

Bonansea, Maximiliano Daniel

**La inversión socialmente
responsable en el marco del
mercado de capitales: un
abordaje teórico y empírico
desde un modelo de
decisión multicriterio**

**Tesis para la obtención del título de
posgrado de Magister en Contabilidad
y Auditoría**

Director: Pérez, Jorge Orlando

Documento disponible para su consulta y descarga en Biblioteca Digital - Producción Académica, repositorio institucional de la Universidad Católica de Córdoba, gestionado por el Sistema de Bibliotecas de la UCC.



[Esta obra está bajo una licencia de Creative Commons Reconocimiento-No Comercial-Sin Obra Derivada 4.0 Internacional.](#)

LA INVERSION SOCIALMENTE RESPONSABLE EN EL MARCO DEL MERCADO DE CAPITALS: UN
ABORDAJE TEÓRICO Y EMPÍRICO DESDE UN MODELO DE DECISIÓN MULTICRITERIO

UNIVERSIDAD CATÓLICA DE CÓRDOBA, FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y DE
ADMINISTRACIÓN; MAESTRÍA EN CONTABILIDAD Y AUDITORÍA

LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE EN EL MARCO DEL MERCADO
DE CAPITALES: UN ABORDAJE TEÓRICO Y EMPÍRICO DESDE UN MODELO DE
DECISIÓN MULTICRITERIO

Trabajo Final conforme a los requisitos para obtener el título de Magister en Contabilidad y
Auditoría

Maximiliano Daniel Bonansea, Contador Público

Jorge Orlando Pérez, Doctor en Contabilidad

RESUMEN

El mercado de capitales constituye un eje central para la asignación eficiente de recursos, conectando el ahorro con la inversión productiva en un entorno donde la información, la transparencia y la evaluación del riesgo resultan determinantes. En este contexto, el análisis tradicional de inversiones, sustentado en variables económico-financieras, ha evolucionado hacia enfoques más integrales que incorporan dimensiones cualitativas y extra-financieras. Entre ellas, la inversión socialmente responsable (ISR) adquiere creciente relevancia al integrar criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) en el proceso de toma de decisiones.

Los aportes teóricos de Graham, Lynch y Fama permiten comprender distintas dimensiones del comportamiento del mercado, desde la valoración basada en fundamentales hasta la eficiencia informacional. Sin embargo, en mercados emergentes como el argentino, caracterizados por volatilidad e ineficiencias, resulta necesario complementar estos enfoques con herramientas que permitan integrar múltiples criterios de decisión en contextos de incertidumbre.

En este sentido, los modelos de decisión multicriterio (MCDM) se presentan como una alternativa metodológica adecuada para abordar la complejidad del proceso inversor. Estos modelos permiten evaluar simultáneamente variables cuantitativas —como rentabilidad esperada, riesgo y liquidez— y cualitativas —como desempeño ASG, gobierno corporativo y sostenibilidad—, facilitando una toma de decisiones más robusta y alineada con objetivos múltiples.

A partir de este enfoque, se propone una metodología de selección de cartera de acciones basada en la aplicación de modelos multicriterio, que permite ponderar y jerarquizar alternativas de inversión considerando tanto el rendimiento financiero como el impacto social y ambiental. La propuesta consiste en estructurar un sistema de evaluación que combine indicadores financieros tradicionales (ratios, múltiplos y modelos de valuación) con métricas ASG, asignando ponderaciones según el perfil del inversor y sus objetivos estratégicos.

De este modo, la cartera resultante busca maximizar la rentabilidad ajustada por riesgo, al tiempo que incorpora criterios de responsabilidad social, contribuyendo a un modelo de inversión más sostenible. Este enfoque no solo mejora la calidad del proceso decisorio, sino que también responde a las nuevas demandas del mercado, donde la generación de valor económico se encuentra crecientemente vinculada con el impacto social y ambiental.

PALABRAS CLAVE: Decisión multicriterio; Inversión socialmente responsable; Factores ASG; Selección de cartera; Rentabilidad ajustada por riesgo; Sostenibilidad; Mercado de capitales

ÍNDICE

RESUMEN	4
Introducción.....	8
Capítulo 1, Marco Teórico y Fundamentos del Mercado de Capitales.....	10
1. Introducción.....	10
2. Marco conceptual y fundamentos teóricos del mercado de capitales	10
2.1 Definición y función económica	11
2.2 Instrumentos financieros y agentes participantes	12
2.3 Mercado primario y secundario	14
3. Aportes, contribuciones y revisiones teóricas de autores sobre el mercado de capitales	17
3.1 Benjamin Graham – El enfoque racional del valor intrínseco.....	17
3.2 Peter Lynch – Conocimiento, observación y crecimiento sostenible	18
3.3 Eugene Fama – Hipótesis del mercado eficiente (EMH).....	19
3.4 Finanzas conductuales y críticas contemporáneas a la eficiencia	19
4. Mercado de capitales en Argentina	20
4.1 Evolución normativa y etapa de desregulación.....	22
4.2 Marco regulatorio contemporáneo: CNV y reformas recientes.....	22
4.3 Infraestructura del mercado: BYMA, MAE y sistemas de compensación	22
4.4 Características estructurales y desafíos del mercado local	23
4.5 Tendencias recientes	24
5. Evaluación económica y financiera para inversión en acciones.....	24
5.1 Ratios financieros fundamentales.....	24
5.2 Múltiplos bursátiles.....	25
5.3 Modelos de valuación	25
5.4 Consideraciones para mercados emergentes	26
6. Consideraciones conductuales en la toma de decisiones	26
7. El rol de la información contable y la auditoría en los mercados	27
7.1 Relación entre auditoría, gobierno corporativo y eficiencia del mercado	27
Capítulo 2, La Inversión Socialmente Responsable	29
1. Introducción.....	29
2. Definición de Inversión Socialmente Responsable.....	29
3. Alcances de la Inversión Socialmente Responsable: Revisión de la literatura	30
4. Importancia y ventajas de la ISR	32
5. Principios de la ISR.....	33

6. Estrategias de Inversión Socialmente Responsable.....	33
7. Beneficios de la Inversión Socialmente Responsable.....	34
8. La Inversión Socialmente Responsable en Argentina.....	35
9. Perspectivas Futuras.....	37
Capítulo 3, Fuentes de Información Obligatoria, Voluntaria y Marcos Teóricos explicativos.....	39
1. Introducción.....	39
2. Información Contable Obligatoria.....	40
2.1 Marco Normativo.....	40
2.2 Rol para la Valuación y el Análisis Financiero.....	40
2.3 Análisis de Estados Contables: Herramientas para el Inversor.....	40
2.4 Contabilidad Prospectiva como insumo para el análisis financiero moderno.....	42
2.5 Integración entre análisis histórico y prospectivo.....	44
3. Información Regulatoria No Contable.....	45
4. Información Voluntaria.....	45
4.1 Los factores Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ASG) y su impacto en las decisiones de inversión.....	46
5. Marcos Teóricos Explicativos.....	48
5.1 Teoría de la Agencia.....	48
5.2 Teoría de los Stakeholders.....	49
5.3 Teoría de las Señales (Signaling Theory).....	50
5.4 Hipótesis de los Mercados Eficientes (EMH).....	51
5.5 Teoría de la Información Asimétrica.....	51
5.6 Teoría de la Legitimidad.....	52
5.7 Teoría Institucional.....	52
5.8 Síntesis de los aportes teóricos.....	53
Capítulo 4, Decisiones Multicriterio y Propuesta Metodológica para la Selección de una Cartera de Acciones Bajo Estándares de Inversión Socialmente Responsable.....	54
1. Introducción.....	54
2. Teoría de las Decisiones Multicriterio (MCDM): enfoque general.....	55
2.1 Fundamentos conceptuales de la decisión multicriterio.....	55
2.2 Tipos de problemas abordados por la MCDM.....	56
2.3 Principales métodos de decisión multicriterio: desarrollo teórico.....	57
2.4 Aportes de la literatura contemporánea.....	59
2.5 MCDM como marco general para decisiones complejas.....	60
3. Por qué la ISR requiere un enfoque multicriterio.....	60
3.1 Cómo los modelos multicriterio fortalecen la ISR.....	61

