



# Valoración por parte del mercado español del aseguramiento de la información no financiera

**Carmelo Reverte Maya**

*Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad.  
Universidad Politécnica de Cartagena*

Este trabajo ha obtenido un accésit del **Premio «Estudios Financieros» 2019** en la modalidad de **Contabilidad y Administración de Empresas**.

El jurado ha estado compuesto por: don Enrique Rubio Herrera, don Macario Cámara de la Fuente, doña Beatriz García Osma, don Fernando Nubla Martínez y don Jesús Fernando Santos Peñalver.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato de los autores.

## Extracto

La presente investigación trata de examinar por primera vez en el ámbito español si, tras la promulgación de la Directiva europea 2014/95/UE sobre divulgación de información no financiera, los inversores valoran positivamente el aseguramiento de las memorias de sostenibilidad correspondientes al periodo 2014-2017 para una muestra de empresas cotizadas así como una serie de aspectos del mismo como su calidad, nivel de aplicación (alto/razonable vs. moderado/limitado), alcance (completo vs. parcial) y tipo de proveedor que proporciona dicho servicio (auditora vs. consultora o certificadora). Nuestros resultados son relevantes para las empresas, inversores, reguladores y profesionales del sector y justifican la pertinencia de la reciente Ley 11/2018 que sitúa a España como referente europeo al exigir que el aseguramiento de la información no financiera sea obligatorio con el fin último de aumentar su fiabilidad y comparabilidad de modo que los grupos de interés puedan evaluar de mejor manera los impactos de las organizaciones en la sociedad y el medio ambiente.

**Palabras clave:** aseguramiento; memorias de sostenibilidad; valor de la compañía.

Fecha de entrada: 03-05-2019 / Fecha de aceptación: 15-07-2019

**Cómo citar:** Reverte Maya, C. (2019). Valoración por parte del mercado español del aseguramiento de la información no financiera. *Revista de Contabilidad y Tributación. CEF*, 440, 159-194.



# Valuation of the assurance of non-financial information by the Spanish market

Carmelo Reverte Maya

## Abstract

The current study first examines in the Spanish setting whether, after the passing of the European Directive 2014/95/UE, investors value positively the assurance of sustainability reports corresponding to the period 2014-2017 for a sample of listed companies. It also analyzes the valuation by investors of a series of assurance characteristics such as its quality, level of application (reasonable/high vs moderate/limited), scope (complete vs partial) and the type of assurance provider (audit vs consultancy or certification firm). Our results are relevant for companies, investors, regulators and practitioners and justify the pertinence of the recent Law 11/2018 that places Spain as a reference in Europe by requiring a mandatory assurance of the non-financial information in order to increase its reliability and comparability so that stakeholders can better assess the impact of companies on society and the environment.

**Keywords:** assurance; sustainability reports; firm value.

**Citation:** Reverte Maya, C. (2019). Valoración por parte del mercado español del aseguramiento de la información no financiera. *Revista de Contabilidad y Tributación. CEF*, 440, 159-194.





## Sumario

1. Introducción
  2. Marco teórico e hipótesis
    - 2.1. El aseguramiento de la información no financiera: estándares internacionales
    - 2.2. Evidencia empírica sobre los determinantes del aseguramiento y sus efectos
    - 2.3. Hipótesis planteadas
      - 2.3.1. Impacto en la valoración de la decisión de asegurar el informe de sostenibilidad
      - 2.3.2. Impacto en la valoración del tipo de proveedor del servicio de aseguramiento
      - 2.3.3. Impacto en la valoración del nivel del aseguramiento
      - 2.3.4. Impacto en la valoración del alcance del aseguramiento
      - 2.3.5. Impacto en la valoración de la calidad del aseguramiento
  3. Análisis empírico
    - 3.1. Muestra
    - 3.2. Variables empleadas en el estudio
      - 3.2.1. Variable dependiente
      - 3.2.2. Variables independientes
      - 3.2.3. Variables de control
    - 3.3. Modelos estimados
  4. Resultados
    - 4.1. Análisis descriptivo
    - 4.2. Análisis multivariante
  5. Conclusiones
- Apéndice
- Referencias bibliográficas



## 1. Introducción

La relevancia de la información no financiera en el contexto del *reporting* corporativo ha experimentado un notable crecimiento en las últimas décadas en la medida en que una de las características del nuevo entorno de negocios globalizado es el reconocimiento de los riesgos no financieros como aspecto intrínseco de la gestión de la actividad empresarial. Tal y como se indica en el preámbulo de la reciente Ley 11/2018, en línea con lo establecido en el considerando (3) de la Directiva 2014/95/UE:

[...] la divulgación de información no financiera o relacionada con la responsabilidad social corporativa contribuye a medir, supervisar y gestionar el rendimiento de las empresas y su impacto en la sociedad. A la vez, su anuncio resulta esencial para la gestión de la transición hacia una economía mundial sostenible que combine la rentabilidad a largo plazo con la justicia social y la protección del medio ambiente.

En este contexto, aspectos como la ética en los negocios, la preservación del entorno natural, las políticas de seguridad y salud en el trabajo, la protección de los derechos de los consumidores y el respeto a los derechos humanos, todos ellos asuntos en el ámbito de la responsabilidad social corporativa (RSC), están reconocidos hoy en día como aspectos relevantes de la gestión de las empresas.

La insuficiencia de la información financiera tradicional para satisfacer las necesidades informativas de los grupos de interés (*stakeholders*) sobre el enfoque de gestión y desempeño ético, social y medioambiental de las organizaciones ha dado lugar a un creciente interés por la información no financiera, considerada fundamental para alcanzar los niveles de transparencia demandados y contribuir al cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de la Agenda 2030 de Naciones Unidas. En conjunto, podemos decir que avanzamos hacia un sistema de *reporting* corporativo que integra aspectos financieros y no financieros, como propugna el International Integrated Reporting Committee (IIRC), organismo impulsor del nuevo marco de información integrada.

Como respuesta a esta creciente demanda de información no financiera por parte de los grupos de interés, cada vez son más las compañías que publican dicha información a través de memorias de RSC o sostenibilidad o de informes integrados. Durante el año 2017, solo en España, 875 empresas (entre grandes empresas, pymes y tercer sector) han pre-

sentado este tipo de informes, lo que supone un 14 % del total de los informes publicados a nivel mundial, situando a España como uno de los líderes a nivel mundial en la divulgación de este tipo de información (EY, 2018).

A nivel legislativo, desde la entrada en vigor de la Directiva 2014/95/UE<sup>1</sup> sobre divulgación de información no financiera y diversidad por parte de determinadas grandes empresas y grupos, los Estados miembros de la Unión Europea han procedido a la transposición de esta norma al ordenamiento jurídico estatal con diferentes grados de exigencia. España fue de las últimas en transponer dicha directiva mediante el Real Decreto-Ley 18/2017 recientemente modificado por la nueva Ley 11/2018 sobre información no financiera y diversidad a través de la cual se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital y la Ley 22/2015, de Auditoría de Cuentas. Esta nueva Ley 11/2018 contiene importantes novedades como la obligación de elaborar un nuevo estado de información no financiera (EINF) por parte de determinadas empresas<sup>2</sup> que debe incluir, por un lado, cuestiones medioambientales, sociales, relativas al personal, al respeto de los derechos humanos y a la lucha contra la corrupción y el soborno y, por otro, divulgar la política de diversidad aplicada al consejo de administración, particularmente en relación con cuestiones como la formación y experiencia profesional, la edad, la discapacidad y el género.

Otra importante novedad introducida por la Ley 11/2018 es que la información incluida en dicho EINF deberá ser verificada obligatoriamente por un prestador independiente de servicios de verificación con el fin de aumentar la credibilidad y transparencia de la información no financiera. Esta verificación (denominada comúnmente «aseguramiento» por su traducción del término anglosajón «*assurance*») supone un avance importante en la medi-

---

<sup>1</sup> Desarrollada posteriormente por la Comunicación de la Comisión Europea (2017/C 215/01) de mayo de 2017 titulada *Directrices sobre la presentación de informes no financieros (Metodología para la presentación de informes no financieros)*. En este sentido, cabe mencionar que en España se han llevado a cabo iniciativas sobre indicadores fundamentales financieros y no financieros como los propuestos en la *Guía para la elaboración del informe de gestión de las entidades cotizadas* de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) o en el modelo sobre información integrada de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA), recogido en el *Cuadro Integrado de Indicadores (CII-FESG) y su taxonomía XBRL*.

<sup>2</sup> Deberán reportar el EINF cuando se cumplan los siguientes requisitos:

- Número medio de trabajadores empleados en el ejercicio superior a 500.
- Que sea una entidad de interés público (EIP) o bien durante dos ejercicios consecutivos concurren dos de las siguientes circunstancias al cierre del ejercicio:
  1. El total de la partida del activo ha de ser superior a 20 millones de euros.
  2. El importe neto de la cifra de negocios ha de ser superior a 40 millones de euros.
  3. El número medio de empleados en el ejercicio ha de ser superior a 250.

Pasados tres años desde su entrada en vigor en 2018, se extenderá a las empresas con más de 250 empleados que cumplan una serie de requisitos.

da en que la misma no era obligatoria en la Directiva 2014/95/UE sino potestativa de cada Estado miembro. Gracias a este cambio legislativo, España pasará a convertirse en un referente a nivel europeo, elevando los niveles de exigencia en cuanto a transparencia y fiabilidad en la divulgación de información no financiera.

En este contexto, la presente investigación trata de examinar por primera vez en el ámbito español si los inversores valoran positivamente el aseguramiento de las memorias de sostenibilidad o RSC mediante el examen de su impacto en el valor de las acciones de una muestra de empresas cotizadas en el periodo posterior a la promulgación de la Directiva europea 2014/95 sobre información no financiera.

Asimismo, debido al carácter voluntario que tradicionalmente ha tenido el aseguramiento, las pautas y procedimientos no están aún lo suficientemente desarrollados ni homogeneizados. Si bien existen diversos estándares internacionales de general aceptación (ISAE 3000 y AA1000AS), existe una indefinición en cuanto al marco normativo específico a aplicar y en cuanto a quién corresponde verificar la información. A consecuencia de ello, existe una heterogeneidad a nivel internacional a la hora de su implementación en aspectos como la calidad del informe, su alcance (completo vs. parcial) y nivel de aplicación (alto/razonable vs. moderado/limitado) así como la firma que lo realiza (auditora vs. consultora/certificadora), lo que dificulta en gran medida la comparabilidad de los informes de aseguramiento y merma su calidad y potenciales beneficios (Fuhrmann *et al.*, 2017; Gürtürk y Hahn, 2016; Hodge *et al.*, 2009). En este contexto, la presente investigación trata adicionalmente de examinar por primera vez en nuestro país cómo valoran los inversores estos diferentes aspectos del aseguramiento de las memorias de sostenibilidad (calidad, alcance, nivel de aplicación y proveedor del servicio).

