas relativas a la divulgación de información en materia de sostenibilidad (Frias-Aceituno et al., 2013); **Normativa** es una variable basada en el Índice de Desarrollo Mundial del Banco Mundial que mide hasta qué punto los agentes confían en las normas de la sociedad y las acatan, incluida la calidad del cumplimiento de los contratos, la policía y los tribunales, los derechos de propiedad y la probabilidad de que se produzcan delitos y violencia. El índice oscila entre -2,5 y 2,5 (Kaufmann et al., 2009; Simnett et al., 2009; Braam y Peeters, 2018; Ruiz-Barbadillo y Martínez-Ferrero, 2022).

Además, los resultados se controlan por año con el fin de eliminar la heterogeneidad temporal.

3.3 Modelo y técnica analítica

El objetivo de este trabajo es estudiar la reacción de los inversores al uso del aseguramiento por los directivos como una estrategia de *impression management* para manipular la percepción de los grupos de interés sobre las memorias de sostenibilidad de baja calidad, identificándose dicha captura directiva con el uso de un tono optimismo en el informe de aseguramiento. A este fin, se propone el siguiente modelo:

$$CC_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Optimismo}_{it} + \beta_2 \text{Tamaño}_{it} + \beta_3 \text{Apalancamiento}_{it} + \beta_4 \text{MtB}_{it} + \beta_5 \text{Rentabilidad}_{it} + \beta_6 \text{Calidad_aseguramiento}_{it} + \beta_7 \text{ASG}_{it} + \beta_8 \text{Derecho_comun}_{it} + \beta_9 \text{Normativa}_{it} + \sum_{t=1}^T \gamma_t \text{Año}_t + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

donde i y t representan las variables empresa y año, respectivamente; β y γ son los parámetros estimados; η_i es la heterogeneidad inobservable; ε_{it} es el término error.

Para el contraste de la hipótesis planteada se emplean técnicas analíticas para datos de panel. El modelo propuesto sufre los problemas de heterocedasticidad y autocorrelación, comprobados mediante el test modificado de Wald y de Wooldridge, respectivamente. También adolece del problema de endogeneidad (Wooldridge, 2010), definido como la existencia de correlación entre las variables explicativas y el término de error, ya sea por la omisión de variables relevantes, errores de medición o causalidad simultánea (Wooldridge, 2010). En nuestro caso, el problema de endogeneidad puede surgir por la existencia de un error de medición, ya que nuestra medida de captura directiva (optimismo) no es una *proxy* estabilizada en la academia.

Dado que nuestro modelo sufre de heterocedasticidad, autocorrelación y endogeneidad, se utiliza el estimador *system GMM* para garantizar el control de los problemas econométricos mencionados previamente (Arellano y Bond, 1991; Arellano y Bover, 1995; Blundell y Bond, 1998).

4. Resultados

4.1. Resultados descriptivos

En la Tabla I se muestran los resultados descriptivos del estudio. Las empresas presentan un coste de capital medio de 0.050 con una desviación estándar de 0.264. En cuanto al tono de las declaraciones de garantía de sostenibilidad, DICTION establece un rango normal estandarizado entre 48.210 y 55.580 para el nivel de optimismo presente en los documentos corporativos. En nuestro estudio, el tono optimista medio de las declaraciones de garantía de sostenibilidad se sitúa dentro del rango normal señalado por DICTION 7.2, con un valor medio de 50.471 y una desviación estándar de 1.088. En cuanto a las variables de control, cabe destacar que las empresas de la muestra presentan una calidad de garantía limitada, con una puntuación media de 14.880 sobre un máximo de 23. La calidad limitada de los informes de aseguramiento ofrece pruebas preliminares sobre la potencial captura directiva del proceso. La Tabla I también muestra que no existe una alta correlación entre las variables, no sufriendo el modelo propuesto del problema de multicolinealidad.