3.2 Multicriterio y creación de carteras sostenibles	61
4. Propuesta metodológica para la selección de una cartera de inversión socialmente responsable en la cual tomar la decisión de invertir.....	62
4.1 Objetivos	63
4.2 Hipótesis general	64
4.3 Metodología	64
4.4 Aplicación de los pasos del método TOPSIS.....	71
Conclusiones	78
Bibliografía	81

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Descriptivo de criterios y subcriterios.....	66
Tabla 2 Escala fundamental de Saaty	67
Tabla 3 Matriz de comparación por pares (A)	68
Tabla 4 Matriz Normalizada (N).....	68
Tabla 5 Análisis de consistencia.....	70
Tabla 6 Asignación de pesos según AHP.....	70
Tabla 7 Matriz de Decisión	71
Tabla 8 Matriz de Decisión Normalizada	72
Tabla 9 Matriz de Decisión Normalizada Ponderada.....	73
Tabla 10 Solución al Ideal Positivo (+) y Negativo (-).....	73
Tabla 11 Decisión a la Alternativa Ideal.....	74
Tabla 12 Distancia a la Alternativa Anti-Ideal	76
Tabla 13 Cálculo de la Proximidad Relativa a la Solución Ideal Positiva y Negativa	77
Tabla 14 Ordenación de Preferencias.....	78

ÍNDICE DE FIGURAS

Ilustración 1 Estructuración del problema	67
---	----

Introducción

En el contexto actual de los mercados financieros, el mercado de capitales se configura como un elemento fundamental para el desarrollo económico, al facilitar la canalización del ahorro hacia la inversión productiva y contribuir a la asignación eficiente de recursos (Mishkin, 2019; Levine, 2005). Tradicionalmente, el análisis de inversiones se ha basado en criterios estrictamente financieros, tales como la rentabilidad esperada, el riesgo y la liquidez. No obstante, en las últimas décadas se ha evidenciado un cambio de paradigma impulsado por la creciente relevancia de factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG), los cuales inciden de manera directa en la sostenibilidad y el desempeño de las organizaciones (Principles for Responsible Investment [PRI], 2020).

En este marco, la inversión socialmente responsable (ISR) emerge como una alternativa que integra dimensiones económicas y extra-financieras dentro del proceso de toma de decisiones, generando un enfoque más integral y alineado con las demandas actuales del mercado y la sociedad (Comisión Nacional de Valores [CNV], 2021; BlackRock Investment Institute, 2019).

Desde el punto de vista teórico, los aportes de Graham (1949), Lynch (1989) y Fama (1970) han sentado las bases del análisis financiero moderno, abordando aspectos vinculados a la valoración de activos, el comportamiento del inversor y la eficiencia de los mercados. Sin embargo, en economías emergentes como la argentina, caracterizadas por volatilidad macroeconómica, asimetrías de información y limitaciones estructurales, estos enfoques resultan insuficientes para capturar la complejidad del proceso decisorio (Erpen, 2014; D'Attellis, 2020).

En este sentido, el desarrollo de las finanzas conductuales ha permitido incorporar una visión complementaria, reconociendo la influencia de sesgos cognitivos en las decisiones de inversión (Kahneman & Tversky, 1979), mientras que la integración de criterios ASG ha ampliado el marco analítico tradicional hacia modelos más sostenibles (DWS Investment GmbH, 2018).

A partir de lo expuesto, surgen los siguientes interrogantes que orientan la presente investigación: ¿Es posible construir una cartera de inversión que maximice simultáneamente la rentabilidad y la responsabilidad social? ¿De qué manera pueden integrarse los criterios financieros tradicionales con los factores ASG en el proceso de selección de activos? ¿Qué herramientas metodológicas permiten estructurar una decisión de inversión considerando múltiples criterios en contextos de incertidumbre? ¿Cómo se comporta este enfoque en el marco del mercado de capitales argentino?

El objetivo general del trabajo consiste en desarrollar un enfoque teórico y metodológico que integre los fundamentos del mercado de capitales con los principios de la inversión socialmente responsable, mediante la aplicación de modelos de decisión multicriterio para la selección de carteras de acciones. Como objetivos específicos, se plantea: analizar el marco conceptual del mercado de capitales y su funcionamiento (Mishkin, 2019); estudiar los principales aportes teóricos en materia de inversión (Graham, 1949; Lynch, 1989; Fama, 1970); examinar el rol de los factores ASG en la toma de decisiones (CNV, 2021; PRI, 2020); y diseñar una propuesta metodológica que permita evaluar y seleccionar activos considerando simultáneamente variables financieras y criterios de sostenibilidad.

Finalmente, el trabajo se estructura de la siguiente manera: en el Capítulo 1 se desarrolla el marco teórico del mercado de capitales, sus funciones, instrumentos y principales enfoques conceptuales. En el Capítulo 2 se aborda la inversión socialmente responsable, sus fundamentos, estrategias y evolución en el contexto argentino e internacional. En el Capítulo 3 se analizan las fuentes de información obligatoria y voluntaria, junto con los marcos teóricos que explican su relevancia en el proceso inversor. Posteriormente, se presenta la propuesta metodológica basada en modelos de decisión multicriterio aplicada a la selección de carteras de acciones. Finalmente, se exponen las conclusiones y aportes del trabajo.

Capítulo 1, Marco Teórico y Fundamentos del Mercado de Capitales

1. Introducción

El mercado de capitales constituye una herramienta fundamental para el desarrollo económico, ya que permite conectar el ahorro disponible en la economía con las oportunidades de inversión productiva (Mishkin, 2019; Levine, 2005). Desde una perspectiva de contabilidad y auditoría, su estudio resulta esencial debido a su estrecha vinculación con la información financiera, la transparencia y el proceso de toma de decisiones económicas.

A tal efecto, autores como Graham (1949) y Lynch (1989) aportan estrategias y criterios concretos para evaluar inversiones en acciones basadas en fundamentos contables y financieros. También, el autor Fama (1970), corresponde destacar porque, introduce la teoría de los mercados eficientes, que sostiene que los precios de los activos reflejan toda la información disponible. Por otra parte, autores contemporáneos argentinos como Erpen (2014), D'Attellis (2020), y D'Amato et al. (1999) abordan la evolución institucional y los desafíos propios del mercado de capitales argentino.