Los resultados obtenidos evidencian que existe un impacto positivo del aseguramiento en el valor de mercado de las acciones de las empresas analizadas, lo que justifica la idoneidad de la reciente Ley 11/2018 que sitúa a España como referente europeo al exigir que dicho aseguramiento no sea voluntario como hasta ahora sino obligatorio con el fin último de aumentar la credibilidad y fiabilidad de la información no financiera. Además, nuestros resultados ponen de manifiesto que la calidad de la verificación es valorada positivamente por los inversores, así como que su alcance sea completo y su nivel alto o razonable, lo que deberá ser tenido en cuenta por todos los agentes implicados a la hora de consensuar y perfilar en los próximos años las características de este servicio de aseguramiento.

La estructura del trabajo es la siguiente. En el siguiente epígrafe realizamos una revisión de la literatura sobre aseguramiento con el fin de contextualizar las diferentes hipótesis planteadas. El epígrafe tercero presenta la metodología, muestra y variables analizadas. En el cuarto epígrafe se exponen los resultados del estudio empírico. Por último, presentamos las principales conclusiones de nuestro estudio.

## 2. Marco teórico e hipótesis

### 2.1. El aseguramiento de la información no financiera: estándares internacionales

Eccles y Krzus (2010), precursores de la información integrada, defienden que la información no financiera, al igual que la financiera, también debe someterse a verificación externa independiente:

[...] para asegurar que los aspectos no financieros tengan el mismo grado de exactitud, pulcritud e integridad que los datos financieros y así proporcionar el mismo nivel de credibilidad que han tenido hasta ahora los informes financieros para los analistas en los mercados de capitales.

En este sentido, el Global Reporting Initiative (GRI) (2013) define el aseguramiento como la evaluación realizada por un tercero independiente que tiene como resultado un informe en el que dicho tercero expresa una conclusión sobre la evaluación de la información revelada acerca de la sostenibilidad tomando como parámetro los marcos o normas aplicables.

La necesidad de aportar credibilidad a la información no financiera ha acelerado el desarrollo de diferentes marcos para su verificación o aseguramiento, siendo las principales normas a nivel internacional la AA1000AS (*Norma de Aseguramiento de Sostenibilidad AA1000*) de AccountAbility y la ISAE 3000 (*NIEA 3000 –Revisada– Encargos de Aseguramiento distintos de la Auditoría o de la Revisión de Información Financiera Histórica*) emitida por el Consejo de Normas Internacionales de Auditoría y Aseguramiento (International Auditing and Assurance Standards Board –IAASB–) de la Federación Internacional de Contadores (International Federation of Accountants –IFAC–)<sup>3</sup>.

Las definiciones proporcionadas por estas dos normas internacionales sobre el aseguramiento difieren de modo destacable, ya que la ofrecida por AccountAbility se centra en la verificación de los informes de sostenibilidad, mientras que la del IAASB es más amplia, ya que aborda la verificación de información no financiera en general. En la práctica, ambas normas se utilizan de forma complementaria, si bien las firmas que no pertenecen al ámbito de la auditoría (consultoras y certificadoras) muestran una preferencia por el uso de la norma AA1000AS.

<sup>3</sup> En el caso español, el Instituto de Censores Jurados de Cuentas (ICJCE) ha emitido en febrero de 2019 la *Guía de Actuación sobre Encargos de Verificación del Estado de Información no Financiera* que constituye una actualización de la *Guía de Actuación sobre Trabajos de Revisión de Informes de Responsabilidad Corporativa* publicada en 2008. En marzo de 2019, el Registro de Economistas Auditores del Consejo General de Economistas (REA-REGA) ha hecho lo propio emitiendo la *Guía de Actuación sobre el Informe de verificación independiente del Estado de Información no Financiera*.

La tabla 1 indica el contenido mínimo del informe de aseguramiento según las dos normas (ISAE 3000 y AA1000AS).

Tabla 1. Contenido mínimo del informe de aseguramiento según ISAE 3000 y AA1000AS

<b>Contenido mínimo del informe de aseguramiento según ISAE 3000</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Título indicando claramente que es un informe independiente</li><li>• Dirección</li><li>• Identificación o descripción del objeto del trabajo y nivel de aseguramiento (limitado o razonable)</li><li>• Identificación de criterios</li><li>• Descripción, si procede, de cualquier limitación inherente asociada con la medición o evaluación que sea significativa</li><li>• Restricciones de uso para un propósito especial (si las hubiera)</li><li>• Identificar y describir las responsabilidades del profesional y del responsable de la información</li><li>• Realización según la ISAE</li><li>• Aplicación de la ISQC 1 (Norma Internacional sobre Control de Calidad)</li><li>• Cumplimiento de independencia y requisitos éticos del código IESBA (Consejo de Normas Internacionales de Ética para Contadores)</li><li>• Resumen del trabajo realizado</li><li>• Conclusión</li><li>• Fecha del informe</li><li>• Firma del profesional</li><li>• Dirección del profesional</li></ul>
<b>Contenido mínimo del informe de aseguramiento según AA1000AS</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Destinatarios del informe</li><li>• Responsabilidad de la organización y del proveedor de aseguramiento</li><li>• Normas de aseguramiento utilizadas incluyendo la referencia a AA1000AS</li><li>• Descripción del alcance, incluyendo el tipo de aseguramiento facilitado</li><li>• Descripción de la información cubierta</li><li>• Descripción de la metodología</li><li>• Cualquier limitación encontrada</li><li>• Referencia al criterio utilizado</li><li>• Declaración del nivel de aseguramiento</li><li>• Resultados y conclusiones relativos al cumplimiento de los principios de AA1000AS sobre inclusividad, relevancia y capacidad de respuesta</li><li>• Resultados y conclusiones referentes a la fiabilidad de la información específica sobre desempeño (solo para aseguramiento tipo 2)</li><li>• Observaciones o recomendaciones</li><li>• Notas sobre la independencia y competencia del proveedor de aseguramiento</li><li>• Nombre del proveedor de aseguramiento</li><li>• Fecha y lugar</li></ul>

Fuente: Norma ISAE 3000 (IAASB, 2013) y Norma AA1000AS de AccountAbility (2008).

En cuanto a los tipos de encargo y su nivel de alcance, la norma AA1000AS diferencia dos tipos de encargos de aseguramiento de sostenibilidad, pudiendo realizarse ambos con un nivel alto o moderado:

- **El encargo sobre el grado de cumplimiento de los principios de Accountability (nivel moderado o tipo 1).** El proveedor de aseguramiento evalúa hasta qué punto la organización ha cumplido los principios de inclusividad, relevancia o materialidad y capacidad de respuesta e incluye la revisión de la información divulgada y los sistemas y procedimientos implantados para cubrirlos. En estos informes no se ha de formular una conclusión sobre la fiabilidad de la información.
- **El encargo sobre el grado de cumplimiento de los principios e información sobre el desempeño (nivel alto o tipo 2).** Este tipo de informes además debe evaluar la fiabilidad de la información referente al desempeño en sostenibilidad, proporcionando el proveedor de aseguramiento resultados y conclusiones relacionados con la citada fiabilidad.

Por su parte, la ISAE 3000 reconoce dos niveles de aseguramiento:

- **Un nivel de aseguramiento razonable.** Se reduce el riesgo del encargo a un nivel aceptablemente bajo y la opinión del profesional se expresa en términos positivos sobre el cumplimiento, en todos los aspectos significativos, con los estándares de referencia para la elaboración de memorias de sostenibilidad.
- **Un nivel de aseguramiento limitado.** En este caso, el riesgo es superior al aseguramiento razonable, ya que la conclusión del informe se expresa en términos negativos, indicando que, en función de los procedimientos ejecutados y evidencias obtenidas, no se ha puesto de manifiesto ningún aspecto que revele que la entidad no ha cumplido, en todos sus aspectos significativos, con los estándares de referencia.

A continuación, realizamos una breve revisión de la literatura sobre aseguramiento con el fin de contextualizar las diferentes hipótesis planteadas posteriormente en el presente estudio.

## 2.2. Evidencia empírica sobre los determinantes del aseguramiento y sus efectos

La investigación empírica sobre aseguramiento se ha focalizado mayoritariamente hasta la fecha en analizar, por un lado, los factores que impulsan a las organizaciones a verificar de forma voluntaria sus informes de sostenibilidad así como, por otro, en los aspectos institucionales que pueden explicar la diferente frecuencia del aseguramiento entre los distintos

países. Así, Simnett *et al.* (2009) encontraron, a partir de una muestra de 31 países, que aquellas empresas situadas en países orientados hacia los *stakeholders* y con entornos legales más fuertes son más proclives a asegurar los informes. Sus resultados también demuestran que la adopción de la verificación es mayor entre empresas con una actividad industrial más altamente visible y con una mayor «huella social» al ser las que mayor impacto tienen en el medioambiente y en la sociedad. Kolk y Perego (2010), a partir de una muestra de compañías del G250, hallaron que la probabilidad de adoptar el aseguramiento es mayor entre las empresas domiciliadas en países orientados a los *stakeholders* y con mecanismos legales más débiles. Cho *et al.* (2014), a partir de una muestra de 216 empresas del índice Fortune 500 en 2010, documentan que aquellas que operan en sectores más influyentes en el medio ambiente y las pertenecientes a la industria financiera son más propensas a verificar sus informes.

En el caso español, cabe mencionar los trabajos de Sierra *et al.* (2013) y Zorio *et al.* (2013). Ambos ponen de relieve que la decisión de someter los informes de sostenibilidad a verificación está positivamente relacionada con factores como el tamaño de la empresa, su inclusión en el Ibex 35 y la pertenencia a un sector «sensible» (como, p. ej., petróleo y energía, materiales básicos y construcción y tecnología y comunicaciones).

Otro tipo de estudios se han dedicado a investigar la percepción que tienen los usuarios de los informes de sostenibilidad sobre la verificación. Así, por ejemplo, Hodge *et al.* (2009) subrayaron que los usuarios de los citados informes sienten más confianza cuando el nivel de aseguramiento es alto/razonable y cuando el proveedor es una firma de auditoría importante. Pflugrath *et al.* (2011) investigaron si analistas financieros procedentes de Australia, Estados Unidos y el Reino Unido percibían alguna diferencia en la credibilidad de los informes de sostenibilidad en función de si estaban verificados o no, así como del tipo de proveedor. Sus resultados mostraron que los analistas, especialmente aquellos procedentes de Estados Unidos, perciben que la credibilidad de un informe de sostenibilidad es mayor cuando está verificado por un auditor.

