

EL IMPACTO DE LA DIVULGACIÓN DE LA RSC EN EL COSTE DE LA DEUDA Y EL CAPITAL SOCIAL

Khayria Amarna¹, María Victoria López Pérez², Raquel Garde Sánchez³, Lázaro Rodríguez Ariza⁴

¹ Departamento de Economía Financiera y Contabilidad, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de Granada, Campus Cartuja, CP.18071 (Granada);

² Departamento de Economía Financiera y Contabilidad, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de Granada, Campus Cartuja, CP. 18071 (Granada);

³ Departamento de Economía Financiera y Contabilidad, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de Granada, Campus Cartuja, CP. 18071 (Granada);

⁴ Departamento de Economía Financiera y Contabilidad, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de Granada, Campus Cartuja, CP. 18071 (Granada);

Área temática: Responsabilidad Social Corporativa

Palabras clave: Coste de la deuda, Coste de los fondos propios, Divulgación de la responsabilidad social corporativa (RSC), flujo de caja operativo anormal.

EL IMPACTO DE LA DIVULGACIÓN DE LA RSC EN EL COSTE DE LA DEUDA Y EL CAPITAL SOCIAL

Resumen

El objetivo de este estudio es investigar si la divulgación de la RSC puede ayudar a las empresas a obtener ventajas en relación con el coste de los fondos propios y el coste de la deuda. Se utiliza una muestra de 177 empresas europeas entre los años 2010-2019. Los principales resultados muestran una asociación negativa entre la divulgación de la RSC y el coste de la deuda, parece que los prestamistas aprecian a las empresas socialmente responsables reduciendo los tipos de interés. En cambio, existe una asociación positiva entre la divulgación de RSC de las empresas y el coste de los fondos propios.

Palabras clave: Coste de la deuda, Coste de los fondos propios, Divulgación de la responsabilidad social corporativa (RSC), flujo de caja operativo anormal.

EL IMPACTO DE LA DIVULGACIÓN DE LA RSC EN EL COSTE DE LA DEUDA Y EL CAPITAL SOCIAL

Resumen:

1. Introducción

Las diferentes formas de financiación de las empresas desempeñan un papel importante en el crecimiento empresarial (Ye y Zhang 2011). Se ha comprobado que las restricciones de capital desempeñan un papel crucial en la toma de decisiones estratégicas, ya que limitan directamente la capacidad de la empresa para tomar grandes decisiones de inversión, además de influir en las elecciones de la estructura de capital de la empresa (Hennessy y Whited, 2007).

El coste del capital se refiere a la financiación de una empresa, que incluye tanto el coste de la deuda (COD) como el coste de los fondos propios (COE). Las empresas tienen una relación con los acreedores (COD) y los inversores (COE) y ambas formas de financiación son cruciales para las empresas. En consecuencia, para adquirir un coste de capital reducido (coste de la deuda y coste del capital), los inversores y los acreedores necesitan más información antes de decidirse a proporcionar un menor coste de la deuda y del capital (Raimo et al., 2021). Cuando la reputación de una empresa se ve dañada, los acreedores e inversores lo ven como un aumento del riesgo que podría afectar a la capacidad de la empresa para pagar su deuda y podría poner más restricciones a los préstamos, como el aumento de los intereses (Goss y Roberts 2011). Por lo tanto, dado que la reputación es un activo importante, las empresas aumentan la divulgación de la RSC ya que se considera un elemento relevante para reducir el riesgo.

La divulgación de información sobre la RSC por parte de las empresas es valorada positivamente por las diferentes partes interesadas, ya que reduce la asimetría de la información. Además, las empresas con una mejor divulgación de la RSC tienen más oportunidades de obtener un menor coste de capital. La divulgación de la RSC se asocia con una mayor participación de las partes interesadas, lo que reduce la posibilidad de comportamientos oportunistas a corto plazo y, como resultado, los costes totales de contratación (Eccles et al., 2012). La divulgación de la RSC aumenta el cumplimiento de las normas y la fiabilidad de los informes. En consecuencia, la mejora de la capacidad y la calidad de los datos reduce la asimetría de la información entre la empresa y los inversores y acreedores, lo que se traduce en un menor coste del capital (Chen et al., 2009; El Ghoul et al., 2011).

Por otro lado, la manipulación de los beneficios o la gestión de los mismos podría perjudicar el valor de la empresa y la percepción de las partes interesadas, lo que provocaría un deterioro de las relaciones de la empresa con las partes interesadas y un impacto negativo en su imagen y reputación (Gras-Gil et al., 2016). Cuando existe una fuerte divulgación de la RSC, estas prácticas engañosas deberían desaparecer (Martínez-Martínez et al., 2021).