Sobre estas bases, el presente capítulo analiza el marco conceptual y los fundamentos teóricos del mercado de capital, efectúa una revisión teórica de autores fundamentales y su contribución a la temática objeto de estudio, particulariza el análisis para el mercado de capital en Argentina y finalmente describe los aspectos a tener en cuenta para la evaluación económica financiera para una inversión en acciones.

2. Marco conceptual y fundamentos teóricos del mercado de capitales

El mercado de capitales no solo cumple una función transaccional, sino también una función institucional, disciplinadora y asignativa dentro de la economía (Mishkin, 2019; Levine, 2005). Su funcionamiento se sustenta en la interacción entre distintos agentes, la disponibilidad de información y la existencia de marcos regulatorios que garanticen transparencia y eficiencia.

Desde la perspectiva económica, los mercados financieros reducen costos de transacción y asimetrías de información, permitiendo una asignación más eficiente de los recursos (Mishkin,

2019). En este sentido, Levine (2005) sostiene que el desarrollo financiero impacta positivamente en el crecimiento económico al facilitar la movilización del ahorro hacia inversiones productivas.

En economías emergentes como Argentina, el mercado de capitales presenta limitaciones estructurales vinculadas a la volatilidad macroeconómica, la inestabilidad institucional y la baja participación inversora (Erpen, 2014; D'Attellis, 2020).

A su vez, el marco teórico del mercado de capitales se sostiene en la interacción entre oferta y demanda de fondos, la transparencia informativa, la gestión del riesgo y la regulación financiera. A continuación, se desarrollan cada uno de estos ejes, para comprender el entorno económico que estructura el proceso decisorio del inversor bursátil.

2.1 Definición y función económica

El mercado de capitales puede definirse como el ámbito institucional donde se negocian instrumentos financieros destinados al financiamiento de largo plazo (Mishkin, 2019).

De acuerdo con la literatura financiera, cumple funciones clave (Mishkin, 2019; Strong, 2005):

- **Canalización del ahorro hacia la inversión productiva:** El mercado de capitales actúa como un puente entre los agentes que poseen excedentes de fondos (ahorristas) y aquellos que requieren financiamiento para proyectos productivos (empresas y gobiernos).

A través de instrumentos como acciones, obligaciones negociables o fideicomisos financieros, transforma el ahorro disperso en capital disponible para actividades económicas de largo plazo, impulsando el crecimiento económico.

- **Asignación eficiente de recursos financieros (Levine, 2005):** Mediante la interacción entre oferta y demanda de instrumentos, el mercado distribuye los recursos hacia los proyectos que presentan mejores expectativas de rendimiento y menor riesgo relativo.

La competencia entre emisores y la evaluación de los inversores generan un mecanismo de selección donde el capital fluye hacia los usos más productivos, contribuyendo a la eficiencia económica global.

- **Formación de precios basada en información (Fama, 1970):** Los mercados permiten que la información relevante —financiera, económica, sectorial o global— se incorpore rápidamente al valor de los activos.

Bajo el principio de eficiencia informacional, los precios reflejan las expectativas agregadas sobre flujos futuros y riesgos asociados, funcionando como un indicador clave para la toma de decisiones tanto de emisores como de inversores.

- Diversificación del riesgo (Markowitz, 1952): El mercado de capitales ofrece una variedad de instrumentos que permiten a los inversores administrar su exposición al riesgo mediante la diversificación de portafolios. Al distribuir inversiones en distintos sectores, países o clases de activos, se reduce el riesgo no sistemático y se optimizan combinaciones riesgo–retorno, de acuerdo con la teoría moderna de portafolios.
- Fomento de la transparencia y disciplina corporativa (CNV, 2021): Los emisores que acceden al mercado deben cumplir requisitos regulatorios: divulgación de estados contables, información relevante, gobierno corporativo, auditorías, entre otros. Esto incentiva, prácticas más transparentes, mejora la calidad de la gestión y protege a los inversores, generando un ambiente de mayor confianza y credibilidad para el sistema financiero en su conjunto.

Más allá de las funciones destacadas, Strong (2005) sostiene “que el mercado de capitales cumple un rol esencial en la formación de precios y la provisión de liquidez, permitiendo a los agentes acceder a instrumentos de financiamiento y ahorro”.

2.2 Instrumentos financieros y agentes participantes

El mercado de capitales argentino —al igual que los mercados internacionales— cuenta con una amplia gama de instrumentos financieros que permiten a los inversores diversificar riesgos, acceder a retornos diferenciados y participar en estructuras de financiamiento corporativo y estatal.

En una apretada síntesis entre los instrumentos más relevantes se destacan:

a) Las Acciones que representan una participación patrimonial en una empresa. Su análisis requiere evaluar rentabilidad esperada, volatilidad, riesgos, políticas de dividendos y perspectivas del sector. Para Graham (1949), la acción debe analizarse como un “título de propiedad” sobre un negocio real, no como un mero papel especulativo”.

b) Las Obligaciones Negociables (ON) que son títulos de deuda emitidos por empresas. Su valoración depende de tasas de interés, riesgo crediticio y estructura de amortización. En Argentina, este instrumento ha ganado relevancia a partir de la Ley de Financiamiento Productivo.

c) Los Fondos Comunes de Inversión (FCI) que permiten acceder a carteras diversificadas gestionadas profesionalmente. En este sentido, Lynch (1989) destaca “que los fondos son útiles para inversores sin tiempo o conocimiento profundo para analizar individualmente cada activo”.

d) Los Fideicomisos Financieros que son instrumentos utilizados para securitización y financiamiento estructurado, claves para sectores como consumo masivo, agroindustria y energía.

e) Los Derivados (opciones y futuros) que son utilizados para cobertura y especulación. En mercados emergentes, su adopción suele ser gradual debido a la necesidad de infraestructura tecnológica y transparencia.

Por su parte, los agentes participantes en el mercado de capitales son:

- Inversores minoristas y corporativos: Son los demandantes de instrumentos financieros, en caso de los inversores minoristas son aquellos individuos que invierten sus ahorros para obtener rentabilidad o preservar valor. En caso de los inversores Corporativos / institucionales son empresas, fondos comunes, aseguradoras o fondos de pensión que administran grandes volúmenes de capital y poseen estrategias más sofisticadas. Su rol es fundamental porque aportan liquidez y determinan la demanda del mercado.

- Entidades financieras y ALyCs (Agentes de Liquidación y Compensación): Son intermediarios autorizados a operar en el mercado. Las ALyCs ejecutan órdenes de compra y venta por cuenta de terceros o propia, custodian activos, administran cuentas comitentes y garantizan el cumplimiento de operaciones. Las entidades financieras también pueden actuar como colocadoras, estructuradoras de instrumentos y participantes del sistema de pagos. Su función es asegurar la correcta ejecución, registro y liquidación de las transacciones.

- Sociedades emisoras: Son las empresas, fideicomisos, pymes o entidades públicas que emiten valores negociables (acciones, ON, cheques de pago diferido, etc.) para obtener financiamiento.