Otro beneficio potencial del aseguramiento sobre la imagen ambiental de las organizaciones fue examinado por Birkley *et al.* (2016). A partir de las puntuaciones de reputación ambiental de la revista *Newsweek* de las empresas que publicaron un informe de RSC durante 2008 y 2009, sus resultados mostraron una asociación positiva entre la verificación y la imagen ambiental de la empresa. En una línea similar, Moroney *et al.* (2012) evidencian que la calidad de la divulgación voluntaria de información medioambiental es significativamente mayor para las empresas que verifican los informes con respecto a las que no lo hacen.

En cuanto a la literatura más directamente relacionada con el objetivo de nuestro trabajo, esto es, la relativa a los efectos del aseguramiento en los mercados de capitales, esta es muy escasa, y centrada en datos anteriores a la promulgación de la Directiva 2014/95/UE. Así, determinados estudios han mostrado que las empresas que aseguran los informes de RSC se benefician de menores costes de capital o menores errores de predicción de los

resultados por parte de los analistas financieros (Casey y Grenier, 2015; Cuadrado-Ballesteros *et al.*, 2017; Martínez-Ferrero y García-Sánchez, 2017). Sin embargo, otros estudios como los de Cho *et al.* (2014) y Peters y Romi (2015), para el contexto norteamericano, no encontraron una asociación significativa entre el aseguramiento y el valor de la empresa.

En el presente trabajo tratamos de arrojar luz sobre si dicha relación existe en un periodo más actual al analizado en los anteriores estudios y en uno de los países líderes a nivel mundial en la divulgación en materia de RSC como España. A continuación, vamos a presentar las distintas hipótesis planteadas en nuestro estudio.

## 2.3. Hipótesis planteadas

### 2.3.1. Impacto en la valoración de la decisión de asegurar el informe de sostenibilidad

Desde un punto de vista conceptual, el impacto positivo del aseguramiento en el valor de la empresa puede explicarse a través de varias teorías como la teoría de la agencia y la teoría de la legitimidad. Desde el punto de vista de la primera, el aseguramiento permite reducir las asimetrías informativas entre la empresa y los inversores al reducir las dudas que puedan tener los mismos respecto a la calidad de los informes de sostenibilidad, en la medida en que estos pueden ser utilizados como una forma de publicidad engañosa (*greenwashing*) que muestre un compromiso que no es real de la empresa con los aspectos sociales y medioambientales. Esta reducción de las asimetrías informativas permite a las empresas acceder a los mercados de capitales de forma más competitiva y reducir el coste de su financiación (Leuz y Verrecchia, 2010). En definitiva, la verificación contribuye a un mejor entendimiento por parte de los inversores de cómo la empresa está gestionando sus riesgos sociales y medioambientales, lo que incrementa su reputación corporativa (Casey y Grenier, 2015; O'Dwyer *et al.*, 2011).

Desde el prisma de la teoría de la legitimidad, cabe esperar que los inversores valoren positivamente dicho aseguramiento en la medida en que el mismo legitima las prácticas e informaciones de la organización de cara a la sociedad (Boiral y Gendron, 2011). En este sentido, Suchman (1995) define la legitimidad como «la percepción generalizada o asunción de que las actividades de una entidad son deseables, correctas o apropiadas dentro de algún sistema socialmente construido de normas, valores, creencias y definiciones». La aplicación de verificación externa sobre el contenido y la estructura de los informes de sostenibilidad disminuye la desconfianza con la que los usuarios ven los informes de sostenibilidad, reduciéndose el riesgo de errores y omisiones materiales (Deegan *et al.*, 2006; Edgley *et al.*, 2010; Manetti y Toccafondi, 2012; Hodge *et al.*, 2009). Así, en línea con los postulados de esta teoría de la legitimidad, las empresas que desean mejorar la credibilidad de sus informes y construir una reputación corporativa de cara a la sociedad son más dadas a adoptar la verificación (Simnett *et al.*, 2009).

Reforzando la argumentación anterior, Cheng *et al.* (2015) y Brown-Liburd y Zamora (2015) señalan que los inversores están más dispuestos a invertir en una empresa cuyos informes de sostenibilidad estén verificados por un tercero independiente. Jones y Solomon (2010) indican que la verificación de las memorias de sostenibilidad es importante dada la naturaleza voluntaria y la falta de regulación para su elaboración que hace que las compañías puedan manejar la información en busca de su propio interés. Los trabajos de O'Dwyer y Owen (2005) y Ballou *et al.* (2006) consideran que la ausencia de un informe de verificación independiente reduce la calidad y la utilidad de la información no financiera. Por su parte, Edgley *et al.* (2010) afirman que la verificación añade valor tanto para los gestores como para los *stakeholders*. De hecho, este servicio implica unos costes adicionales en los procesos de comunicación, por lo que las empresas que lo llevan a cabo esperan unos beneficios mayores del mismo derivados de una mayor confianza de los grupos de interés (Kolk y Perego, 2010; Simnett *et al.*, 2009).

En función de la argumentación anterior, planteamos la siguiente hipótesis:

**Hipótesis 1.** *El valor de las acciones de la compañía se ve positivamente afectado por el hecho de asegurar el informe de sostenibilidad.*

### 2.3.2. Impacto en la valoración del tipo de proveedor del servicio de aseguramiento

El GRI (2013) distingue entre tres grupos de proveedores de servicios de aseguramiento: firmas de auditoría, firmas de consultoría y firmas de ingeniería expertas en certificación. De hecho, en España, el artículo 49.6 del Código de Comercio modificado por la nueva Ley 11/2018, en sintonía con la Directiva 2014/95/UE, permite que el aseguramiento del EINF sea realizado por un «prestador independiente de servicios de verificación». Sin embargo, en la citada normativa no se hace ninguna otra mención o especificación acerca de quién se considera dicho prestador independiente ni sobre las condiciones o características que debe reunir. En este sentido, el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) en la consulta 1 del BOICAC número 117 (NFC071427), realizada recientemente, ha indicado que:

[...] hasta tanto se apruebe la regulación específica de los distintos aspectos de dicha verificación, esta podrá realizarse por el auditor de cuentas u otras personas con características o conocimientos adecuados para ejercer tal función y sin que exista impedimento desde el ámbito de la normativa reguladora de la actividad de auditoría de cuentas para que dicha verificación sea efectuada por el auditor de las cuentas anuales de la entidad en cuestión.

En nuestro país, la mayor parte de las empresas cotizadas recurren a firmas de auditoría (fundamentalmente, las Big Four).

La literatura previa, sin embargo, no es concluyente en cuanto a que la calidad del servicio de aseguramiento dependa del tipo de proveedor de dicho servicio (GRI, 2013; Manetti y Toccafondi, 2012). Así, los defensores de la mayor calidad del servicio prestado por las firmas de auditoría frente a las de consultoría o de servicios de certificación suelen argumentarlo por varios motivos. Primero, las firmas de auditoría están sujetas a códigos éticos de conducta estrictos para salvaguardar su independencia, lo que se traduce en unos sistemas de control de la calidad muy exigentes (Huggins *et al.*, 2011; O'Dwyer y Owen, 2005). Segundo, las firmas de auditoría tienen un importante capital reputacional que las motiva a desarrollar un trabajo de alta calidad (Craswell *et al.*, 2004; Simnett *et al.*, 2009). Por último, las firmas internacionales de auditoría pueden beneficiarse de economías de escala por su tamaño que no están al alcance de consultores y firmas especializadas en certificación, teniendo divisiones específicas y equipos multidisciplinares que permiten proporcionar un servicio más diversificado y especializado (Pflugrath *et al.*, 2011).

Otros autores preconizan que las firmas de consultoría tienen un enfoque más estratégico centrado en los intereses de los *stakeholders* y cuentan con una ventaja competitiva al estar más especializadas en temas medioambientales y sociales (Huggins *et al.*, 2011; Perego, 2009; Zorio *et al.*, 2013). Este tipo de firmas que no pertenecen al ámbito contable proporcionan una información de naturaleza más cualitativa y centrada en recomendaciones de mejora (O'Dwyer y Owen 2005; Perego y Kolk, 2012).

En consonancia con lo expuesto anteriormente, la evidencia empírica previa no es del todo concluyente sobre el efecto positivo diferencial de las firmas de auditoría frente a las que no pertenecen a dicho ámbito. Así, Benschop (2017), Hasan *et al.* (2003), Moroney *et al.* (2012) y Vaz *et al.* (2018) no encuentran evidencia de que la calidad del aseguramiento sea diferente entre ambos tipos de firmas mientras que Hodge *et al.* (2009), Pflugrath *et al.* (2011), Fernández-Feijóo *et al.* (2012), Zorio *et al.* (2013), Casey y Grenier (2015) y Martínez-Ferrero *et al.* (2018) sí documentan que el aseguramiento aumenta la credibilidad en mayor medida cuando se realiza por profesionales de la auditoría. Otros estudios como los de Perego (2009) y Perego y Kolk (2012) documentan que la calidad aportada por unos y otros depende de la sección del informe considerada. Así, los aspectos relativos al formato y los procedimientos son mejor desarrollados por las firmas de auditoría mientras que la calidad de la parte del informe relativa a las recomendaciones y opiniones es mayor para las consultoras/certificadoras, en la medida en que estas últimas usan más la norma AA1000AS que enfatiza más la parte relativa a dichas recomendaciones y opiniones en relación con la ISAE 3000 empleada más en el ámbito de la auditoría. En todo caso, como evidencian De Beelde y Tuybens (2015) a partir de una muestra de 227 empresas europeas, la calidad del aseguramiento ofrecida por los distintos tipos de proveedores parece estar convergiendo.