Tabla I: Estadísticos descriptivos y matriz de correlaciones

Estadísticos descriptivos				Matriz de correlaciones								
	Media	Std. Dev.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1. CC	0.050	0.264	1									
2. Optimismo	50.471	1.088	-0.045	1								
3. Tamaño	23.825	2.017	-0.013	-0.115	1							
4. Apalancamiento	1.314	3.513	-0.015	-0.011	0.111	1						
5. MtB	21.025	186.847	-0.011	-0.109	-0.276***	0.057	1					
6. Rentabilidad	0.035	0.053	-0.066	0.030	-0.0188**	0.062	0.102	1				
7. Calidad_aseguramiento	14.880	3.380	0.085	0.142*	-0.070	-0.120	-0.116	0.034	1			
8. ASG	70.453	13.052	0.097	0.005	0.579***	0.077	-0.260***	0.032	-0.030	1		
9. Derecho_comun	0.180	0.386	0.095	-0.201***	0.246***	-0.047	-0.047	0.033	-0.030	0.217***	1	
10. Normativa	1.723	0.403	0.046	0.094	-0.147**	0.018	0.047	0.179**	-0.178**	0.113	0.076	1

Muestra: 183 observaciones en 2012-2016. *, ** y *** representan la significatividad estadística al 90%, 95% y 99%, respectivamente.

4.2. Aseguramiento como estrategia de *impression management* y reacción de los inversores

La Tabla II muestra que el coeficiente de optimismo es positivo y estadísticamente significativo ($\hat{\beta}_1 = 1.085$, $p < 0.000$), indicando que el uso de un tono más optimista en los informes de aseguramiento incrementa el coste del

capital requerido por los inversores. De este resultado extraemos la conclusión de que los inversores identifican, y penalizan en consecuencia, el uso del aseguramiento como estrategia de *impression management*. Por lo tanto, los resultados apoyan nuestra hipótesis y se confirma que persiste el escepticismo de los inversores hacia los informes de sostenibilidad, incluso si estos se encuentran asegurados externamente.

Tabla II. Aseguramiento como estrategia de *impression management* y reacción de los inversores

Variable dependiente: CC		Coef.	Std. Err.	Prob> z
Variable explicativa				
Optimismo		1.085***	0.263	0.000
Variables de control				
Tamaño		0.004	0.014	0.774
Apalancamiento		-0.038***	0.009	0.000
MtB		0.001***	0.000	0.000
Rentabilidad		-2.473***	0.309	0.000
Calidad_aseguramiento		0.024***	0.004	0.000
ASG		0.002	0.002	0.138
Derecho_comun		0.219***	0.037	0.000
Normativa		0.246***	0.053	0.000
Constante		-3.030***	0.629	0.000
Wald chi²		Prob> chi²: 0.000		
AR(2) Arellano-Bond test en pri- meras diferencias		Prob> z: 0.164		
Controlado por año				

Muestra: 183 observaciones en 2012-2016. *, ** y *** representan la significatividad estadística al 90%, 95% y 99%, respectivamente.

Nota: La significatividad conjunta de las variables de la derecha se proporciona mediante la prueba de Wald, distribuida asintóticamente como χ^2 bajo la hipótesis nula de ausencia de relación. Además, proporcionamos la prueba de Arellano-Bond en primeras diferencias para AR (2). Se trata de una prueba de correlación serial de segundo orden en los residuos en primeras diferencias, asintóticamente distribuida como $N(0, 1)$ bajo la hipótesis nula de que no hay correlación serial de los términos de error.

5. Conclusiones

Partiendo de la posibilidad de que los directivos capturen el proceso de aseguramiento de las memorias de sostenibilidad, el objetivo del trabajo es demostrar cómo reaccionan los inversores ante el uso del aseguramiento como estrategia de *impression management* cuando la información sobre sostenibilidad divulgada es de calidad cuestionable. Nuestros resultados confirman nuestra hipótesis, mostrando que los inversores penalizan la captura directiva del proceso de aseguramiento y su respectivo uso como táctica para manipular la percepción de los inversores ante memorias de sostenibilidad de baja calidad.

Este hallazgo supone una novedad para la literatura existente, ya que cuestiona el papel de la garantía como medio que incrementa la confianza de los grupos de interés en la veracidad de las memorias de sostenibilidad. Desde esta perspectiva, mientras que estudios críticos anteriores han examinado la potencial captura directiva del proceso de aseguramiento, nosotros hemos demostrado que los inversores penalizan esta captura y el uso del aseguramiento como estrategia de *impression management* con un mayor coste de capital.