Esta investigación tiene como objetivo principal examinar la relación entre el COD y el COE y la RSC en el entorno europeo, así como si la gestión de los beneficios reales modera el impacto de la divulgación de la RSC en el COD y el COE o no afecta a la relación. Aunque existe una cantidad considerable de literatura sobre la relación

entre la RSC y el coste de los fondos propios (COE) y de la deuda (COD), no hay acuerdo sobre esta relación. La mayoría de las investigaciones empíricas muestran una relación negativa entre la RSC y el coste de los fondos propios (Dias, 2020; El Ghouli et al., 2018) y el coste de la deuda (Bhuiyan y Nguyen 2019; Du et al., 2017; Hamrouni et al., 2020), lo que revela que los acreedores e inversores aprecian el uso de la divulgación de la RSC.

En consecuencia, el objetivo fundamental de esta investigación es determinar si la divulgación de la RSC puede ayudar a las empresas a legitimarse ante los acreedores e inversores para obtener menores costes de deuda y de capital. También es fundamental evaluar si las empresas utilizan la divulgación de la RSC para engañar a los acreedores e inversores cuando existe una gestión real de los beneficios para percibir un bajo coste de la deuda y el capital; por ello, investigamos si la gestión real de los beneficios modera la influencia de la divulgación de la RSC en el coste del capital y el coste de la deuda.

2. Revisión de la literatura y desarrollo de hipótesis

2.1. El efecto de la divulgación de la RSC en el coste de la deuda

La literatura anterior ha arrojado luz sobre la cuestión del coste de la deuda desde diferentes aspectos. Por ejemplo, con respecto a la calidad de los beneficios, se ha afirmado que las mejores prácticas de gestión mejoran la financiación externa al obtener un menor coste (Rahaman y Al Zaman, 2013), con respecto a una información contable más oportuna y precisa para obtener una menor financiación de la deuda (Chen y Zhu, 2013 y Eliwa et al., 2019a; Dayanandan et al., 2016)) y se ha examinado el efecto del riesgo de litigio en la financiación de la deuda de las empresas y los resultados revelan que las empresas con mayor riesgo de litigio tienen una menor calificación crediticia y, por lo tanto, un mayor coste de la deuda (Arena, 2018).

Según la literatura previa, la relación entre la divulgación de la RSC y el coste de los préstamos bancarios sugiere que una mayor sostenibilidad de la empresa reduce los tipos de interés que los bancos cobran a las empresas prestatarias (Hoepner et al., 2016). De esta forma, la divulgación de la RSC puede afectar al coste de la deuda mediante la mejora de la reputación, la reducción de la asimetría de la información y la mejora de la calidad de los beneficios. En particular, las empresas con una mejor divulgación de la RSC pueden recibir un mayor análisis, lo que conduce a un menor nivel de asimetría de la información que reduce el nivel de riesgos para los inversores y, a su vez, reduce los costes de capital para las empresas (He et al., 2013; Kazemi y Rahmani, 2013).

En este sentido, la investigación empírica indica que la divulgación de la RSC permite a las empresas mantener un nivel más bajo de coste de la deuda (Bhuiyan y Nguyen 2019; Hamrouni et al., 2020; Raimo et al., 2021; Yeh et al., 2020; Zheng, 2021). Las empresas comprometidas con una mayor divulgación de la RSC afectan negativamente tanto al coste del capital como al coste de la deuda, lo que significa que la RSC reduce el coste de financiación (Bhuiyan y Nguyen 2019; Hasan et al., 2017). También los puntos fuertes en materia de medio ambiente y gobernanza reducen el coste de la deuda de las empresas (Erragragui, 2018). Se ha afirmado que la divulgación de la RSC disminuye el coste de la deuda (Hamrouni et al., 2020).

En consecuencia, y basándose en la teoría de la legitimidad, la divulgación de la RSC podría considerarse una opción estratégica para mejorar los resultados financieros. Las empresas que aplican la RSC conseguirán un mayor valor debido al

aumento de la confianza de las partes interesadas en la empresa, lo que a su vez reduce el coste de la deuda. Como resultado, las partes interesadas, especialmente los acreedores, tendrán una menor percepción del riesgo y, en consecuencia, un menor coste de la deuda, por lo que se desarrolla la siguiente hipótesis:

H1: Existe una relación negativa entre la divulgación de la RSC y el coste de la deuda.

2.2 El efecto de la divulgación de la RSC en el coste de los fondos propios

El coste de los fondos propios es un factor crucial en las decisiones de inversión a largo plazo (El Ghoul et al., 2011). Los inversores determinan su tasa de rendimiento requerida midiendo el riesgo del flujo de caja de una empresa comparable con la inversión de oportunidades alternativas.