Basándonos en los argumentos anteriores, planteamos la siguiente hipótesis:

**Hipótesis 2.** *El valor de las acciones de la compañía no se ve afectado por el hecho de que el proveedor del servicio de aseguramiento sea una firma de auditoría frente a una firma de consultoría o certificadora.*

### 2.3.3. Impacto en la valoración del nivel del aseguramiento

En la medida en que los niveles de aseguramiento altos/razonables proporcionan un mayor nivel de credibilidad, rigor y confianza sobre la información no financiera reportada, cabe esperar que sean más valorados por los inversores. En este sentido, un aseguramiento alto/razonable implica reducir el riesgo de incorrecciones materiales u omisiones graves (O'Dwyer *et al.*, 2011; Hasan *et al.*, 2013). Reforzando dicho argumento, el estudio de Cuadrado-Ballesteros *et al.* (2017) evidencia que el efecto beneficioso de la verificación para la reducción de las asimetrías informativas –medido a través del efecto en la dispersión en las predicciones de resultados de los analistas financieros– es mayor cuando es alta/razonable frente a la moderada/limitada, en línea con lo indicado por Hodge *et al.* (2009), por lo que planteamos la siguiente hipótesis:

**Hipótesis 3.** *El valor de las acciones de la compañía se ve positivamente afectado por el hecho de que el aseguramiento presente un nivel alto o razonable frente al nivel limitado o moderado.*

### 2.3.4. Impacto en la valoración del alcance del aseguramiento

El alcance del aseguramiento hace referencia a qué secciones del informe de sostenibilidad son verificadas. Así, según el GRI, el alcance puede abarcar todo el informe o solo determinadas secciones del mismo. Desde el punto de vista de la teoría de la agencia, cabe esperar que los inversores valoren más el alcance completo ya que redundaría en una mayor reducción de las asimetrías informativas entre la compañía y los inversores (Hasan *et al.*, 2003). Desde la perspectiva de la teoría de la señal, una empresa que verifica todo el informe lanza una señal al mercado de que no desea ocultar ningún tipo de información y de que está convencida de la exactitud de todo lo contenido en la memoria de sostenibilidad, lo que debería traducirse en una mejor valoración por parte de los inversores. Por tanto, nuestra cuarta hipótesis es la siguiente:

**Hipótesis 4.** *El valor de las acciones de la compañía se ve positivamente afectado por el hecho de que el servicio de aseguramiento alcance de forma completa a todo el informe de sostenibilidad frente al alcance parcial o limitado.*

### 2.3.5. Impacto en la valoración de la calidad del aseguramiento

El último aspecto investigado es la calidad del informe, aspecto este difícil de medir al no ser una variable observable. En este sentido, la investigación previa ha recurrido a la elaboración de índices basados en un análisis de contenido que examinan si el informe de aseguramiento contiene determinada información considerada relevante (Gürtürk y Hahn, 2016; Perego y Kolk, 2012; Seguí-Mas *et al.*, 2015) como, por ejemplo, la independencia y

competencias de la firma de aseguramiento, la referencia a las normas utilizadas (AA1000AS o ISAE3000) y al nivel de materialidad, el alcance del informe, los procedimientos para identificar los aspectos de interés para los *stakeholders*, las limitaciones al alcance y el establecimiento de recomendaciones. Cuando la calidad del aseguramiento es mayor, ello aumenta la confianza de los inversores y reduce las asimetrías informativas, lo que, según la teoría de la agencia, debe redundar positivamente en el valor de las acciones de la empresa. Por tanto, nuestra última hipótesis a contrastar es la siguiente:

**Hipótesis 5.** *El valor de las acciones de la compañía es mayor para los informes de aseguramiento con un mayor índice de calidad.*

### 3. Análisis empírico

#### 3.1. Muestra

La muestra de partida del presente estudio está integrada por las empresas cotizadas españolas que tienen publicado su informe de sostenibilidad en la base de datos del GRI correspondientes a los ejercicios 2014, 2015, 2016 y 2017<sup>4</sup>. El GRI es un organismo independiente que creó el primer estándar para la elaboración de las memorias de sostenibilidad y sus normas son ampliamente aceptadas a nivel mundial. Para llevar a cabo nuestro estudio hemos procedido a codificar la siguiente información manualmente de la web del GRI entrando en las memorias publicadas de cada una de las empresas de la muestra para los cuatro años analizados<sup>5</sup>:

- Verificación por un experto independiente de la información sobre sostenibilidad reportada ya sea en un documento independiente (p. ej., memoria de RSC o de sostenibilidad) o como parte del informe integrado.
- Nivel de aplicación (moderado/limitado vs. alto/razonable) del aseguramiento.
- Proveedor del servicio (auditora vs. consultora/especialista en certificación).
- Alcance del aseguramiento (toda la memoria vs. solo parte de la misma).
- Ítems para evaluar la calidad del informe de aseguramiento (véase apéndice).

<sup>4</sup> A la fecha de cierre de este trabajo, aún no estaban disponibles los informes de sostenibilidad del ejercicio 2018.

<sup>5</sup> En algunos casos, se ha detectado, fundamentalmente en el ejercicio 2017, que el GRI no incluía el informe de sostenibilidad y, sin embargo, la empresa lo había publicado en su web, por lo que, en dichos casos, las variables de nuestro estudio se han obtenido manualmente de las webs de las compañías.

Dado que necesitamos determinadas variables contables para estimar nuestros modelos, hemos cruzado la información anterior del GRI con la proporcionada por la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos), la cual es profusamente utilizada en la investigación empírica contable, dado que contiene información financiera procedente de las cuentas anuales de dos millones de empresas españolas obtenidas del Registro Mercantil. Hemos excluido las empresas financieras, de seguros y de servicios de inversión por sus especiales características, sobre todo desde el punto de vista contable, obteniendo una muestra final de 148 observaciones empresa/año.

## 3.2. Variables empleadas en el estudio

### 3.2.1. Variable dependiente

- **Precio de la acción (P).** Se toma la cotización de la acción cuatro meses después del cierre del ejercicio porque los informes de sostenibilidad se hacen públicos en torno a esa fecha. De este modo, nos aseguramos de que los inversores disponen de la información contenida en los mismos para evaluar el desempeño ético, social y medioambiental de la empresa<sup>6</sup>.

### 3.2.2. Variables independientes

- **Patrimonio neto por acción (PN).** Definido como el patrimonio neto obtenido del balance consolidado dividido por el número de acciones en circulación.
- **Resultado neto por acción (RN).** Definido como el resultado neto obtenido del balance consolidado dividido por el número de acciones en circulación.
- **Aseguramiento (ASEG).** Variable ficticia o *dummy* que toma el valor 1 si la compañía asegura el informe de sostenibilidad y 0 en caso contrario.
- **Proveedor del servicio de aseguramiento (PROV).** Variable ficticia o *dummy* que toma el valor 1 si la verificación la realiza una firma de auditoría y 0 si la realiza una firma de consultoría o una firma certificadora.
- **Alcance del aseguramiento (ALCANCE).** Variable ficticia o *dummy* que toma el valor 1 si el aseguramiento alcanza toda la memoria de sostenibilidad y 0 en caso contrario (parcial).

---

<sup>6</sup> Los resultados del estudio no varían si se toma el precio al cierre del ejercicio o bien en otros intervalos (al cierre del tercer, quinto o sexto mes tras el cierre).

- **Nivel del aseguramiento (NIVEL).** Variable ficticia o *dummy* que toma el valor 1 si el aseguramiento es alto/razonable y 0 en caso contrario (moderado/limitado)<sup>7</sup>.
- **Calidad del aseguramiento (CALIDAD).** En línea con otros trabajos (p. ej., Gürtürk y Hahn, 2016; Martínez-Ferrero *et al.*, 2018; O'Dwyer y Owen, 2005; Perego y Kolk, 2012; Seguí-Mas *et al.*, 2015; Zorio *et al.*, 2013) se ha medido a través de un índice basado en un análisis de contenido en función de las recomendaciones de los estándares internacionales de aseguramiento como GRI, AccountAbility y Fédération des Experts Comptables Européens (FEE, 2004). A diferencia de la mayor parte de los trabajos anteriores que solamente se centran en los requisitos mínimos del informe de aseguramiento, en el presente estudio se utiliza un mayor número de indicadores para poder evaluar con mayor precisión dicha calidad. En concreto, siguiendo a Benschop (2017), se analizan 23 ítems con una puntuación máxima posible de 35 puntos (para un detalle de los mismos puede verse el apéndice).

### 3.2.3. Variables de control

A continuación, describimos las variables de control que hemos introducido en el modelo debido a que estudios previos han mostrado su impacto en el valor de la empresa.

- **Tamaño (TAM).** La literatura previa ha documentado la necesidad de controlar por el tamaño al encontrarse una asociación positiva tanto con el valor de las acciones de la empresa como con la divulgación en materia de RSC (Kaspereit *et al.*, 2016; Lourenço *et al.*, 2012). El subrogado habitual empleado, teniendo en cuenta que el activo total de la compañía no sigue una distribución normal, es el logaritmo natural de dicha cifra.
- **Endeudamiento (END).** La evidencia empírica previa ha documentado que el nivel de apalancamiento de una compañía es una variable que impacta en el valor de sus acciones de modo que las empresas con un mayor endeudamiento son peor valoradas por los inversores (Lourenço *et al.*, 2012; Kaspereit *et al.*, 2016). Para medir esta variable, hemos utilizado el ratio deuda/patrimonio neto.
- **Sector (INDUSTRY).** La pertenencia a un determinado sector de actividad es una variable usualmente empleada con el fin de controlar las diferencias sectoriales entre las distintas empresas. Se diferencian los sectores establecidos en la Bolsa de Madrid (excluyendo el financiero): a) Petróleo y energía; b) Materiales básicos, industria y construcción; c) Bienes de consumo; d) Servicios de consumo; e) Tecnología y telecomunicaciones, y f) Servicios inmobiliarios.

<sup>7</sup> En muy pocos casos, hay empresas que presentan un nivel combinado, es decir, un nivel alto/razonable para algunas partes del informe y moderado/limitado para otras secciones. En estos casos, hemos optado por asignarles un valor 1, si bien las conclusiones del estudio no se ven alteradas por el hecho de que se les asigne un valor 0.

- **Calificación de la memoria de sostenibilidad (CAL\_IS).** La literatura previa (De Klerk *et al.*, 2015) ha evidenciado que la calificación del informe de sostenibilidad afecta a la valoración que realizan los inversores del mismo. Así, en el caso de que la empresa aplique las G4 (2013) o las nuevas GRI Standards (2016), se distinguen dos niveles («*In-accordance*»-*Core* vs. «*In-accordance*»-*Comprehensive*) que han reemplazado a los tres niveles de aplicación de las G3.1 de 2011 (A, B y C). Por tanto, incluimos una *dummy* que toma el valor 1 cuando se alcanza el nivel máximo de aplicación («*In-accordance*»-*Comprehensive* o el nivel A si, para el año en cuestión, aún se siguen aplicando las G3.1) y 0 en caso contrario.