Se trata de una cuestión relevante dada la creencia común en la literatura sobre el papel del aseguramiento como medio para dotar de credibilidad a la información sobre sostenibilidad divulgada y que, en consecuencia, es una práctica recompensada en todo caso por los inversores. Por lo tanto, los resultados obtenidos constituyen un paso importante al demostrar cómo persiste el escepticismo de los inversores hacia las memorias de sostenibilidad, incluso aunque estas se encuentren aseguradas. Así, contribuimos a la literatura crítica que señala la potencial captura directiva del proceso de aseguramiento, cuestionando el valor añadido del proceso a la hora de aumentar la confianza de los inversores en la credibilidad de los informes de sostenibilidad.

A su vez, nuestros resultados son importantes para las empresas que deciden asegurar sus memorias de sostenibilidad con el fin de mejorar su acceso a financiación. Este hallazgo pone de manifiesto que el simple aseguramiento de las memorias de sostenibilidad no es suficiente para que los inversores perciban esa información como creíble. Así pues, para beneficiarse de una mejora en sus condiciones de financiación, los inversores deben percibir que los directivos de la empresa no han capturado el proceso de aseguramiento y que este ha sido realizado por un tercero independiente.

A pesar de las aportaciones de nuestro estudio, este trabajo presenta algunas limitaciones. Nuestra principal limitación se refiere a la muestra, la cual se limita a una pequeña representación de empresas europeas cotizadas. Futuros trabajos deberían ampliar la muestra de empresas, además de realizar el estudio en distintos países para comprobar si difieren las conclusiones obtenidas. Además, en este trabajo empleamos el incumplimiento del principio de información balanceada y el uso de un tono optimista como medida de captura directiva del proceso de aseguramiento, si bien, esta no es una medida asentada en la literatura. En consecuencia, nuevos estudios deberían proponer medidas alternativas de influencia directiva en el aseguramiento de las memorias de sostenibilidad para aportar robustez a los resultados obtenidos.