- Aportan la oferta de instrumentos y deben cumplir normas de transparencia, divulgación y gobierno corporativo para acceder al mercado.

- Reguladores (CNV, BCRA): La CNV (Comisión Nacional de Valores) es el organismo encargado de supervisar, regular y fiscalizar el mercado de capitales, resguardando la protección del inversor y garantizando prácticas transparentes. Por su parte el BCRA (Banco Central), es quien regula al sistema financiero, controla la política monetaria y fija normas que impactan en las entidades financieras que también participan en el mercado. Ambos organismos aseguran estabilidad, integridad y buen funcionamiento del sistema.

- Mercados y cámaras compensadoras (BYMA, MAE): Son las plataformas donde se negocian los instrumentos financieros y donde se registran las operaciones. Los mercados (BYMA, MAE) proveen infraestructura tecnológica, reglas de operación y mecanismos de difusión de precios y las cámaras compensadoras administran el riesgo de contraparte y garantizan el cumplimiento de las operaciones mediante sistemas de liquidación y garantías.

Constituyen el núcleo operativo del mercado de capitales.

- Calificadoras de riesgo son entidades independientes que evalúan la solvencia y capacidad de pago de los emisores y de sus instrumentos, asignando calificaciones crediticias.

Su función mejora la transparencia del mercado, reduce asimetrías de información y permite a los inversores valorar el riesgo de manera más precisa.

Corresponde destacar que la interacción de estos actores genera un ecosistema financiero donde confluyen intereses objetivos y expectativas subjetivas, afectando la formación de precios y la liquidez.

2.3 Mercado primario y secundario

El mercado de capitales se estructura en dos grandes segmentos operativos: el mercado primario y el mercado secundario. Ambos cumplen funciones complementarias en el proceso de financiamiento, asignación de recursos, formación de precios y liquidez dentro del sistema financiero. Aunque difieren en su naturaleza, los dos son esenciales para el funcionamiento eficiente del mercado y para la integración entre ahorristas, intermediarios y emisores.

2.3.1. Mercado Primario. Siguiendo Fama (1970) podemos considerar que el mercado primario es el ámbito en el que los instrumentos financieros se emiten por primera vez y se colocan entre los inversores. A través de este mercado, las empresas, organismos públicos, PyMEs o entidades financieras obtienen capital fresco, ya sea bajo la forma de fondos propios (acciones) o financiamiento mediante deuda (obligaciones negociables, fideicomisos financieros, etc.).

Las Características principales se sustentan en:

- Colocación inicial de valores negociables: los activos nacen jurídicamente en este mercado. Es el único momento en el cual el emisor recibe directamente los fondos.

- Intervención de intermediarios: suele existir la participación de entidades financieras, AlyCs, bancos de inversión, estructuradores y colocadores que organizan, distribuyen y garantizan la colocación.

- Proceso regulado y transparente: la emisión está supervisada por la CNV u organismos regulatorios equivalentes. Requiere presentación de prospectos, estados financieros auditados, información relevante, calificaciones de riesgo, entre otros.

Respecto a la Función económica podemos mencionar:

- Financiamiento de largo plazo: permite a los emisores obtener recursos para inversiones productivas, expansión, capital de trabajo o refinanciación de pasivos.

- Transformación del ahorro en inversión: canaliza el ahorro de los inversores hacia proyectos reales con impacto en el crecimiento económico.

- Asignación inicial del riesgo: los inversores evalúan la calidad del emisor, sus perspectivas y la estructura del instrumento.

Las principales modalidades de colocación consisten en:

- Oferta pública primaria: emisión registrada y disponible para el público inversor en general.

- Colocación privada: dirigida a inversores institucionales o calificados.

- Subastas, licitaciones o colocaciones “*book building*”: mecanismos utilizados para determinar precios y cantidades asignadas.

En síntesis, el mercado primario es el motor de financiamiento del sistema. Sin este segmento, los emisores no podrían obtener recursos y el mercado perdería su rol económico central.

2.3.2 Mercado Secundario. De acuerdo con Erpen (2014) el mercado secundario es el ámbito donde los instrumentos financieros previamente emitidos en el mercado primario son comprados y vendidos entre inversores. Aquí, los emisores no participan directamente ni reciben fondos adicionales. La función esencial del mercado secundario es proporcionar liquidez, transparencia y descubrimiento de precios.

Entre sus Características principales podemos mencionar:

- Transferencia de propiedad: los valores cambian de manos entre tenedores, sin afectar al emisor original.

- Formación continua de precios: las cotizaciones reflejan expectativas, información relevante, noticias económicas, resultados empresariales y condiciones globales del mercado.

- Alta liquidez y profundidad: la existencia de múltiples compradores y vendedores permite ejecutar operaciones rápidamente y con menor costo de transacción.

En cuanto a su función económica cabe destacar:

- Liquidez para los inversores: permite transformar activos en dinero sin necesidad de esperar su vencimiento. Cuanta más liquidez haya, más atractivo será invertir en el mercado primario.

- Valorización eficiente: los precios en el mercado secundario generan señales que orientan decisiones de inversión, financiamiento y gestión empresarial.

- Reducción del riesgo: gracias a la posibilidad de desinvertir o cambiar posiciones, los inversores pueden ajustar sus portafolios frente a nuevas condiciones del mercado.

Dentro de este mercado sus actores relevantes son:

- Mercados y plataformas de negociación: BYMA, MAE, bolsas regionales y sistemas electrónicos.

- ALyCs y entidades financieras: intermediarios encargados de ejecutar órdenes, custodiar activos y garantizar la liquidación.

- Cámaras compensadoras: aseguran la liquidación y administran el riesgo de contraparte.

- Inversores individuales e institucionales: aportan liquidez y determinan el equilibrio del mercado.

El mercado secundario retroalimenta al mercado primario ya que un mercado secundario líquido y transparente incrementa la confianza de los inversores, reduce el costo de financiamiento para los emisores y mejora la asignación de recursos. En sentido opuesto, un mercado secundario con poca profundidad o baja credibilidad puede limitar el desarrollo del mercado primario y elevar el costo del capital.

El mercado primario y secundario cumplen roles diferenciados pero complementarios.

- El primario canaliza fondos hacia los emisores y permite la creación de nuevos instrumentos.

- El secundario otorga liquidez, facilita la formación de precios y permite la negociación continua entre inversores.

Ambos constituyen pilares fundamentales del mercado de capitales moderno y son esenciales para promover un sistema financiero eficiente, transparente y capaz de sostener el crecimiento económico.

En este sentido, Erpen (2014), considera que “un mercado secundario profundo es indicador de confianza y desarrollo financiero, ya que reduce la percepción de riesgo para nuevos inversores”.

3. Aportes, contribuciones y revisiones teóricas de autores sobre el mercado de capitales

El análisis del mercado de capitales requiere integrar perspectivas teóricas y prácticas, de allí que es importante considerar los aportes conceptuales de diferentes autores que han estudiado dicha temática, estableciendo puentes entre teoría financiera, comportamiento de los inversores, y la evidencia empírica en mercados desarrollados y emergentes.