En la tabla 2 se muestran, a modo de resumen, las variables empleadas en el estudio y su medición.

Tabla 2. Variables empleadas en el estudio

Variable	Definición
P	Precio de la acción cuatro meses después del cierre del ejercicio.
PN	Patrimonio neto obtenido del balance consolidado dividido por el número de acciones en circulación.
RN	Resultado neto obtenido del balance consolidado dividido por el número de acciones en circulación.
ASEG	<i>Dummy</i> que toma el valor 1 si la compañía asegura el informe de sostenibilidad según consta en la base de datos del GRI y 0 en caso contrario.
PROV	<i>Dummy</i> que toma el valor 1 si el proveedor del servicio de aseguramiento es una firma de auditoría y 0 si lo realiza una firma de consultoría u otra empresa especializada en certificación.
ALCANCE	<i>Dummy</i> que toma el valor 1 si el aseguramiento alcanza todo el informe y 0 en caso contrario (parcial).
NIVEL	<i>Dummy</i> que toma el valor 1 si el aseguramiento es alto/razonable y 0 en caso contrario (moderado/limitado).
CALIDAD	Indicador que mide la calidad del informe de aseguramiento a través de un análisis de contenido siguiendo la metodología de Benschop (2017), basada en Perego y Kolk (2012), Gürtürk y Hahn (2016) y Seguí-Mas <i>et al.</i> (2015). En concreto, se analizan 23 ítems con una puntuación máxima posible de 35 puntos (véase apéndice).



Variable	Definición
TAM	Logaritmo del activo total de la compañía.
END	Ratio de endeudamiento (deuda/patrimonio neto).
INDUSTRY	Diferentes variables ficticias para los siguientes sectores identificados por la Bolsa de Madrid: a) Petróleo y energía; b) Materiales básicos, industria y construcción; c) Bienes de consumo; d) Servicios de consumo; e) Tecnología y telecomunicaciones, y f) Servicios inmobiliarios.
CAL_IS	<i>Dummy</i> que toma el valor 1 cuando se alcanza el nivel máximo de aplicación en el informe de sostenibilidad (« <i>In-accordance</i> »- <i>Comprehensive</i> o el A si se aplica G3) y 0 en caso contrario.

### 3.3. Modelos estimados

Con el fin de contrastar nuestras hipótesis nos basamos, en línea con estudios previos (p. ej., Peters y Romi, 2015) que han analizado la relevancia valorativa de la información tanto financiera como no financiera, en una versión extendida del modelo de Ohlson (1995). En concreto, estimamos dos modelos. El primero de ellos se estima para toda la muestra de empresas cotizadas que han depositado su memoria de sostenibilidad en el GRI con el fin de contrastar nuestra primera hipótesis. El segundo modelo se estima para el subconjunto de empresas que han asegurado dicha memoria con el fin de contrastar nuestras hipótesis 2 a 5 relativas a los diferentes aspectos de la verificación (proveedor del servicio, alcance, nivel de aplicación y calidad). A continuación, presentamos ambos modelos:

#### Modelo 1

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 PN_{it} + \alpha_2 RN_{it} + \alpha_3 ASEG_{it} + \alpha_4 TAM_{it} + \alpha_5 END_{it} + \alpha_6 CAL\_IS_{it} + \alpha_{7-11} Industry_{it} + \varepsilon_i \quad (1)$$

#### Modelo 2

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 PN_{it} + \beta_2 RN_{it} + \beta_3 PROV_{it} + \beta_4 ALCANCE_{it} + \beta_5 NIVEL_{it} + \beta_6 CALIDAD_{it} + \beta_7 TAM_{it} + \beta_8 END_{it} + \beta_9 CAL\_IS_{it} + \beta_{10-14} Industry_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

En línea con las hipótesis anteriores, esperamos que el coeficiente  $\alpha_3$  que mide el efecto diferencial del aseguramiento en el valor de las acciones, sea positivo y estadísticamente significativo en el modelo 1. Mientras que en el modelo 2 esperamos que los coeficientes  $\beta_4$ ,

$\beta_5$  y  $\beta_6$ , que miden el efecto diferencial del alcance (completo vs. limitado), nivel de aplicación (alto/razonable vs. moderado/limitado) y calidad (mejor vs. peor) sean positivos y estadísticamente significativos. En cuanto a  $\beta_3$ , si no existe un efecto diferencial del tipo de proveedor del servicio de aseguramiento (auditora vs. consultora/certificadora), dicho coeficiente no será estadísticamente significativo.

## 4. Resultados

### 4.1. Análisis descriptivo

En la tabla 3 se muestran los estadísticos descriptivos, incluyendo medias, desviaciones típicas y correlaciones de Pearson de todas las variables analizadas. Para el periodo global analizado (2014-2017), del porcentaje de empresas cotizadas que han publicado su memoria de sostenibilidad en la web del GRI, el 72,81 % han asegurado dicho informe. Este porcentaje está en línea con el estudio del World Business Council for Sustainable Development (WBCSD) de 2017 para una muestra de 157 empresas miembros de dicho organismo. Entre el colectivo de empresas que han optado por el aseguramiento, un 60,24 % verifica todo el informe mientras que el resto (39,76 %) solo verifica una parte o sección específica del mismo. En cuanto al nivel del aseguramiento, un 28,05 % presenta un nivel alto/razonable frente al 72,95 % del moderado/limitado. En este sentido, esta preferencia por la verificación moderada/limitada constituye una tendencia que no solo se observa en España sino también a nivel mundial (WBCSD, 2017; Braam y Peeters, 2018). Ello es debido, no solo a los mayores costes que implica un aseguramiento alto/razonable, sino a que las propias firmas que prestan dicho servicio no quieren exponerse a unos mayores riesgos de litigio, dada la dificultad en la verificación de la información de tipo narrativo o cualitativo y a la ausencia de unos estándares objetivos, estrictos y verificables (O'Dwyer y Owen, 2005).

También observamos que el 86,75 % de las empresas verifica el informe utilizando los servicios de una firma de auditoría (casi siempre una Big Four), mientras que el 13,25 % recurre a consultoras o firmas especializadas en certificación. En cuanto a la calidad del informe, de un máximo de 35 puntos, la media es de 29,48, lo que supone un valor bastante alto e indicativo de la calidad de las memorias de sostenibilidad de las empresas cotizadas españolas analizadas en el presente estudio. En este sentido, los aspectos donde existe aún margen de mejora son los relativos a los procedimientos para identificar los aspectos de interés para los *stakeholders*, el establecimiento de recomendaciones y planes de mejora y la información sobre salvedades/reservas. Por último, por lo que se refiere a la calificación de las memorias de sostenibilidad, un 67,85 % de las empresas presenta el máximo nivel posible («*In-accordance*»-*Comprehensive* bajo las normas G4 o las vigentes GRI Standards o bien el A si aplican G3.1).

En cuanto a las correlaciones entre las variables explicativas, no detectamos especiales problemas de multicolinealidad al no ser la mayoría de los coeficientes de correlación

estadísticamente significativos salvo determinadas excepciones. Como era previsible, las empresas con una calificación más alta son las que tienden en mayor medida a asegurar el informe para proyectar una imagen positiva entre los inversores. Asimismo, las empresas de mayor tamaño, debido a su mayor visibilidad mediática, también optan en mayor grado por verificar sus memorias.

**Tabla 3. Estadísticos descriptivos y matriz de correlaciones**

Variable	Media	Desv. típ.	PN	RN	ASEG	PROV	ALCAN-CE	NIVEL	CALIDAD	TAM	END	CAL_IS
PN	9,967	12,281	1									
RN	1,009	1,488	0,677***	1								
ASEG	0,728	0,447	0,118	0,119	1							
PROV	0,867	0,341	0,201	0,161	-	1						
ALCANCE	0,602	0,492	0,170	0,196	-	-0,058	1					
NIVEL	0,281	0,452	0,351**	0,207	-	-0,069	0,155	1				
CALIDAD	29,481	2,141	0,088	0,064	-	0,235	0,125	0,039	1			
TAM	14,868	1,521	0,145	0,112	0,506***	0,169	0,271*	-0,177	0,064	1		
END	2,2346	3,3453	-0,123	-0,252*	-0,038	-0,193	-0,031	0,063	-0,148	0,063	1	
CAL_IS	0,6785	0,4691	0,071	-0,068	0,522**	-0,189	-0,052	0,207	-0,024	0,309**	-0,014	1

**Notas:** PN: patrimonio neto por acción; RN: resultado neto por acción; ASEG: *dummy* que toma el valor 1 si la compañía asegura el informe de sostenibilidad y 0 en caso contrario; PROV: *dummy* que toma el valor 1 si el aseguramiento lo realiza una firma de auditoría y 0 si lo realiza una firma de consultoría u otra empresa especializada en certificación; ALCANCE: *dummy* que toma el valor 1 si el aseguramiento alcanza todo el informe y 0 en caso contrario (parcial); NIVEL: *dummy* que toma el valor 1 si el aseguramiento es alto/razonable y 0 en caso contrario (moderado/limitado); CALIDAD: indicador de la calidad del informe de aseguramiento donde se analizan 23 ítems con una puntuación máxima posible de 35 puntos (véase apéndice); TAM: tamaño de la empresa aproximado por el logaritmo del activo total; END: ratio de endeudamiento (pasivo exigible/patrimonio neto); CAL\_IS: *dummy* que toma el valor 1 cuando se alcanza el nivel máximo de aplicación en el informe de sostenibilidad («*In-accordance*»-*Comprehensive* bajo las normas G4 de 2013 o las vigentes GRI Standards de 2016 o bien el A si aplican G3.1 de 2011) y 0 en caso contrario. En el caso de las correlaciones entre PN, RN, TAM, END y CAL\_IS mostramos las del modelo 1. \*\*\* Significativo al 1 %. \*\* Significativo al 5 %. \* Significativo al 10 %.

En la tabla 4 podemos ver el número de informes verificados por sectores de actividad. En línea con estudios previos (Simnett *et al.*, 2009), los sectores de Materiales básicos, industria y construcción y el de Petróleo y energía son los que aglutinan el mayor número (31,51 % y 30,14 %, respectivamente) en la medida en que sus impactos medioambientales sobre la sociedad son los más significativos.