La asimetría de la información entre los inversores y los gestores se reduce gracias a la divulgación transparente. Como resultado, los inversores están más dispuestos a invertir en el mercado, lo que da lugar a una mayor liquidez (He et al., 2013). Además, una mayor transparencia reduce el coste de la supervisión de los inversores, lo que se traduce en una menor tasa de rendimiento de las tenencias de acciones (Lombardo y Pagano, 2002). Las empresas con mejor reputación tienen costes de financiación de capital más baratos (Cao et al., 2015; Dhaliwal et al., 2014).

En el marco de la teoría de la legitimidad, la divulgación de la RSC puede considerarse un método para mejorar la relación con los accionistas y las partes interesadas al disminuir la probabilidad de incidentes negativos que puedan afectar a la reputación de la empresa, como demandas y productos dañados. En consecuencia, la divulgación de la RSC puede considerarse una ventaja competitiva (Dias, 2020). Varios autores han reconocido que la responsabilidad social de las empresas (RSC) puede ayudar a reducir la probabilidad y los costes de los acontecimientos adversos, como los escándalos medioambientales (El Ghoul et al., 2011), también se ha confirmado que las empresas con una mayor divulgación de la RSC pueden financiar su capital social a un coste menor que las empresas con una menor RSC. Además, la RSC tiene la capacidad de reducir el coste de los fondos propios, cuando se combina con una protección eficaz de los inversores, que protege a los accionistas contra la expropiación de la información privilegiada (Breuer et al., 2018; Raimo et al., 2020). En consecuencia, si la divulgación de la RSC ayuda a reducir el coste de las acciones, las empresas estarán más motivadas para participar en iniciativas de RSC (Chava, 2014; Dias, 2020; El Ghoul et al., 2011; El Ghoul et al., 2018).

Sobre la base de la teoría de la legitimidad, la divulgación de la RSC proporciona una mejor impresión para los inversores, entonces la divulgación de la RSC puede ser considerada como un método para mejorar la relación con ellos, (Cho et al., 2013). En consecuencia, los inversores exigen un menor coste del capital para las empresas que tienen mejores resultados en materia de RSC. En consecuencia, nuestra hipótesis es la siguiente:

H2: Existe una relación negativa entre la divulgación de la RSC y el coste de los fondos propios

2.3 El efecto moderador de la gestión de los beneficios reales sobre la divulgación de la RSC y el coste de la deuda y el coste del capital

En cuanto al coste de la deuda se ha detectado una relación positiva entre la gestión de los beneficios y el coste de la deuda (Kim et al., 2020) porque las empresas con menor calidad contable soportan un mayor coste de la deuda (Bharath et al., 2008).

En referencia al coste de los fondos propios, el coste de los fondos propios está positivamente relacionado con el nivel de las actividades destinadas a la manipulación de los beneficios, lo que sugiere que las actividades de gestión de beneficios aumentan el coste de los fondos propios porque afectan al flujo de caja futuro de la empresa (Kim y Sohn, 2013). Otros estudios afirman que la gestión de las ganancias rara vez se someten a un escrutinio o control externo, y que es difícil detectarlas mediante monitores internos como un consejo de administración o un comité de auditoría. La gestión de los beneficios tiene un impacto negativo en la calidad la información suministrada, lo que aumenta la asimetría de la información. En consecuencia, los inversores del mercado de capitales pueden reflejar el impacto negativo de la gestión de los beneficios en la calidad de los mismos exigiendo una mayor tasa de rendimiento (Hadani et al., 2011).

En este contexto, la divulgación de la RSC podría utilizarse para cubrir las malas conductas y mejorar su imagen ante las partes interesadas para mostrar a los prestamistas una mejor imagen o presentar un mejor rendimiento con el fin de atraer a los inversores (Muttakin et al., 2015). Sin embargo, según la teoría de la legitimidad, las empresas que divulgan la RSC son más propensas a actuar de forma razonable para mantener su buena reputación y evitar el riesgo de litigios que afectan al valor de la empresa y a las operaciones de financiación (Martínez-Martínez et al., 2021), por lo que es menos probable que participen en prácticas de gestión de beneficios (Kim et al., 2014).