En esta línea, una mirada al estudio de Graham, Lynch y Fama permite abordar tres dimensiones clave del mercado

1. la valoración basada en fundamentales es un enfoque teórico y práctico dentro del análisis financiero que busca determinar el valor intrínseco de un activo — principalmente acciones— a partir de los factores económicos, financieros y operativos que influyen en la capacidad de generación de flujos futuros por parte de una empresa. Graham (1949)

2. la estrategia de inversión basada en la observación y el conocimiento del negocio, también conocida como “*invest in what you know*” o estrategia de inversión por entendimiento del negocio— es un enfoque que propone que el inversor debe centrarse en empresas, sectores o modelos de negocio que comprende profundamente, basando sus decisiones de inversión en información cualitativa, observación del entorno económico, conocimiento del mercado, análisis competitivo y experiencia personal. Lynch (1989) y

3. la dinámica informativa y eficiencia en la formación de precios que se refieren al proceso mediante el cual la información disponible —pública o privada— es incorporada en los precios de los activos financieros. Dentro del mercado de capitales, este concepto es fundamental para comprender cómo los precios reflejan expectativas, riesgos y cambios económicos, y constituye uno de los pilares centrales de la teoría financiera moderna. Fama (1970)

A su vez, el desarrollo contemporáneo incorpora el enfoque de finanzas conductuales, el cual aporta una explicación alternativa a la hipótesis de racionalidad perfecta.

3.1 Benjamin Graham – El enfoque racional del valor intrínseco

Benjamin Graham es reconocido como el padre del *value investing*. Su obra “The Intelligent Investor” (1949) se caracteriza porque sostiene que la inversión debe basarse en el análisis profundo de los fundamentos económicos y financieros de la empresa, buscando discrepancias entre el precio de mercado y el valor intrínseco. Los elementos centrales de su teoría son:

- Margen de seguridad: que es la diferencia entre el valor intrínseco y el precio de mercado, y que funciona como protección frente a errores de estimación.
- Valor intrínseco: es la estimación del valor real del negocio a partir de sus flujos de caja, activos netos y capacidad de generación de beneficios futuros.
- Disciplina y paciencia: el precio de mercado puede ser irracional en el corto plazo; el inversor debe mantenerse fiel al análisis objetivo.
- El mercado como "Señor Mercado": constituye la metáfora para ilustrar la naturaleza irracional y volátil del mercado, ofreciendo oportunidades cuando predomina el pánico.

Corresponde destacar que la perspectiva de Graham resalta la estrecha vinculación entre contabilidad y valuación financiera: los estados contables auditados constituyen la base para determinar si una acción está sobrevaluada o subvaluada.

A su vez, en mercados emergentes como Argentina, donde la volatilidad macroeconómica y los ciclos especulativos son frecuentes, su enfoque adquiere especial relevancia, ya que exige fundamentos sólidos para tomar decisiones racionales.

3.2 Peter Lynch – Conocimiento, observación y crecimiento sostenible

Peter Lynch, por su parte, popularizó un enfoque accesible para inversores individuales en *One Up on Wall Street* (1989). Su premisa central es que los inversores minoristas pueden identificar oportunidades antes que los analistas institucionales si están atentos a empresas y sectores de su experiencia cotidiana. Los principios clave de Lynch son:

- "Invertí en lo que conoces": el inversor puede detectar empresas con crecimiento potencial observando el mercado real.
- Clasificación estratégica de acciones:
 - ✓ *Slow growers* (crecimiento lento)
 - ✓ *Stalwarts* (empresas consolidadas)
 - ✓ *Fast growers* (alto crecimiento)
 - ✓ *Cíclicas*

- ✓ *Turnarounds* (recuperación)
- ✓ *Asset plays* (empresas cuyo valor no está reflejado en los estados financieros)

- Relación Precio/Ganancias ajustada al crecimiento (PEG): métrica comparativa entre precio, ganancias y expectativa de crecimiento.

Lynch se caracteriza porque combina análisis fundamental con observación directa del entorno económico. Su ideología resulta particularmente útil en mercados con baja cobertura analítica como el argentino, donde muchas compañías de mediana capitalización no son investigadas sistemáticamente por grandes fondos.

3.3 Eugene Fama – Hipótesis del mercado eficiente (EMH)

Eugene Fama introduce en 1970 la Efficient Market Hypothesis (EMH), que sostiene que los precios incorporan toda la información disponible, lo que limita la posibilidad de obtener beneficios extraordinarios ajustados por riesgo. Destaca diferentes niveles de eficiencia y ellos son:

- Débil: los precios reflejan información pasada.
- Semifuerte: reflejan información pública.
- Fuerte: reflejan incluso información privada.

La implicancia principal es que estrategias como el análisis técnico o incluso el análisis fundamental tendrían utilidad limitada en mercados altamente eficientes. Sin embargo, la evidencia empírica en mercados emergentes, incluido Argentina, indica que la eficiencia suele ser parcial, predominando ineficiencias relacionadas con:

- baja liquidez,
- concentración de mercado,
- menor transparencia informativa, y
- intervenciones regulatorias frecuentes.

3.4 Finanzas conductuales y críticas contemporáneas a la eficiencia

Las finanzas conductuales incorporan factores psicológicos en la toma de decisiones (Kahneman & Tversky, 1979). Entre los principales sesgos se encuentran:

- Aversión a la pérdida: se manifiesta cuando los inversores evitan vender activos con pérdidas, esperando que recuperen su valor, aun cuando la información indica lo contrario. Esto puede llevar a mantener portafolios subóptimos y demorar decisiones racionales.
- Exceso de confianza da lugar a que los inversores sobreestimen su capacidad para predecir el mercado o seleccionar activos ganadores. Esto suele generar operaciones excesivas, subestimación del riesgo y concentración en pocos activos. También lleva a ignorar señales negativas o a creer que se tiene “información superior”.
- Efecto manada consiste en imitar el comportamiento de la mayoría sin realizar un análisis propio. En los mercados, este sesgo alimenta burbujas financieras, compras masivas en momentos de euforia o ventas generalizadas en pánicos, independientemente del valor fundamental de los activos.
- Anclaje en precios pasados lleva a que los inversores suelen pensar que un activo “vale lo que valía antes”, aun cuando las condiciones hayan cambiado. Esto afecta la evaluación del valor intrínseco y puede generar expectativas irreales de recuperación.
- Ilusión de control ocurre cuando los inversores creen que pueden influir o predecir resultados que, en realidad, dependen del azar o del mercado en su conjunto. Este sesgo lleva a realizar operaciones innecesarias, tomar riesgos excesivos y sobreestimar la capacidad para anticipar movimientos de precios, especialmente en entornos volátiles.

En mercados como Argentina, estos sesgos se exageran debido a la inestabilidad macroeconómica, fortaleciendo el argumento de que la EMH no describe completamente el comportamiento del mercado local.

4. Mercado de capitales en Argentina

El mercado de capitales argentino ha experimentado una evolución marcada por ciclos de expansión, crisis financieras, reformas regulatorias y procesos de modernización tecnológica. Su desarrollo histórico refleja tanto los avances institucionales como las limitaciones estructurales que condicionan su capacidad para funcionar como un canal eficiente de financiamiento de largo plazo.