Tabla 4. Proporción de memorias verificadas por sector de actividad

Sector	% de memorias verificadas
Petróleo y energía	30,14 %
Materiales básicos, industria y construcción	31,51 %
Bienes de consumo	4,11 %
Servicios de consumo	17,81 %
Tecnología y telecomunicaciones	15,07 %
Servicios inmobiliarios	1,37 %

## 4.2. Análisis multivariante

En la tabla 5 se muestran los resultados de la estimación del modelo (1). En línea con estudios previos que han analizado la relevancia valorativa de las magnitudes contables empleando el modelo de Ohlson (1995), tanto el resultado como el patrimonio neto presentan una asociación positiva con el valor de las acciones. Podemos observar como, tal y como planteaba la primera hipótesis, el valor de las acciones de la compañía se ve positivamente afectado por el hecho de asegurar el informe de sostenibilidad. El coeficiente asociado a la variable ASEG es positivo y significativo al 1 %. Esta relación positiva obedece a que el aseguramiento permite reducir las asimetrías informativas entre la empresa y los inversores al mejorar la fiabilidad de las memorias de sostenibilidad.

En cuanto a las variables de control, en línea con estudios anteriores, existe una asociación positiva entre el tamaño de la empresa y el valor de las acciones y negativa entre dicho valor y el endeudamiento. Por último, se observa que las empresas con la máxima calificación posible en el informe de sostenibilidad («*In-accordance*»-*Comprehensive* bajo las normas G4 de 2013 o las vigentes GRI Standards de 2016) son mejor valoradas por los inversores.

Tabla 5. Resultados de la estimación del modelo 1

Variable	Signo esperado	Coefficiente	Estadístico t Student
Constante	+	3,977 (1,235)	3,220***



Variable	Signo esperado	Coefficiente	Estadístico t Student
RN	+	8,588 (1,325)	6,481***
PN	+	0,765 (0,256)	2,988***
ASEG	+	5,124 (1,582)	3,239***
TAM	+	0,287 (0,099)	2,899***
END	-	-0,134 (0,044)	-3,045***
CAL_IS	+	1,123 (0,388)	2,894***

R<sup>2</sup> ajustado = 0,6876

**Notas:** RN: resultado neto por acción; PN: patrimonio neto por acción; ASEG: *dummy* que toma el valor 1 si la compañía asegura el informe de sostenibilidad y 0 en caso contrario; TAM: tamaño de la empresa aproximado por el logaritmo del activo total; END: ratio de endeudamiento (pasivo exigible/patrimonio neto); CAL\_IS: *dummy* que toma el valor 1 cuando se alcanza el nivel máximo de aplicación en el informe de sostenibilidad («*In-accordance*»-*Comprehensive* bajo las normas G4 de 2013 o las vigentes GRI Standards de 2016 o bien el A si aplican G3.1 de 2011) y 0 en caso contrario. Los errores estándar se muestran entre paréntesis. Se incluyen *dummies* sectoriales. \*\*\* Significativo al 1 %.

En la tabla 6 se reportan los resultados de la estimación del modelo (2). En cuanto a la segunda hipótesis, existe una asociación positiva entre el valor atribuido a la empresa por el mercado y el hecho de que el servicio de aseguramiento lo realice una firma de auditoría (frente a una firma de consultoría o especializada en servicios de certificación). Sin embargo, el coeficiente asociado a la variable *PROV* no es estadísticamente significativo, lo que es indicativo de que los inversores no perciben una diferencia entre el tipo de proveedor que realiza el aseguramiento, confirmando nuestra segunda hipótesis. Esto está en línea con los resultados del trabajo de De Beelde y Tuybens (2015) para una muestra de empresas europeas donde ponen de relieve que la calidad del aseguramiento ofrecida por los distintos tipos de proveedores parece estar convergiendo. No obstante, este resultado debe interpretarse con cautela, ya que el hecho de que el coeficiente *PROV* no sea estadísticamente significativo podría deberse a que en la muestra de empresas cotizadas españolas analizadas casi un 87 % de los informes de verificación se realizan por firmas de auditoría, de modo que los inversores lo consideran como la «norma general» y, por tanto, lo tienen internamente asumido debido a los exigentes controles de ética, independencia y calidad que han de cumplir dichas firmas.

En lo concerniente al impacto del nivel del aseguramiento, nuestros resultados apoyan nuestra tercera hipótesis, ya que la variable *NIVEL* es significativa al 1 %, lo que indica que los inversores valoran positivamente el hecho de que el aseguramiento presente un nivel alto o razonable frente al nivel limitado o moderado, al considerar que los potenciales beneficios de esta verificación más exhaustiva exceden a los mayores costes que implica para la empresa.

Por lo que respecta a la influencia del alcance del aseguramiento, el coeficiente asociado a la variable *ALCANCE* es positivo y significativo al 1 % corroborando nuestra cuarta hipótesis, esto es, el valor de las acciones de la compañía se ve positivamente afectado por el hecho de que el servicio de aseguramiento alcance de forma completa a todo el informe de sostenibilidad frente al alcance parcial o limitado. De nuevo, el mercado valora en mayor medida los potenciales beneficios de este mayor alcance del informe frente a sus mayores costes.

Por último, nuestros resultados evidencian que la calidad del informe de verificación es valorada positivamente por los inversores al ser la variable *CALIDAD* positiva y significativa al 1 %, lo que proporciona apoyo a nuestra quinta hipótesis. Ello implica que aspectos como la independencia y competencias de la firma de aseguramiento, la referencia a las normas utilizadas (AA1000AS o ISAE3000) y al nivel de materialidad, el alcance del informe, los procedimientos para identificar los aspectos de interés para los *stakeholders*, las limitaciones al alcance y el establecimiento de recomendaciones se configuran como aspectos importantes que deben incluirse en los informes de verificación para incrementar su utilidad de cara a los inversores.

Tabla 6. Resultados de la estimación del modelo 2

Variable	Signo esperado	Coefficiente	Estadístico <i>t Student</i>
Constante		4,078 (3,335)	1,222
RN	+	8,388 (1,425)	5,886***
PN	+	0,665 (0,156)	4,263***
PROV	?	1,498 (0,966)	1,551
ALCANCE	+	5,667 (1,256)	4,512***



Variable	Signo esperado	Coefficiente	Estadístico <i>t Student</i>
▶			
NIVEL	+	3,123 (0,988)	3,161***
CALIDAD	+	1,435 (0,325)	4,415***
TAM	+	0,387 (0,089)	4,348***
ENDEUD	-	-0,154 (0,034)	-4,529***
CAL_IS	+	2,456 (0,799)	3,074***

R<sup>2</sup> ajustado = 0,7572

**Notas:** PN: patrimonio neto por acción; RN: resultado neto por acción; ASEG: *dummy* que toma el valor 1 si la compañía asegura el informe de sostenibilidad (fuente: GRI) y 0 en caso contrario. PROV: *dummy* que toma el valor 1 si el aseguramiento lo realiza una firma de auditoría y 0 si lo realiza una firma de consultoría u otra empresa especializada en certificación. ALCANCE: *dummy* que toma el valor 1 si el aseguramiento alcanza todo el informe y 0 en caso contrario (parcial). NIVEL: *dummy* que toma el valor 1 si el aseguramiento es alto/razonable y 0 en caso contrario (moderado/limitado). CALIDAD: indicador de la calidad del informe de aseguramiento medido donde se analizan 23 ítems con una puntuación máxima posible de 35 puntos (véase apéndice). TAM: tamaño de la empresa aproximado por el logaritmo del activo total; END: ratio de endeudamiento (pasivo exigible/patrimonio neto). CAL\_IS: *dummy* que toma el valor 1 cuando se alcanza el nivel máximo de aplicación en el informe de sostenibilidad («*In-accordance*»-*Comprehensive* bajo las normas G4 de 2013 o las vigentes GRI Standards de 2016 o bien el A si aplican G3.1 de 2011) y 0 en caso contrario. Los errores estándar se muestran entre paréntesis. Se incluyen dummies sectoriales. \*\*\* Significativo al 1 %.

## 5. Conclusiones

La presente investigación ha tratado de examinar por primera vez en el ámbito español si los inversores valoran positivamente el aseguramiento de la información no financiera mediante el examen de su impacto en el valor de las acciones de una muestra de empresas españolas cotizadas en el periodo posterior a la promulgación de la Directiva europea 2014/95/UE sobre información no financiera.

Asimismo, debido al carácter voluntario que tradicionalmente ha tenido la verificación de las memorias de sostenibilidad, las pautas y procedimientos no están aún lo suficientemente desarrollados y homogeneizados. Si bien existen diversos estándares internacionales de general aceptación (ISAE 3000 y AA1000AS), hay una indefinición en cuanto al marco normativo específico a aplicar y en cuanto al proveedor del servicio de verificación.

A consecuencia de ello, existe una heterogeneidad a nivel internacional a la hora de su implementación en aspectos como la calidad del informe, su alcance (completo vs. parcial) y nivel de aplicación (alto/razonable vs. moderado/limitado) así como la firma que lo realiza (auditora vs. consultora/certificadora), lo que dificulta en gran medida la comparabilidad de los informes de aseguramiento y merma su calidad y potenciales beneficios. En este contexto, hemos examinado también por primera vez en nuestro país cómo valoran los inversores estos diferentes aspectos de la verificación de las memorias de sostenibilidad (calidad, alcance, nivel de aplicación y proveedor del servicio).

Nuestro estudio ha evidenciado que existe un impacto positivo del aseguramiento en el valor de mercado de las acciones de las empresas analizadas en el periodo 2014-2017, lo que justifica la pertinencia de la reciente Ley 11/2018 que sitúa a España como referente europeo al exigir que dicho aseguramiento no sea voluntario como hasta ahora sino obligatorio con el fin último de aumentar la credibilidad y fiabilidad de la información no financiera.

Los resultados obtenidos tienen unas implicaciones prácticas evidentes tanto para empresas, inversores, reguladores y profesionales del sector. Para las empresas, aunque la verificación implique unos mayores costes, se pone de relieve sus potenciales beneficios desde el punto de vista de su valoración en los mercados de capitales en la medida en que los inversores valoran positivamente que la información no financiera, tan relevante hoy en día para mostrar el impacto de las organizaciones en la sociedad, esté fielmente representada y libre de incorrecciones materiales. De esta manera, aumenta la credibilidad de la misma de cara al mercado y la confianza de los inversores, con el consiguiente beneficio para las empresas que buscan financiación en los mercados de capitales. En este sentido, nuestros resultados ponen de relieve que no basta solo con verificar los informes de sostenibilidad, sino que el mercado valora en mayor medida que el aseguramiento presente un alcance completo frente al parcial y que su nivel sea alto o razonable frente al moderado o limitado, al considerar que los potenciales beneficios de esta verificación más exhaustiva exceden a los mayores costes que implica para la empresa.