De acuerdo con la teoría de la legitimidad, es lógico que la gestión de los beneficios reales probablemente afecte positivamente a la divulgación de la RSC en el coste de la deuda y tenga su efecto en un menor coste del capital. En consecuencia, se afirma que la gestión de los beneficios reales actúa como variable moderadora, y que a medida que aumentan los niveles de gestión de los beneficios reales, aumenta la divulgación de la RSC, lo que se traduce en un menor coste del capital. Además, la divulgación de la RSC mejora la percepción de los prestamistas, lo que se traduce en una disminución del coste de la financiación de la deuda. Los indicios de manipulación en cualquiera de estos elementos llevarían a elevar el coste del préstamo o a no concederlo. La existencia de informes de RSC está relacionada con una mejora de las prácticas contables, por lo que, tal y como se plantea en las hipótesis 3 y 4, la relación entre las prácticas de gestión de los beneficios reales y la divulgación de la RSC aplicada al coste del capital (coste de la deuda y de los fondos propios) será positiva. Así pues, se proponen las siguientes hipótesis:

H3: La gestión de los beneficios reales modera positivamente la relación entre la divulgación de la RSC y el coste de la deuda.

H4: La gestión de los beneficios reales modera positivamente la relación entre la divulgación de la RSC y el coste de los fondos propios.

3. Metodología

La muestra consta de 177 empresas europeas de todos los sectores durante el período 2010-2019, investigamos este período específicamente para inspeccionar el período posterior a la crisis económica mundial. Hemos obtenido los datos de la base de datos Thomson Reuters Eikon, hemos utilizado los estados financieros y los informes ESG de cada empresa. Las empresas de nuestra muestra deben cumplir los siguientes

requisitos (1) las empresas no deben ser del sector financiero o de seguros, ya que esas empresas se consideran financieramente diferentes de las empresas industriales la exclusión se justifica por el diferente papel que desempeña la financiación de la deuda en las empresas financieras y reguladas en comparación con las empresas no financieras (Martínez-Ferrero et al., 2016). (2) compromiso con la presentación de informes IFRS (3) disponibilidad de informes financieros y ESG durante al menos 5 años desde 2010-2019 (4) disponibilidad de todas las variables incluidas en el modelo utilizado.

En cuanto a la medición de la RSC, utilizamos la puntuación ESG obtenida de la base de datos Eikon de Thomson Reuters, y utilizamos la clasificación de 0 a 1 mencionada en la base de datos; cuanto más alto sea el número, mayor será el compromiso con la RSC. En cuanto al coste de la deuda, seguimos a Francis et al. (2005) para medir el coste de la deuda, que se utiliza ampliamente en la literatura, que se calcula como la relación entre los gastos de intereses en el año t dividida por la deuda media con intereses pendiente durante el año t, y para el coste del capital utilizamos el modelo CAPM de Sharfman y Fernando (2008), también utilizamos el modelo de Dechow et al. (1998) para medir el AOCF, que representa la gestión real de los beneficios (ver tabla 1).

Para medir el AOCF utilizamos el modelo de valoración más común que adoptan los investigadores es Dechow et al. (1998) de la siguiente manera,

$$CFO_t/At-1 = \alpha_0 + \alpha_1*(1/At-1) + \beta_1*(St/ At-1) + \beta_2*(\Delta St / At-1) + \epsilon_t$$

CFO_t/At-1: Flujos de efectivo de las actividades operativas en el año t escalados por los activos totales en el año t-1

(1/At-1): Intercepción dividida por los activos totales en el año t-1 para que el flujo de efectivo de las actividades operativas no tienen un valor de 0 cuando las ventas y el retraso de las ventas es 0

(St/At-1): Ventas netas en el año t divididas por los activos totales en el año t-1

(ΔSt /At-1): Cambio en las ventas de la empresa i (ventas en el año t – ventas en el año t-1) dividido por los activos totales en el año t-1.

El residual de un modelo de regresión se considera como un flujo de caja anormal de la operación (coeficientes del modelo estimado). Hemos considerado como varias variables de control que afectan al coste de la deuda y de los fondos propios las siguientes: la relación entre el mercado y los libros (MTB); la rentabilidad de los activos (ROA); el apalancamiento financiero (LEV), el tamaño (SIZE) y el sector (Ver tabla 1).

Utilizamos un modelo de regresión de mínimos cuadrados generalizados para determinar la relación entre el coste de la deuda y el coste de los fondos propios con la RSC (modelo 1), y también introducimos el efecto moderador de la gestión de los beneficios reales multiplicando el AOCF por la RSC (modelo 2).

$$COD_{i,t} = a_{it} + B_1 CSR_{it} + B_2 AOCF + B_3 LEV_{it} + B_4 ROA + B_5 MTB_t + B_6 SIZE_{it} + B_7 Industry + u_i \quad (1)$$

$$COD_{i,t} = a_{it} + B_1 CSR_{it} + B_2 CSR^* AOCF + B_3 LEV_{it} + B_4 ROA + B_5 MTB_t + B_6 SIZE_{it} + B_7 Industry + u_i \quad (2)$$

$$COE_{i,t} = a_{it} + B_1 CSR_{it} + B_2 AOCF + B_3 LEV_{it} + B_4 ROA + B_5 MTB_t + B_6 SIZE_{it} + B_7 Industry + u_{it} \quad (1)$$

$$COE_{i,t} = a_{it} + B_1 CSR_{it} + B_2 CSR^* AOCF + B_3 LEV_{it} + B_4 ROA + B_5 MTB_t + B_6 SIZE_{it} + B_7 Industry + u_{it} \quad (2)$$