A diferencia de mercados desarrollados, donde la participación del mercado de capitales en el financiamiento corporativo supera ampliamente al crédito bancario, Argentina presenta una estructura inversa: las empresas dependen mayormente del sistema bancario y del

financiamiento interno. La razón principal radica en factores macroeconómicos; “inflación persistente, volatilidad cambiaria y ciclos de desconfianza” que afectan el horizonte de inversión y restringen la profundidad del mercado.

4.1 Evolución normativa y etapa de desregulación

La década de 1990 marcó un punto de inflexión con la desregulación financiera y la apertura económica. Autores, tales como, D'Amato et al. (1999) señalan que este período permitió la modernización del mercado local, incorporando prácticas de mayor transparencia, acceso a financiamiento internacional y normas destinadas a fortalecer la seguridad jurídica.

Sin embargo, el ciclo terminó abruptamente con la crisis de 2001-2002, que deterioró la confianza en el sistema financiero y provocó una fuerte contracción en la participación inversora. Los años posteriores vieron un resurgimiento gradual, impulsado principalmente por cambios regulatorios, avances tecnológicos y mayor integración con mercados globales.

4.2 Marco regulatorio contemporáneo: CNV y reformas recientes

La Ley 26.831 de Mercado de Capitales estableció un marco regulatorio moderno orientado a proteger al inversor, fomentar la transparencia y promover el financiamiento productivo. Entre sus objetivos centrales se destacan:

- profundizar el mercado financiero local,
- promover la inclusión de inversores minoristas,
- estimular la competencia entre mercados,
- fortalecer el rol de supervisión de la Comisión Nacional de Valores (CNV).

Posteriormente, la Ley 27.440 de Financiamiento Productivo introdujo modificaciones adicionales para incentivar la emisión de instrumentos destinados a pymes, securitización y financiamiento estructurado.

Por su parte, la CNV actúa como autoridad regulatoria, supervisando a emisores, intermediarios y vehículos de inversión. Su función es garantizar la transparencia, el cumplimiento normativo y la protección del inversor minorista, elementos fundamentales para construir confianza en el mercado.

4.3 Infraestructura del mercado: BYMA, MAE y sistemas de compensación

La creación de BYMA (Bolsas y Mercados Argentinos) consolidó la infraestructura tecnológica del mercado, integrando operaciones y compensación en una plataforma moderna y así junto con el Mercado Abierto Electrónico (MAE), conforma el núcleo operativo del sistema bursátil argentino. La existencia de estos entes facilita:

- estandarización de operaciones,
- mejora en procesos de liquidación y compensación,
- acceso más amplio a herramientas financieras,
- adopción de estándares internacionales.

4.4 Características estructurales y desafíos del mercado local

No obstante, a los avances, el mercado de capitales argentino enfrenta desafíos persistentes, tales como:

- Baja profundidad y liquidez relativa respecto de otros mercados regionales, como, por ejemplo, Brasil y Chile.
- Alta dolarización de expectativas, producto de una historia de inestabilidad cambiaria.
- Volatilidad macroeconómica, que desalienta la planificación financiera de largo plazo.
- Escasa participación del público general, aunque con crecimiento reciente.
- Predominio del ahorro fuera del sistema financiero formal, debido a la desconfianza institucional.

Los CEDEARs (Certificado de Depósito Argentinos) han ganado protagonismo como vehículo de cobertura cambiaria y diversificación internacional, reflejando la preferencia del inversor local por activos denominados en moneda dura.

4.5 Tendencias recientes

En los últimos años se observa:

- Una mayor digitalización del acceso a inversiones (home banking, apps, ALyCs digitales),
- Un crecimiento sostenido en el volumen negociado de CEDEARs,
- Una expansión de instrumentos para pymes (ON simples, FCI productivos),
- Una participación creciente de jóvenes inversores,
- Un desarrollo incipiente de *fintechs* y plataformas de inversión.

Estas transformaciones sugieren un proceso de evolución estructural en curso, aunque condicionado por variables macroeconómicas y regulatorias.

5. Evaluación económica y financiera para inversión en acciones

El análisis económico y financiero constituye el núcleo del proceso decisorio para la inversión en acciones. Desde la perspectiva contable y financiera, implica evaluar capacidad de generación de valor, estabilidad operativa, calidad de resultados y posicionamiento estratégico en el sector. Siguiendo las ideas de (Mishkin, 2019), el análisis debe articular variables cuantitativas “ratios financieros, múltiplos bursátiles, modelos de valuación” con elementos cualitativos como gobierno corporativo, competitividad, riesgos regulatorios y estructura del negocio y factores ambientales, sociales y de buen gobierno corporativo (ASG).

El objetivo del inversor es estimar el valor intrínseco y contrastarlo con el precio de mercado (Graham, 1949). Si el valor estimado supera al precio, la acción puede considerarse subvaluada y susceptible de compra.

5.1 Ratios financieros fundamentales

Los ratios financieros permiten interpretar la salud económica de la empresa y proyectar su desempeño. En el análisis hay que considerar los siguientes ratios:

Rentabilidad

- $\text{ROE (Return on Equity)} = \text{Utilidad neta} / \text{Patrimonio neto}$

Mide la capacidad de la empresa de generar ganancias sobre el capital aportado por los accionistas.

- $\text{ROA (Return on Assets)} = \text{Utilidad neta} / \text{Activos totales}$

Evalúa la eficiencia en el uso de los recursos económicos.

Estructura financiera y solvencia

- $\text{Deuda sobre patrimonio} = \text{Pasivo total} / \text{Patrimonio neto}$

Indica el nivel de apalancamiento.

- $\text{Cobertura de intereses} = \text{EBIT} / \text{Gastos financieros}$

Refleja la capacidad de cubrir obligaciones financieras.

Eficiencia operativa

- $\text{Margen EBITDA} = \text{EBITDA} / \text{Ventas}$
- $\text{Rotación de activos} = \text{Ventas} / \text{Activos totales}$

5.2 Múltiplos bursátiles

Los múltiplos permiten comparar valoraciones relativas.

- $\text{P/E (Price/Earnings)} = \text{Precio} / \text{Ganancia por acción}$
- $\text{P/BV (Price/Book Value)} = \text{Precio} / \text{Valor libro por acción}$
- $\text{EV/EBITDA} = \text{Valor de la empresa} / \text{EBITDA}$
- $\text{PEG} = \text{P/E} / \text{Crecimiento proyectado}$

Lynch asigna prioridad al PEG para identificar *growth stocks* con precio razonable.

5.3 Modelos de valuación

El modelo de flujo descontado (DCF) proyecta flujos futuros y los descuenta a una tasa que refleja el riesgo. Graham (1949) destaca la importancia del margen de seguridad frente a posibles errores de estimación.

El CAPM se utiliza para determinar el costo del capital propio:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

En Argentina, este modelo se ajusta para incorporar el riesgo país, dado que la tasa libre de riesgo local no refleja estabilidad de largo plazo. Frecuentemente se usa la tasa del Tesoro estadounidense como R_f y se adiciona el riesgo soberano argentino.