6. Bibliografía

- Arellano, M., and Bond, S., 1991. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations, *The Review of Economic Studies*. 58 (2), 277-297.
- Arellano, M., and Bover, O., 1995. Another look at the instrumental variable estimation of error-components models, *Journal of econometrics*. 68(1), 29-51.
- Ballou, B., Chen, P. C., Grenier, J. H., and Heitger, D. L., 2018. Corporate social responsibility assurance and reporting quality: Evidence from restatements, *Journal of Accounting and Public Policy*. 37(2), 167-188.
- Blundell, R., and Bond, S., 1998. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models, *Journal of econometrics*. 87(1), 115-143.
- Braam, G. and Peeters, R., 2018. Corporate sustainability performance and assurance on sustainability reports: diffusion of accounting practices in the realm of sustainable development, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. 25 (2), 164-181.
- Boiral, O., 2013. Sustainability reports as simulacra? A counter-account of A and A+ GRI reports, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*. 26(7), 1036-1071.
- Boiral, O., 2016. Accounting for the unaccountable: Biodiversity reporting and impression management, *Journal of business ethics*. 135(4), 751-768.
- Boiral, O., Heras-Saizarbitoria, I. and Brotherton, M.C., 2019a. Assessing and improving the quality of sustainability reports: the auditors' perspective, *Journal of Business Ethics*. 155 (3), 703-721.
- Boiral, O., Heras-Saizarbitoria, I., Brotherton, M.C. and Bernard, J., 2019b. Ethical issues in the assurance of sustainability reports: perspectives from assurance providers, *Journal of Business Ethics*. 159 (4), 1111-1125.
- Boiral, O., and Heras-Saizarbitoria, I., 2020. Sustainability reporting assurance: Creating stakeholder accountability through hyperreality? *Journal of Cleaner Production*. 243, 11859.
- Botosan, C. A., and Plumlee, M. A., 2005. Assessing alternative proxies for the expected risk premium, *The accounting review*. 80(1), 21-53.
- Casey, R. J., and Grenier, J. H., 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.
- Chatterji, A. K., and Toffel, M. W., 2010. How firms respond to being rated, *Strategic Management Journal*. 31(9), 917-945.
- Cho, C. H., and Patten, D. M., 2007. The role of environmental disclosures as tools of legitimacy: A research note, *Accounting, organizations and society*. 32(7-8), 639-647.
- Cho, C. H., Roberts, R. W., and Patten, D. M., 2010. The language of US corporate environmental disclosure, *Accounting, Organizations and Society*. 35(4), 431-443.
- Cho, C. H., Michelon, G., and Patten, D. M., 2012. Impression management in sustainability reports: An empirical investigation of the use of graphs, *Accounting and the Public Interest*. 12(1), 16-37.
- Cho, C. H., Laine, M., Roberts, R. W., and Rodrigue, M., 2015. Organized hypocrisy, organizational facades, and sustainability reporting, *Accounting, Organizations and Society*. 40, 78-94.
- Deegan, C., 2002. Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures-a theoretical foundation, *Accounting, auditing & accountability journal*. 15(3), 282-311.
- Deegan, C., and Blomquist, C., 2006. Stakeholder influence on corporate reporting: An exploration of the interaction between WWF-Australia and the Australian minerals industry, *Accounting, organizations and society*. 31(4-5), 343-372.
- Deegan, C., 2010. Organizational legitimacy as a motive for sustainability reporting, In *Sustainability accounting and accountability*. 146-168.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., and 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.
- Dhaliwal, D.S., Radhakrishnan, S., Tsang, A. and Yang, Y.G., 2012. Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: international evidence on corporate social responsibility disclosure, *The Accounting Review*. 87(3), 723-759.
- DICTION 7.2, 2013. Help manual, DICTION 7 the text analysis program. Digitext Incorporation. Retrieved on 25 April 2023 from: <http://dictionsoftware.com/wp-content/uploads/2020/09/DICTION-Manual-9-14-20.pdf>
- Diouf, D., and Boiral, O., 2017. The quality of sustainability reports and impression management: A stakeholder perspective, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*. 30(3), 643-667.
- Easton, P. D., 2004. PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital, *The accounting review*. 79(1), 73-95.
- Fonseca, A., 2010. How credible are mining corporations' sustainability reports? A critical analysis of external assurance under the requirements of the international council on mining and metals, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. 17(6), 355-370.
- Fonseca, A., McAllister, M. L., and Fitzpatrick, P., 2014. Sustainability reporting among mining corporations: a constructive critique of the GRI approach, *Journal of Cleaner Production*. 84, 70-83.
- Francis, J. R., Khurana, I. K., and Pereira, R., 2005. Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world, *The accounting review*. 80(4), 1125-1162.
- Francis, J., Nanda, D., and Olsson, P., 2008. Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital, *Journal of accounting research*. 46(1), 53-99.
- Frías-Aceituno, J. V., Rodríguez-Ariza, L., and García-Sánchez, I. M., 2013. Is integrated reporting determined by a country's legal system? An exploratory study, *Journal of cleaner production*. 44, 45-55.
- García-Sánchez, I. M., Hussain, N., Martínez-Ferrero, J., and Ruiz-Barbadillo, E., 2019. Impact of disclosure and assurance quality of corporate sustainability reports on access to finance, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. 26(4), 832-848.