Donde: COD es el costo de la deuda, COE es el coste del capital, CSR es un indicador de la divulgación de la RSC, SIZE es el tamaño de la empresa, MTB es la relación mercado-valor contable, ROA es el rendimiento de los activos y LEV es el apalancamiento financiero.

Tabla 1: Modelo y variables

Variables	Medidas	Modelo	Hipótesis
Dependent variable			
Cost of debt (COD) (model 1)	Gastos por intereses/deuda pendiente que devenga intereses	Model (1)	H1
		Model (2)	H3
Cost of equity (COE) (model 2)	La tasa requerida de rendimiento de la inversión.	Model (1)	H2
		Model (2)	H4
Independent variables			
Corporate social responsibility (CSR)	Puntuación ESG de 0 a 1 Flujo de efectivo operativo real		
Abnormal operating cash flow (AOCF)			
Control variables			
1-Leverage (LEV)	Deuda total/ activos totales		
2-Performance (ROA)	Rendimiento de los activos (porcentaje)		
3-Market to book (MTB)	Ratio valoración mercado		
4-Size (SIZE)	Logaritmo natural de los activos totales		
5-Industry (Industry)	Es una variable ficticia igual a 1 si la empresa está relacionada con el sector industrial y 0 en caso contrario.		

Fuente: Elaboración propia

4. Resultados

Las estadísticas descriptivas de las variables se muestran en la Tabla 2. En cuanto a las variables dependientes, los resultados revelan que el coste medio de la deuda y el coste de los recursos propios de las empresas europeas son relativamente iguales, que son del 11,45 % y del 11,68 % respectivamente.

El valor medio de la variable RSC sugiere que la mayoría de las empresas de nuestra muestra se dedican a la elaboración de informes de RSC. De acuerdo con la media AOCF, la mayoría de las empresas de la muestra manipulan las ganancias.

Table 2: Estadística descriptiva

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max
AOCF	-0.72047	0.593187	-8.10188	0.704437
COE	0.11687	0.105599	0.001015	1.148473
COD	0.114538	0.956762	0	27.45754
CSR	0.72051	0.167721	0.083333	1
LEVERAGE	27.40259	14.97512	0	113.72
ROA	6.132969	5.624039	-19.85	48.633
Beta	1.121318	0.337377	-0.07651	2.09498
MTB	2.799534	4.074682	-83.617	45.38405
SIZE	17.06704	1.047662	14.60064	20.12019
Industry	0.56925	0.495339	0	1

La matriz de correlación de Pearson se muestra en la Tabla 3 muestra que la divulgación de COD y RSC tiene una conexión negativa estadísticamente significativa (-0.0356). Sin embargo, la divulgación de COE y RSC tiene una asociación positiva estadísticamente significativa (0,0195). AOCF tiene una correlación negativa significativa con el coste de la deuda (-0.0537), mientras que tiene una correlación negativa insignificante con el coste de los fondos propios.

En cuanto a las variables de control, el APALANCAMIENTO tiene una correlación negativa significativa tanto con COD como con COE (-0.0537, -0.0090) respectivamente, mientras que ROA, MTB, TAMAÑO e INDUSTRIA no tienen asociación significativa con COD y COE.

Tabla 3: Matriz de correlaciones

	<i>COD</i>	<i>COE</i>	<i>CSR</i>	<i>AOCF</i>	<i>LEVERAG</i>	<i>ROA</i>	<i>MTB</i>	<i>SIZE</i>	<i>INDU</i>
<i>COD</i>	1								
<i>COE</i>	0.0037*	1							
<i>CSR</i>	-0.0356*	0.0195*	1						
<i>AOCF</i>	-0.0537*	-0.0090*	0.0727*	1					
<i>LEVERAGE</i>	0.0768*	0.1247*	0.0315	0.3368*	1				
<i>ROA</i>	0.0022	-0.0110	-0.0531*	-0.1569*	-0.2416*	1			
<i>MTB</i>	-0.0051	-0.0255	0.0097	-0.1306*	-0.0592*	0.3873*	1		
<i>SIZE</i>	-0.0363	0.0073	0.3849*	0.2008*	0.0715*	-0.1945*	-0.2551*	1	
<i>INDUS</i>	-0.0143	-0.0120	0.0829*	0.0159	0.0815*	0.1186*	0.0451*	-0.0777*	1