5.4 Consideraciones para mercados emergentes

Los mercados emergentes presentan desafíos particulares en valuación:

- Tasa de descuento elevada por riesgo país
- Mayor volatilidad cambiaria
- Ciclos políticos y regulatorios inestables
- Inflación y contabilidad ajustada por inflación (NIC 29)

Estos factores inciden en la percepción de riesgo y la prima exigida por los inversores.

6. Consideraciones conductuales en la toma de decisiones

La teoría financiera tradicional asume racionalidad plena en los agentes económicos. Sin embargo, la evidencia empírica (Kahneman & Tversky, 1979), demuestra que las decisiones de inversión están influenciadas por procesos psicológicos, heurísticas y sesgos cognitivos que pueden alejar al inversor del comportamiento óptimo.

Las finanzas conductuales (*behavioral finance*) incorporan aportes de la psicología cognitiva y explican anomalías observadas en los mercados. Desde este punto de vista, Kahneman y Tversky (1979) introdujeron la *Prospect Theory*, argumentando que los individuos valoran las pérdidas más intensamente que las ganancias de magnitud equivalente. Este principio resulta clave en inversiones bursátiles, donde la aversión a la pérdida puede generar decisiones excesivamente conservadoras o reactivas.

En Argentina, la volatilidad macroeconómica, los episodios de crisis recurrentes y la memoria inflacionaria generan patrones conductuales distintivos. Entre ellos podemos citar:

- Preferencia marcada por instrumentos dolarizados o ligados al tipo de cambio (CEDEARs, ON dólar-linked).
- Desconfianza en activos locales de largo plazo debido a la incertidumbre regulatoria.
- Sesgo de huida hacia activos externos en períodos de estrés financiero.

En este sentido, Erpen (2014) sostiene que “la falta de educación financiera y la experiencia histórica de inestabilidad institucional afectan la conducta del inversor argentino,

favoreciendo decisiones defensivas y de corto plazo”. Este comportamiento limita la profundización del mercado y su capacidad de actuar como motor de financiamiento.

7. El rol de la información contable y la auditoría en los mercados

El vínculo entre mercados de capitales y la contabilidad es esencial. Considerando (CNV, 2021), los estados financieros constituyen la principal fuente de información para evaluar el desempeño, los riesgos y las perspectivas de empresas cotizantes. Por su parte, La auditoría aporta confiabilidad y reduce asimetrías de información, mejorando la eficiencia del mercado (Fama, 1970), de tal manera esta calidad y transparencia de la información impacta directamente en la formación de precios y en el nivel de confianza del mercado.

Los informes contables auditados aportan credibilidad y fiabilidad al proceso de valuación. La auditoría financiera asegura que los estados sean razonables, estén libres de errores materiales y cumplan con las normas vigentes. Los aspectos clave para el inversor son:

- Políticas contables aplicadas y consistencia con NIIF.
- Revelaciones obligatorias y notas explicativas.
- Reconocimiento de ingresos y gastos.
- Valuación de activos y deterioro.
- Reconocimiento de pasivos y contingencias.
- Exposición cambiaria y política de cobertura.
- Flujo de efectivo y capacidad de generación de caja.

En el caso argentino, la adopción plena de NIIF y la aplicación de la normativa argentina unificada sobre ajuste por inflación contable resultan decisivas. La inflación sostenida afecta significativamente la comparabilidad y análisis temporal de información, requiriendo interpretación profesional.

7.1 Relación entre auditoría, gobierno corporativo y eficiencia del mercado

Una adecuada gobernanza corporativa reduce riesgos de manipulación contable y favorece decisiones de inversión informadas. Las firmas con mayor transparencia y controles robustos suelen exhibir menor costo de capital, ya que generan mayor confianza entre inversores.

En mercados emergentes, donde las asimetrías informativas son más pronunciadas, el rol del auditor como garante de la veracidad de información resulta aún más relevante. Su función

se alinea con la teoría de Fama (1970): quien sostiene que “mayores niveles de información pública disponible tienden a mejorar la eficiencia del mercado”.

Capítulo 2, La Inversión Socialmente Responsable

1. Introducción

La inversión socialmente responsable (ISR) tiene sus orígenes en motivaciones éticas, morales y religiosas que buscaban orientar el capital hacia actividades alineadas con determinados valores sociales (EUROSIF, 2006; Royo, 2006). Con el tiempo, este enfoque evolucionó hacia un modelo más estructurado que integra criterios financieros con variables ambientales, sociales y de gobernanza (ASG), consolidándose como una estrategia relevante dentro del mercado de capitales.

En este sentido, la ISR se fundamenta en la premisa de que la incorporación de factores ASG no solo responde a consideraciones éticas, sino que también contribuye a mejorar el análisis de riesgos y la rentabilidad de las inversiones en el largo plazo (BlackRock Investment Institute, 2019; DWS Investment GmbH, 2018). Como señala Coll Morales (2023), este enfoque busca simultáneamente generar rendimiento económico y promover el bienestar social y ambiental.

El presente capítulo considera la definición de la Inversión Socialmente Responsable, efectúa una revisión de la literatura en relación a dicho concepto, importancia, ventajas de la ISR y principios, estrategias de Inversión Socialmente Responsable, beneficios de la Inversión Socialmente Responsable, La Inversión Socialmente Responsable en Argentina y sus perspectivas futuras. Criterios y fundamentos indispensables a la hora de seleccionar una cartera de acciones bajo esta filosofía de inversión.

2. Definición de Inversión Socialmente Responsable

La inversión socialmente responsable puede definirse como una estrategia que, además de considerar criterios financieros tradicionales como riesgo, rentabilidad y liquidez, incorpora factores ambientales, sociales y de gobernanza en el proceso de toma de decisiones (CNV, 2021).

De manera similar, los Principles for Responsible Investment (PRI) definen la ISR como la integración sistemática de criterios ASG en la gestión de inversiones, combinando objetivos financieros con consideraciones extra-financieras (PRI, 2020).

La consideración de los factores ambientales en la toma de decisiones de inversión se refiere a incorporar los riesgos y las oportunidades asociadas a las cuestiones ambientales de la compañía. De igual modo, la integración de los factores sociales requiere la consideración de los

riesgos y oportunidades sociales que pueden incidir en el desempeño de la empresa. A su vez, la inclusión de los factores de gobernanza implica considerar cómo la compañía gestiona su gobierno corporativo. En este marco, la dimensión ambiental incluye aspectos como la gestión de recursos naturales, el impacto ecológico y la mitigación del cambio climático; la dimensión social abarca las relaciones laborales, el respeto por los derechos humanos y el impacto en la comunidad; y la gobernanza se vincula con la transparencia, la estructura organizacional y las prácticas de gestión corporativa (CNV, 2021).

Asimismo, Navarro y González (2009) destacan que la sostenibilidad constituye un factor clave para el crecimiento a largo plazo del valor de las empresas, al mejorar la eficiencia, reducir riesgos y fortalecer la transparencia.

En Argentina, si bien la inversión socialmente responsable aún está en desarrollo, se observa un creciente interés por parte de inversores institucionales y analistas financieros en realizar este tipo de inversiones e impulsar a las empresas a generar mayor y mejor información ASG. Esto se respalda con distintas iniciativas como los Principios de Inversión Responsable (PRI) como señala CNV (2021), que cuentan con el apoyo de la ONU y son considerados líderes en el fomento de la inversión responsable.