No obstante, como indica el ICJCE (2019), para que se pueda emitir un aseguramiento razonable, los contenidos del EINF han de formar parte del proceso de gestión real y efectivo de la organización, ser medibles y trazables a lo largo del tiempo mediante sistemas maduros de recopilación de la información y estar sometidos a control interno, supervisión y seguimiento sistematizados en cuanto a su análisis y control.

Desde el punto de vista de los inversores, nuestros resultados muestran que estos valoran la calidad del informe de aseguramiento como un aspecto importante a considerar en sus procesos de toma de decisiones. En este sentido, aspectos como la independencia y competencias de la firma de aseguramiento, la referencia a las normas utilizadas (AA1000AS o ISAE3000) y al nivel de materialidad, el alcance del informe, los procedi-

mientos para identificar los aspectos de interés para los *stakeholders*, las limitaciones al alcance y el establecimiento de recomendaciones se configuran como aspectos importantes que deben incluirse en los informes de verificación para incrementar su utilidad de cara a los inversores.

Desde el punto de vista de la profesión, nuestros resultados muestran que, al menos para las empresas cotizadas analizadas en el presente estudio, no existen diferencias significativas en función de si el servicio de verificación se presta por una firma de auditoría en comparación con una de consultoría o certificadora. Esto está en línea con los resultados del trabajo de De Beelde y Tuybens (2015) para una muestra de empresas europeas donde ponen de relieve que la calidad del aseguramiento ofrecida por los distintos tipos de proveedores parece estar convergiendo y concluyen que un abanico más amplio de proveedores de aseguramiento puede proporcionar una mayor flexibilidad para ofertar servicios más personalizados. En el caso de nuestro país, esto supone un nicho de mercado muy interesante para los profesionales del sector de cara al futuro en la medida en que el número de empresas que tendrá que publicar el nuevo EINF será todavía mayor a los tres años de entrada en vigor de la Ley 11/2018, extendiéndose también a empresas de más de 250 trabajadores que cumplan determinados requisitos. No obstante, debido a que en nuestra muestra de empresas cotizadas casi un 87 % de los informes de verificación se realizan por firmas de auditoría, el hecho de que no se hayan detectado diferencias significativas entre auditoras y consultoras/certificadoras podría deberse al hecho de que los inversores consideran como la «norma general» que este servicio se realice por firmas de auditoría debido a los exigentes controles de ética, independencia y calidad que han de cumplir.

Por último, desde el punto de vista del regulador, nuestros resultados justifican la idoneidad de la reciente Ley 11/2018 que exige que la información no financiera sea verificada obligatoriamente por un prestador independiente de servicios de verificación. Dada la tradicional falta de regulación y estandarización de los informes de aseguramiento, el regulador español, al desarrollar reglamentariamente en el futuro la Ley 11/2018, deberá centrar sus esfuerzos en promover el uso de estándares que incentiven la calidad, comparabilidad y homogeneidad de los citados informes. Para ello, las recientes guías emitidas en 2019 por las dos corporaciones que aglutinan a los auditores en nuestro país (ICJCE y REA-REGA) denominadas *Guía de Actuación sobre Encargos de Verificación del Estado de Información no Financiera* (ICJCE, 2019) y *Guía de Actuación sobre el Informe de Verificación Independiente del Estado de Información no Financiera* (REA-REGA, 2019) constituyen un excelente punto de partida. Ambas guías, basadas en la norma ISAE 3000, recogen unas pautas comunes de actuación aplicables en la prestación de los servicios de verificación que permitan un tratamiento homogéneo y una calidad adecuada en la prestación de los mismos, delimitando claramente las competencias profesionales y los requerimientos éticos, de independencia y calidad que deberán tener las firmas que puedan prestar este servicio de verificación. En todo caso, serán necesarios equipos multidisciplinares con profesionales

de la auditoría y expertos en información no financiera (social y medioambiental) para la adecuada evaluación del riesgo y la materialidad.

En este sentido, una extensión interesante del presente estudio de cara al futuro será comprobar si el establecimiento más pormenorizado del contenido de los informes de aseguramiento que acometerá en los próximos años el legislador español redundará en una mejor valoración por parte de los inversores en comparación al periodo anterior a 2018 en el cual dichos informes tenían un carácter voluntario.

Por último, cabe mencionar que una limitación del presente estudio es que se ha estudiado el valor atribuido al aseguramiento solo desde la perspectiva de los inversores, los cuales constituyen el grupo de interés más importante para las empresas cotizadas que son las que han verificado en mayor medida de forma voluntaria la información no financiera en el periodo analizado. Una posible extensión de este estudio sería examinar el valor del aseguramiento para otros *stakeholders* como los prestamistas o proveedores de financiación ajena. Para ello, se podría estudiar si las empresas que verifican la información no financiera se benefician de un menor coste de la deuda o de mejores calificaciones por las agencias de *rating*.

## Apéndice

### Análisis de contenido del informe de aseguramiento

La presente tabla detalla los criterios utilizados para evaluar la calidad del informe de aseguramiento medida a través de un análisis de contenido siguiendo la metodología de Benschop (2017), basada en Perego y Kolk (2012), Gürtürk y Hahn (2016) y Seguí-Mas *et al.* (2015). En concreto, se analizan 23 ítems con una puntuación máxima posible de 35 puntos.

Núm.	Criterio	Descripción	Escala
1	Título	Título del informe de aseguramiento.	0. Sin referencia. 1. Con referencia.
2	Destinatarios	Persona/s a la/s que se dirige formalmente el informe de aseguramiento.	0. Sin referencia 1. El destinatario es interno o bien se indica genéricamente «los lectores». 2. Se mencionan los <i>stakeholders</i> a quienes va dirigido el informe (p. ej., los accionistas).



Núm.	Criterio	Descripción	Escala
▶			
3	Nombre de la firma de aseguramiento	Nombre de la firma que realiza el informe de aseguramiento.	0. Sin referencia. 1. Con referencia.
4	Localización de la firma de aseguramiento	Localización de las oficinas de la firma de aseguramiento.	0. Sin referencia. 1. Con referencia.
5	Fecha del informe	Referencia a la fecha a que se refiere el informe de aseguramiento.	0. Sin referencia. 1. Con referencia.
6	Responsabilidades del informante	Declaración explícita de que la empresa informante es la responsable de la elaboración del informe de sostenibilidad.	0. Sin referencia. 1. Con referencia.
7	Responsabilidades de la firma de aseguramiento	Declaración explícita de que la firma de aseguramiento es responsable de expresar una opinión independiente sobre el objeto de estudio (el informe de sostenibilidad/medioambiental/social).	0. Sin referencia. 1. Con referencia.
8	Independencia de la firma de aseguramiento con respecto a la empresa informante	Declaración expresando la independencia de las dos partes implicadas (empresa y firma de aseguramiento). Se asigna un 1 si la palabra/s «independiente» o «independencia» aparecen en cualquier parte del informe o en el título. Si aparece una frase del tipo «esta es una opinión independiente» también se asigna un 1.	0. Sin referencia. 1. Con referencia.
9	Imparcialidad de la firma de aseguramiento con respecto a los <i>stakeholders</i>	Declaración de la firma de aseguramiento de su imparcialidad respecto a los intereses de los <i>stakeholders</i> .	0. Sin referencia. 1. Con referencia.



Núm.	Criterio	Descripción	Escala
▶			
10	Alcance del informe de aseguramiento	Cobertura del informe de aseguramiento (se asigna un 1 si en cualquier parte del mismo se indica dicha cobertura).	0. Sin referencia. 1. Con referencia.
11	Objetivo del aseguramiento	Objetivo que se pretende alcanzar con el aseguramiento (indicando el nivel del mismo que se pretende alcanzar).	0. Sin referencia. 1. Revisión o aseguramiento limitado. 2. Aseguramiento razonable o bien dos niveles de aseguramiento diferentes (razonable y limitado para distintas secciones del informe).
12	Competencias de la firma de aseguramiento	Descripción de las competencias profesionales que permiten a la firma de aseguramiento realizar su trabajo.	0. Sin referencia. 1. Declaración indicando las competencias (pero sin nota explicativa) o simple referencia en la web de la firma. 2. Declaración explicativa de las competencias basada en la experiencia previa de la firma.
13	Criterios utilizados para valorar la evidencia y alcanzar una conclusión	Declaración que haga referencia a los criterios concretos bajo los que se ha elaborado el informe de sostenibilidad (p. ej., GRI).	0. Sin referencia. 1. Con referencia a criterios no disponibles públicamente. 2. Con referencia a criterios públicamente disponibles (p. ej., GRI).
14	Normas de aseguramiento empleadas	Referencia a las normas bajo las cuales la firma de aseguramiento realiza su trabajo (p. ej., AA1000AS o ISAE3000).	0. Sin referencia. 1. Con referencia a criterios no disponibles públicamente. 2. Con referencia a criterios públicamente disponibles (p. ej., AA1000AS/ISAE3000).
15	Resumen del trabajo desarrollado	Declaración explicando las acciones llevadas a cabo para llegar a la conclusión obtenida.	0. Sin referencia. 1. Con referencia.



Núm.	Criterio	Descripción	Escala
▶			
16	Materialidad	Grado de información sobre el nivel de materialidad. Si la conclusión indica que el informe se ha realizado de conformidad con la AA1000 (materialidad, exhaustividad y capacidad de respuesta) se asigna un 1.	0. Sin referencia. 1. Referencia limitada a una declaración genérica (p. ej., «cubre todos los aspectos materiales» o «en todos sus aspectos materiales...»). Y también una declaración negativa indicando que la firma de aseguramiento no ha llevado a cabo ningún trabajo para confirmar que todos los aspectos materiales se han incluido. 2. Referencia y explicación del enfoque de materialidad o referencia limitada a una declaración genérica donde se menciona expresamente la orientación a los grupos de interés (p. ej., «los aspectos materiales para los <i>stakeholders</i> han sido considerados». 3. Referencia, explicación del enfoque de materialidad y perspectiva de orientación a los <i>stakeholders</i> introducida.
17	Exhaustividad	Declaración expresando que todos los aspectos materiales han sido cubiertos en el informe. Si la conclusión indica que el informe se ha realizado de conformidad con la AA1000 (materialidad, exhaustividad y capacidad de respuesta) se asigna un 1.	0. Sin referencia. 1. Con referencia.
18	Capacidad de respuesta ante los <i>stakeholders</i>	Declaración expresando los procedimientos de la organización para identificar los intereses e inquietudes de los <i>stakeholders</i> . Si la conclusión indica que el informe se ha realizado de conformidad con la AA1000 (materialidad, completitud y capacidad de respuesta) se asigna un 1.	0. Sin referencia. 1. Con referencia. 2. Claramente descritos (incluyendo <i>stakeholders</i> ).