En relación con COD antes de insertar el efecto moderador de AOCF, el modelo (1) indica un coeficiente negativo y estadísticamente significativo al nivel del 1% para la relación entre la variable explicativa RSC y COD. Esto implica que las empresas con mayor desempeño social empresarial paguen menores tasas de interés de la deuda. Respecto al AOCF tiene una relación positiva con el coste de la deuda. En el modelo (2) hemos introducido AOCF como variable moderadora, el efecto negativo de la divulgación de RSC en el costo de la deuda se mantiene al introducir AOCF como variable moderadora, lo que significa que la divulgación de RSC cubre la gestión de ganancias reales. En cuanto a las variables de control, el APALANCAMIENTO tiene un efecto negativo significativo en el COE (-0.0010), sin embargo, ROA, MTB, TAMAÑO e industria no tienen un impacto significativo en el COD. Por lo tanto, aceptamos H1 y rechazamos H3

Con respecto al modelo COE (1) muestra que la asociación entre la variable explicativa RSC y el COE tiene un coeficiente positivo e insignificante al nivel del 1% (0,015) Esto significa que las empresas que obtienen mejores resultados en términos de responsabilidad social empresarial pagan un COE más alto. En términos de AOCF tiene una relación significativa con COE. En el modelo (2), incorporamos AOCF como una variable moderadora y, como era de esperar, el efecto de la gestión de ganancias en el costo del capital fue mitigado por la RSC, lo que disminuye el efecto negativo entre el COE y la gestión de resultados. Cuando se trata de los factores de control, el APALANCAMIENTO tiene un impacto negativo considerable en el COE (-0,0009), mientras que el ROA, el MTB, el TAMAÑO y la industria no tienen ningún efecto en el COE. En consecuencia, rechazamos H2 y aceptamos H4.

Tabla 4: Resultados modelo regresión

	COD		COE	
	Model1	Model2	Model1	Model2
	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.
CSR	-0.06242 -4.11***	-0.51728 -2.02***	0.015792 1.13*	0.026 1.65**
CSR*AOCF		-0.50506 -1.57*		0.01313 2.08***
AOCF	0.01575 4.22**		0.006705 1.72*	
LEVERAGE	-0.0007 -3.51***	0.001011 -0.39*	-0.00097 -4.43***	0.000997 -4.28***
ROA	-0.00043 -0.85	-0.00544 -0.97	-0.00065 -1.41	-0.00067 -1.46
MTB	-0.0006 -0.95	-0.000002 -0.02	-0.00041 -1.4	-0.00034 -1.18
SIZE	0.001857 0.82	0.025631 0.59	-0.00123 -0.5	-0.00163 -0.68
Industry	-0.00946 0.00473	0.049961 0.36	0.0000006 0.01	0.000367 0.06
_cons	0.171459 4.18***	-0.15861 -0.19***	0.164494 3.65***	0.157504 3.49***
Wald chi2(7)	34.32***	74.4***	25.33***	41.09***
Prob > chi2	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Significance levels: * $p < .10$ ** $p < .05$, *** $p < .01$

5. Conclusiones:

Las empresas están bajo una presión cada vez mayor por parte de los accionistas y las partes interesadas para reestructurar sus operaciones de manera sostenible. En consecuencia, para beneficiarse de un buen impacto financiero, las empresas deben operar desde una perspectiva de desarrollo sostenible y promover actividades de RSC. La divulgación de información socialmente responsable se considera un buen indicador de la perspectiva a largo plazo de una empresa. En este sentido, resulta interesante centrarse en cómo la divulgación de la RSC puede afectar los costos financieros de una empresa.

Nuestra investigación contribuye al debate sobre si la divulgación de la RSC aumenta o disminuye el valor de la empresa al reducir el coste de la deuda y el coste de los fondos propios de la empresa, por lo que bajo el paraguas de la teoría de la legitimidad investigamos si la divulgación de la RSC afecta a la decisión de los acreedores e inversores para obtener un menor coste del capital. Por otra parte, los directivos pueden utilizar el efecto reputación de la RSC para engañar y encubrir sus actos manipuladores, así como engañar a acreedores e inversores para obtener menores costes de financiación (coste de la deuda y coste de los recursos propios). En consecuencia, investigamos si la relación entre la divulgación de RSC y el coste de capital se ve afectada por la gestión de ganancias reales.