- García-Sánchez, I. M., and Noguera-Gámez, L., 2017. Integrated information and the cost of capital, *International Business Review*. 26(5), 959-975.
- Global Reporting Initiative (GRI), 2006. Sustainability Reporting Guidelines. Amsterdam.
- Hahn, R., and Kühnen, M., 2013. Determinants of sustainability reporting: A review of results, trends, theory, and opportunities in an expanding field of research, *Journal of Cleaner Production*. 59, 5-21.
- Hassan, A., 2019. Verbal tones in sustainability assurance statements: An empirical exploration of explanatory factors, *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*. 10(3), 427-450.
- Huang, X., Teoh, S. H., and Zhang, Y., 2014. Tone management, *The Accounting Review*. 89(3), 1083-1113.
- Hummel, K., Schlick, C., and Fifka, M., 2019. The role of sustainability performance and accounting assurors in sustainability assurance engagements, *Journal of Business Ethics*. 154, 733-757.
- Kaufmann, D., Kraay, A., and Mastruzzi, M., 2009. Governance matters VIII: aggregate and individual governance indicators, 1996-2008, World bank policy research working paper. 4978.
- Kim, J. B., Simunic, D. A., Stein, M. T., and Yi, C. H., 2011. Voluntary audits and the cost of debt capital for privately held firms: Korean evidence, *Contemporary accounting research*. 28(2), 585-615.
- Kolk, A. and Perego, P. (2010). Determinants of the adoption of sustainability assurance statements: an international investigation, *Business Strategy and the Environment*. 18, 182-198.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W., 1997. Legal determinants of external finance, *The Journal of finance*. 52(3), 1131-1150.
- La Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W., 1998. Law and finance, *Journal of political economy*. 106(6), 1113-1155.
- Loughran, T., and McDonald, B., 2011. When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks, *The Journal of finance*. 66(1), 35-65.
- Martínez-Ferrero, J., Ruiz-Barbadillo, E., and Guidi, M., 2021. How capital markets assess the credibility and accuracy of CSR reporting: Exploring the effects of assurance quality and CSR restatement issuance, *Business Ethics, the Environment & Responsibility*. 30(4), 551-569.
- Martínez-Ferrero, J., and García-Sánchez, I. M., 2017. Sustainability assurance and cost of capital: Does assurance impact on credibility of corporate social responsibility information? *Business Ethics: A European Review*. 26(3), 223-239.
- Martínez-Ferrero, J., I. M. García-Sánchez and Ruiz-Barbadillo, E., 2018. The quality of sustainability assurance reports: The expertise and experience of assurance providers as determinants, *Business Strategy and the Environment*. 27(8), 1181-1196.
- Merkl-Davies, D. M., and Brennan, N. M., 2007. Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: incremental information or impression management? *Journal of accounting literature*. 27, 116-196.
- Melloni, G., Caglio, A., and Perego, P., 2017. Saying more with less? Disclosure conciseness, completeness and balance in Integrated Reports, *Journal of Accounting and Public Policy*. 36(3), 220-238.
- Michelon, G., Pilonato, S., and Ricceri, F., 2015. CSR reporting practices and the quality of disclosure: An empirical analysis, *Critical perspectives on accounting*. 33, 59-78.
- Michelon, G., Patten, D. M., and Romi, A. M., 2019. Creating legitimacy for sustainability assurance practices: evidence from sustainability restatements, *European Accounting Review*. 28(2), 395-422.
- Moroney, R., Windsor, C., and Aw, Y. T., 2012. Evidence of assurance enhancing the quality of voluntary environmental disclosures: An empirical analysis, *Accounting & Finance*. 52(3), 903-939.
- O'Dwyer, B., and Owen, D. L., 2005. Assurance statement practice in environmental, social and sustainability reporting: A critical evaluation, *The British Accounting Review*. 37(2), 205-229.
- O'Dwyer, B., Owen, D. and Unerman, J., 2011. Seeking legitimacy for new assurance forms: the case of assurance on sustainability reporting, *Accounting, Organizations and Society*. 36(1), 31-52.
- Ohlson, J. A., and Juettner-Nauroth, B. E., 2005. Expected EPS and EPS growth as determinants of value, *Review of accounting studies*. 10, 349-365.
- Perego, P., and Kolk, A., 2012. Multinationals' accountability on sustainability: The evolution of third-party assurance of sustainability reports, *Journal of Business Ethics*. 110(2), 173-190.
- Ruiz-Barbadillo, E., and Martínez-Ferrero, J., 2020. Empirical analysis of the effect of the joint provision of audit and sustainability assurance services on assurance quality, *Journal of Cleaner Production*. 266, 121943.
- Ruiz-Barbadillo, E., and Martínez-Ferrero, J., 2022. The choice of incumbent financial auditors to provide sustainability assurance and audit services from a legitimacy perspective, *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*. 13(2), 459-493.
- Simnett, R., Vanstraelen, A. and Chua, W.F., 2009. Assurance on sustainability reports: an international comparison, *The Accounting Review*. 84(3), 937-967.
- Smith, J., Haniffa, R. and Fairbrass, J., 2011. A conceptual framework for investigating 'capture' in corporate sustainability reporting assurance, *Journal of Business Ethics*. 99(3), 425-439.
- Talbot, D., and Boiral, O., 2018. GHG reporting and impression management: An assessment of sustainability reports from the energy sector, *Journal of Business Ethics*. 147, 367-383.
- Wooldridge, J. M., 2010. *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT press.
- Zorio, A., García-Benau, M. A., and Sierra, L., 2013. Sustainability development and the quality of assurance report: Empirical evidence, *Business Strategy and the Environment*. 22(7), 484-5.