Núm.	Criterio	Descripción	Escala
▶			
19	Conclusión/ opinión general	Declaración expresando el resultado del ejercicio de aseguramiento. Si no hay ninguna conclusión general pero la conclusión solo se refiere a los tres principios de AA1000 (materialidad, exhaustividad y capacidad de respuesta) se asigna un 0.	0. Sin referencia. 1. Simple declaración expresando la opinión de la firma de aseguramiento (p, ej., «el informe de la compañía A es una representación fiel de su desempeño en materia de RSC»). Se asigna un 1 si la conclusión consiste solo en una frase. 2. Declaración explicativa (más de una frase, pero sin considerar como parte de la conclusión las recomendaciones de mejora).
20	Limitaciones al alcance	Realización de referencias a posibles limitaciones.	0. Sin referencia. 1. Con referencia. 2. Explicación amplia (p. ej., cuando se incluye una explicación a la importancia de dichas limitaciones).
21	Recomendaciones para el futuro trabajo	Mención de recomendaciones u oportunidades futuras.	0. Sin referencia. 1. Con referencia. 2. Explicación amplia (p. ej., cuando se incluye una explicación sobre cómo implementarlas).
22	Información sobre salvedades/reservas	Consideración de la firma de aseguramiento hacia cualquier clase de reservas o salvedades.	0. Sin referencia. 1. Con referencia.
23	Grado de participación de los <i>stakeholders</i> en el proceso de aseguramiento	Descripción de la implicación de los <i>stakeholders</i> en el proceso de aseguramiento.	0. Sin referencia. 1. Referencia muy genérica. 2. Referencia amplia.

## Referencias bibliográficas

- AccountAbility. (2008). *AA1000 Assurance Standards 2008*. London: AccountAbility UK.
- Ballou, B., Heitger, D. L., Landes, C. E. y Adams, M. (2006). The future of corporate sustainability reporting. *Journal of Accountancy*, 202, 65-74.
- Birkley, R., Michelon, G., Patten, D. y Sankara, J. (2016). Does assurance on CSR reporting enhance environmental reputation? An examination in the US context. *Accounting Forum*, 40(3), 143-152.
- Benschop, W. (2017). *How do investors value assurance on Corporate Social Responsibility (CSR) Reports? Evidence from European listed companies*. Master Thesis, Radboud University.
- Boiral, O. y Gendron, Y. (2011). Sustainable development and certification practices: Lessons learned and prospects. *Business Strategy and the Environment*, 20(5), 331-347.
- Braam, G. y Pieters, 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.
- Brown-Liburd, H. y Zamora, V. (2015). The role of corporate social responsibility (CSR) assurance in investors' judgments when managerial pay is explicitly tied to CSR performance. *A Journal of Practice & Theory*, 34(1), 75-96.
- Casey, R. y Grenier, J. (2015). Understanding and contributing to the enigma of corporate social responsibility (CSR) assurance in the United States. *A Journal of Practice & Theory*, 34(1), 97-130.
- Cheng, M., Green, W. y Co, J. C. (2015). The impact of strategic relevance and assurance of sustainability indicators on investors' decisions. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34(1), 131-162.
- 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.
- Craswell, A., Stokes, D. y Laughton, J. (2004). Auditor independence and fee dependence. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 253-275.
- Cuadrado-Ballesteros, B., Martínez-Ferrero, J. y García-Sánchez, I. (2017) Mitigating information asymmetry through sustainability assurance: The role of accountants and levels of assurance. *International Business Review*, 26(6), 1.141-1.156.
- De Beelde, I. y Tuybens, S. (2015). Enhancing the credibility of reporting on corporate social responsibility in Europe. *Business Strategy and the Environment*, 24(3), 190-216.
- Deegan, C., Cooper, B. y Shelly, M. (2006). An investigation of TBL report assurance statements: Australian evidence. *Australian Accounting Review*, 16(2), 1-18.
- De Klerk, M., De Villiers, C. y Van Staden, C. (2015). The influence of corporate social responsibility disclosure on share prices. Evidence from the United Kingdom. *Pacific Accounting Review*, 27(2), 208-228.
- Eccles, R., y Krzus, M. (2010). *One Report: Integrated Reporting for a Sustainable Strategy*. United States of America: John Wiley & Sons.

- Edgley, C. R., Jones, M. y Solomon, J. (2010). Stakeholder inclusivity in social and environmental report assurance. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 23(4), 532-557.
- EY. (2018). *Novedades sobre información no financiera y diversidad*. Recuperado de <<https://www.ey.com/es/es/home/ey-nueva-ley-informacion-no-financiera-y-diversidad>>.
- Fédération des Experts Comptables Européens (FEE). (2004). *FEE call for action: Assurance for sustainability*. Brussels, Belgium.
- Fernández-Feijó, B., Romero, S. y Ruiz-Blanco, S. (2012). Measuring quality of sustainability reports and assurance statements: characteristics of the high quality reporting companies. *International Journal of Society Systems Science*, 4(1), 5-27.
- Fuhrmann, S., Ott, C., Looks, E. y Guenther, T. W. (2017). The contents of assurance statements for sustainability reports and information asymmetry. *Accounting and Business Research*, 47(4), 369-400.
- Global Reporting Initiative (GRI). (2013). *The external assurance of sustainability reporting*. London: GRI.
- Global Reporting Initiative (GRI). (2016). *G4 Sustainability Reporting Guidelines*.
- Gürtürk, A. y Hahn, R. (2016). An empirical assessment of assurance statements in sustainability report: smoke screens or enlightening information? *Journal of Cleaner Production*, 136, 30-41.
- Hasan, M., Roebuck, P. y Simnett, R. (2003). An investigation of alternative report formats for communicating moderate levels of assurance. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 22(2), 171-187.
- Hodge, K., Subramaniam, N. y Stewart, J. (2009). Assurance of sustainability report: Impact on report users' confidence and perceptions of information credibility. *Australian Accounting Review*, 19(3), 178-194.
- Huggins, A., Green, W. y Simnett, R. (2011). Are greenhouse gas assurance engagements a natural domain of the auditing profession. *Current Issues in Auditing*, 5(2), 1-12.
- IAASB. (2013). *ISAE 3000 (Revised), Assurance Engagements Other Than Audits or Reviews of Historical Financial Information*. New York: International Federation of Accountants.
- Instituto Censores Jurados de Cuentas de España (ICJCE). (2019). *Guía de Actuación n.º 47 sobre Encargos de Verificación del Estado de Información no Financiera*. ICJCE.
- Kaspereit, T. y Lopatta, K. (2016). The value relevance of SAM's corporate sustainability ranking and GRI sustainability reporting in the European stock markets. *Business Ethics: A European Review*, 25, 1-24.
- Jones, M. y Solomon, J. (2010). Social and environmental report assurance: Some interview evidence. *Accounting Forum*, 34(1), 20-31.
- Kolk, J. y Perego, P. (2010). Determinants of the adoption of sustainability assurance statements: an international investigation. *Business Strategy and the Environment*, 19(3), 182-198.
- Leuz, C. y Verrecchia, R. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38, 91-124.
- Lourenço, I., Callen, J., Branco, M., Curto, J. y Eugenio, T. (2012). How does the mar-

- ket value corporate sustainability performance? *Journal of Business Ethics*, 108, 417-428.
- Manetti, G. y Toccafondi, S. (2012). The role of stakeholders in sustainability reporting assurance. *Journal of Business Ethics*, 107(3), 363-377.
- Martínez-Ferrero, J. y García-Sánchez, I. (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., García-Sánchez, I. y 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), 1.181-1.196.
- Moroney, R., Windsor, C. y Aw, Y. (2012). Evidence of assurance enhancing the quality of voluntary environmental disclosures: An empirical analysis. *Accounting & Finance*, 52(1), 903-939.
- O'Dwyer, B. y Owen, D. (2005). Assurance statements practice in environmental, social and sustainability reporting: A critical evaluation. *British Accounting Review*, 37(2), 205-229.
- O'Dwyer, B., Owen, D. y Unerman, J. (2011). Seeking legitimacy for new assurance forms: The case of assurance on sustainability reports. *Accounting, Organizations and Society*, 36(1), 31-52.
- Ohlson, J. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 28(4).
- Perego, P. (2009). Causes and consequences of choosing different assurance providers: An international study of sustainability reporting. *International Journal of Management*, 26(3), 412-425.
- Perego, P. y Kolk, A. (2012). Multinationals' accountability on sustainability: The evolution of third-party assurance of sustainability reports. *Journal of Business Ethics*, 110(1), 173-190.
- Peters, G. y Romi, A. (2015). The association between sustainability governance characteristics and the assurance of corporate sustainability reports. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 34(1), 163-198.
- Pflugrath, G., Roebuck, P. y Simnett, R. (2011). Impact of assurance and assurer's professional affiliation on financial analysts' assessment of credibility of corporate social sustainability information. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 30(3), 239-254.
- Registro de Economistas Auditores del Consejo General de Economistas (REA-REGA). (2019). *Guía de Actuación 14 sobre Informe de verificación independiente del Estado de Información no Financiera*.
- Seguí-Mas, E., Bolas-Araya, H. y Polo-Garrido, F. (2015). Sustainability assurance on the biggest cooperatives of the world: An analysis of their adoption and Quality. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 86(2), 363-383.
- Sierra, L., Zorio, A. y García-Benau, M. A. (2013). Sustainable development and assurance of corporate social responsibility reports published by Ibx-35 companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(6), 359-370.
- Simnett, R., Vanstraelen, A. y Chua, W. (2009). Assurance on sustainability reports: An international comparison. *The Accounting Review*, 84(3), 937-967.
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy Strategic and Institutional Approaches. *Academy of Management Review*, 20, 571-610.



Vaz Ogando, N., Ruiz Blanco, S. y Fernández-Feijóo, B. (2018). A Provider's Approach to the Assurance Market of Sustainability Reports in Spain. *Administrative Sciences*, 8(3), 28.

World Business Council for Sustainable Development (WBCSD). (2017). *Reporting mat-*

*ters. Striking a balance between disclosure and engagement*. WBCSD 2017 Report.

Zorio, A., García-Benau, M. y Sierra, L. (2013). Sustainability development and the quality of assurance reports: Empirical evidence. *Business Strategy and the Environment*, 22(1), 484-500.