Los resultados de este estudio tienen una serie de implicaciones prácticas. Por un lado, resulta interesante gerentes con formación y compromiso en aspectos de RSC que lleven a cabo este tipo de iniciativas. No solo porque realizar tales actividades contribuye a la sociedad en general, sino que también beneficia a la empresa al reducir el coste de la deuda. Por otro lado, los gerentes podrían ser conscientes de la importancia de divulgar información de RSC y su implicación en un mayor o menor coste del capital. Además, los resultados revelan que los prestamistas y los inversores tienen puntos de vista opuestos sobre la responsabilidad social corporativa. Si bien algunos inversionistas perciben las inversiones en RSC como una pérdida de dinero, los prestamistas las ven como estrategias de mitigación de riesgos. Al asignar recursos corporativos, los gerentes socialmente responsables se ven obligados a evaluar el coste de cada fuente de capital.

Para concluir resaltamos algunas limitaciones de este trabajo. La muestra se limita a 177 empresas europeas, lo que restringe la generalización de los resultados. La medición del coste de capital es otra deficiencia inherente a todos los estudios. A pesar de que este estudio utiliza métricas de coste de capital comúnmente utilizadas, los diferentes métodos de estimación utilizan diferentes modelos de valoración y suposiciones, lo que puede tener un impacto en los resultados de la regresión. Por lo tanto, la investigaciones futuras podrían tener el mismo objetivo de investigación con diferentes medidas y diferentes muestras.

Referencias

- Arena, M. P. (2018). Corporate litigation and debt. *Journal of Banking & Finance*, 87, 202-215.
- Bharath, S. T., Sunder, J., & Sunder, S. V. (2008). Accounting quality and debt contracting. *The Accounting Review*, 83(1), 1-28.

- Bhuiyan, M. B. U., and Nguyen, T. H. N. (2019). Impact of CSR on cost of debt and cost of capital: Australian evidence. *Social Responsibility Journal*, 16 (3), 419-430.
- Boachie, C., & Tetteh, J. E. (2021). Do creditors value corporate social responsibility disclosure? Evidence from Ghana. *International Journal of Ethics and Systems*, 37 (3), 466-485.
- Breuer, W., Muller, T., Rosenbach, D., & Salzmann, A. (2018). Corporate Social Responsibility, investor protection, and cost of equity: A cross-country comparison. *Journal of Banking and Finance*, 96, 34–55.
- Cao, Y., Myers, J. N., Myers, L. A., & Omer, T. C. (2015). Company reputation and the cost of equity capital. *Review of Accounting Studies*, 20(1), 42-81.
- Chen, C., & Zhu, S. (2013). Financial reporting quality, debt maturity, and the cost of debt: Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 49(sup4), 236-253.
- Chen, K. C., Chen, Z., & Wei, K. J. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of corporate finance*, 15(3), 273-289.
- Cho, S. Y., Lee, C., & Pfeiffer Jr, R. J. (2013). Corporate social responsibility performance and information asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 71-83.
- Dayanandan, A., Donker, H., Ivanof, M., & Karahan, G. (2016). IFRS and accounting quality: legal origin, regional, and disclosure impacts. *International Journal of Accounting and Information Management*.
- Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2014). Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), 328-355.
- Dias, J. P. M. D. (2020). *Corporate social performance and cost of capital* (Order No. 28784241). Available from ProQuest Dissertations & Theses Global; ProQuest One Academic. (2590063981). Retrieved from <https://www.proquest.com/dissertations-theses/corporate-social-performance-cost-capital/docview/2590063981/se-2?accountid=14542> (corporate social performance)
- Du, X., Weng, J., Zeng, Q., Chang, Y., & Pei, H. (2017). Do lenders applaud corporate environmental performance? Evidence from Chinese private-owned firms. *Journal of Business Ethics*, 143(1), 179-207.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2012). *The impact of a corporate culture of sustainability on corporate behavior and performance* (Vol. 17950). Cambridge, MA, USA: National Bureau of Economic Research.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kim, H., & Park, K. (2018). Corporate Environmental Responsibility and the Cost of Capital: International Evidence. *Journal of Business Ethics*, 149(2), 335–361.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking and Finance*, 35(9), 2388–2406.
- Eliwa, Y., Gregoriou, A., & Paterson, A. (2019)a. Accruals quality and the cost of debt: the European evidence. *International Journal of Accounting & Information Management*.

- Erragragui, E. (2018). Do creditors price firms' environmental, social and governance risks?. *Research in International Business and Finance*, 45, 197-207.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of accounting and economics*, 39(2), 295-327.
- Gao, H., He, J., Li, Y., & Qu, Y. (2020). Family control and cost of debt: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 60, 101286.
- Girerd-Potin, I., Jimenez-Garcès, S., & Louvet, P. (2014). Which dimensions of social responsibility concern financial investors?. *Journal of Business Ethics*, 121(4), 559-576.
- Goss, A., & Roberts, G. S. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking and Finance*, 35(7), 1794–1810.
- Gras-Gil, E., Manzano, M. P., & Fernández, J. H. (2016). Investigating the relationship between corporate social responsibility and earnings management: Evidence from Spain. *BRQ Business Research Quarterly*, 19(4), 289-299.
- Gregory, A., Tharyan, R., & Whittaker, J. (2014). Corporate Social Responsibility and Firm Value : Disaggregating the Effects on Cash Flow , Risk and Growth. 633–657.
- Hadani, M., Goranova, M., & Khan, R. (2011). Institutional investors, shareholder activism, and earnings management. *Journal of business research*, 64(12), 1352-1360.
- Hamrouni, A., Uyar, A., & Boussaada, R. (2019). Are corporate social responsibility disclosures relevant for lenders? Empirical evidence from France. *Management Decision*, 58 (2), 267-279.
- Hasan, I., Hoi, C. K., Wu, Q., & Zhang, H. (2017). Social capital and debt contracting: Evidence from bank loans and public bonds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(3), 1017-1047.
- He, W.P., Lepone, A. and Leung, H. (2013). Information asymmetry and the cost of equity capital. *International Review of Economics & Finance*, 27, 611-620.
- Hennessy, C. A., & Whited, T. M. (2007). How costly is external financing? Evidence from a structural estimation. *The Journal of Finance*, 62(4), 1705-1745.
- Hoepner, A., Oikonomou, I., Scholtens, B., & Schröder, M. (2016). The effects of corporate and country sustainability characteristics on the cost of debt: An international investigation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(1-2), 158-190.
- Kazemi, H. and Rahmani, F. (2013). Relationship between information asymmetry and cost of capital. *Management Science Letters*, 3 (1), pp. 321-328.
- Kim, J. B., & Sohn, B. C. (2013). Real earnings management and cost of capital. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(6), 518-543.
- Kim, J. H., Lee, S. H., & Keun Yoo, Y. (2020). Real earnings management and the cost of debt capital: international evidence. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 27(2), 151-172.
- Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 43, 1-13.

- Koehn, D., & Ueng, J. (2010). Is philanthropy being used by corporate wrongdoers to buygood will? *Journal of Management and Governance*, 14(1), 1–16.
- Lombardo, D., & Pagano, M. (2002). Law and equity markets: A simple model. *Corporate governance regimes: Convergence and diversity*, 343-362.
- Magnanelli, B. S., & Izzo, M. F. (2017). Corporate social performance and cost of debt: the relationship. *Social Responsibility Journal*, 13(2), 250–265.
- Martínez-Ferrero, J., Ruiz-Cano, D. and Garcí'a-Sa´nchez, I.-M. (2016). The causal link between sustainable disclosure and information asymmetry: the moderating role of the stakeholder protection context. *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*, 23 (5), 319-332.
- Martinez-Martinez, D., Andrades, J., Larrán, M., Muriel, M. J., & Sancho, M. P. L. (2021). Determinants of earnings management in Spanish SMEs and its relationship with CSR: the relevance of sector life cycle stage. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 28(3), 399-428.
- Muttakin, M. B., Khan, A., & Azim, M. I. (2015). Corporate social responsibility disclosures and earnings quality: are they a reflection of managers' opportunistic behavior?. *Managerial Auditing Journal*, 30(3), 277-298.
- Rahaman, M. M., & Al Zaman, A. (2013). Management quality and the cost of debt: Does management matter to lenders?. *Journal of Banking & Finance*, 37(3), 854-874.
- Raimo, N., Caragnano, A., Zito, M., Vitolla, F., & Mariani, M. (2021). Extending the benefits of ESG disclosure: The effect on the cost of debt financing. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, doi: <https://doi.org/10.1002/csr.2134>
- Raimo, N., de Nuccio, E., Giakoumelou, A., Petruzzella, F., & Vitolla, F. (2020). Non-financial information and cost of equity capital: An empirical analysis in the food and beverage industry. *British Food Journal*.
- Xia, X., Teng, F., & Gu, X. L. (2019). Reputation repair and corporate donations: An investigation of responses to regulatory penalties. *China Journal of Accounting Research*, 12(3), 293-313.
- Ye, K. T., & Zhang, R. (2011). Do lenders value corporate social responsibility? Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 104(2), 197-206.
- Yeh, C. C., Lin, F., Wang, T. S., & Wu, C. M. (2020). Does corporate social responsibility affect cost of capital in China?. *Asia Pacific Management Review*, 25(1), 1-12.
- Zheng, B. (2021). An Empirical Study of the Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Debt. Available at SSRN 3833171.