3. Alcances de la Inversión Socialmente Responsable: Revisión de la literatura

Diversos autores e instituciones, tanto a nivel nacional como internacional, han analizado el alcance y la evolución de la inversión socialmente responsable (ISR), destacando su carácter integral dentro del proceso de toma de decisiones financieras. En este sentido, Lozano y Albareda (2001) sostienen que la ISR constituye una filosofía de gestión que incorpora, junto a los criterios financieros tradicionales, variables ambientales, sociales y de gobernanza (ASG), promoviendo un enfoque de inversión que trasciende la maximización exclusiva de la rentabilidad económica. Desde esta perspectiva, la ISR no solo redefine los criterios de evaluación de inversiones, sino que también introduce nuevas exigencias sobre el comportamiento empresarial, orientadas a la generación de valor sostenible.

En línea con lo anterior, la Comisión Nacional de Valores (CNV, 2021) señala que las cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza han adquirido una relevancia creciente en el ámbito financiero, en la medida en que reflejan preocupaciones sociales que impactan directamente en la gestión de las inversiones. Asimismo, Puig, X. (2019) advierte que aquellas compañías que no incorporen criterios de sostenibilidad en su modelo de negocio corren el riesgo

de ser excluidas de índices de referencia y carteras de inversión, lo cual puede traducirse en una disminución de su acceso al financiamiento y en una menor rentabilidad en el largo plazo.

Desde un enfoque más amplio, el comportamiento de las empresas en materia ASG puede interpretarse como un indicador de la calidad de su gestión y de su capacidad para anticipar y gestionar riesgos futuros. En este sentido, el Grupo de Inversión de Impacto (2017) sostiene que las organizaciones que integran criterios ambientales, sociales y de gobernanza no solo mejoran su reputación, sino que también tienden a exhibir un mejor desempeño económico-financiero. A su vez, este enfoque contribuye a involucrar activamente a las empresas en el avance hacia modelos de desarrollo sostenible, reforzando su rol dentro de la economía.

En concordancia con estos planteos, Terminielli (2021) destaca que la sostenibilidad se ha consolidado como un aspecto central en las decisiones de inversión, mientras que Lucena (2023) enfatiza que, en un contexto de crecientes desafíos ambientales y sociales, las empresas comienzan a reconocer que la sostenibilidad no constituye únicamente una obligación ética, sino también un factor determinante para la generación de rentabilidad en el largo plazo. En esta misma línea, la ISR se configura como un enfoque que integra tanto criterios financieros —como liquidez, rentabilidad y riesgo— como variables ASG, no solo en el análisis de inversiones, sino también en el ejercicio de la propiedad activa por parte de los inversores (Grupo de Inversión de Impacto, 2017).

Por otra parte, la literatura reciente ha puesto especial énfasis en analizar el impacto de los factores ASG sobre el desempeño financiero. En este sentido, DWS Investment GmbH (2018) señala que la incorporación de estos factores contribuye a mejorar la gestión del riesgo y a optimizar la rentabilidad de las inversiones. De manera complementaria, el Consejo Consultivo de Finanzas Verdes (2019) advierte que la omisión de los riesgos ASG puede derivar en una incorrecta valuación de los activos, afectando negativamente el proceso de toma de decisiones. En la misma línea, PRI y UNEP Finance Initiative (2020) sostienen que la falta de consideración de estos factores puede implicar un incumplimiento del deber fiduciario por parte de los administradores de activos, al no contemplar riesgos relevantes en la gestión de inversiones.

Finalmente, la evidencia empírica refuerza la idea de que la integración de criterios ASG no solo responde a una lógica ética, sino también a una racionalidad económica. El BlackRock Investment Institute (2019) concluye que la incorporación de factores de sostenibilidad en el análisis de inversiones puede mejorar la rentabilidad de los portafolios y, al mismo tiempo, reducir su exposición a riesgos presentes y futuros. En consecuencia, las carteras que incorporan criterios ASG tienden a presentar una mayor resiliencia frente a escenarios adversos, consolidando a la ISR como un enfoque estratégico dentro del mercado de capitales contemporáneo.

4. Importancia y ventajas de la ISR

A partir de lo expuesto, es posible identificar la relevancia de la inversión socialmente responsable (ISR) y las principales ventajas asociadas a su implementación dentro del proceso de toma de decisiones financieras. En primer lugar, la ISR promueve prácticas empresariales orientadas al respeto de los derechos humanos, la protección del medio ambiente y la promoción de la equidad social, contribuyendo así a la generación de valor no solo económico, sino también social y ambiental (CNV, 2021; PRI, 2020).

En segundo lugar, la incorporación de criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) permite a los inversores identificar y mitigar riesgos no financieros que pueden impactar negativamente en el desempeño de las inversiones. Entre estos riesgos se incluyen eventos ambientales adversos, conflictos laborales y deficiencias en la gobernanza corporativa, los cuales pueden afectar la estabilidad y sostenibilidad de las organizaciones (BlackRock Investment Institute, 2019; DWS Investment GmbH, 2018).

Asimismo, la ISR se ha consolidado como una alternativa atractiva para aquellos inversores que buscan alinear sus decisiones financieras con valores éticos y sociales, integrando objetivos de rentabilidad con principios de responsabilidad y sostenibilidad (PRI, 2020). En este sentido, el crecimiento de la demanda por inversiones responsables refleja un cambio en las preferencias del inversor contemporáneo, cada vez más orientado hacia modelos de inversión con impacto positivo.

Por otra parte, el cumplimiento normativo en materia de sostenibilidad y transparencia ha adquirido una importancia creciente a nivel global. Las regulaciones vinculadas a la divulgación de información ASG y a la responsabilidad corporativa se han intensificado, impulsando a las empresas a adoptar prácticas más transparentes y alineadas con estándares internacionales. En este contexto, la ISR facilita la adecuación a estos marcos regulatorios, reduciendo riesgos legales y fortaleciendo la reputación corporativa (CNV, 2021).

Finalmente, la adopción de criterios de inversión socialmente responsable no solo mejora la imagen institucional de las empresas, sino que también actúa como un motor de innovación y competitividad. En esta línea, Camino (1993) sostiene que el desarrollo de políticas empresariales comprometidas con la sociedad y el medio ambiente puede traducirse en ventajas competitivas sostenibles, al potenciar el prestigio organizacional y generar oportunidades de crecimiento en el largo plazo. En consecuencia, la ISR se posiciona como una estrategia que integra desempeño económico y sostenibilidad, fortaleciendo la resiliencia de las empresas en entornos dinámicos y exigentes.

5. Principios de la ISR

Los Principios de Inversión Responsable (PRI), impulsados por Naciones Unidas, constituyen un marco de referencia para la integración de criterios ASG en la gestión de inversiones (PRI, 2020).

Estos PRI, que cuentan con el apoyo de la ONU y son considerados líderes en el fomento de la inversión responsable a nivel mundial, colaboran con la generación de un sistema económicamente eficiente y financieramente sostenible a escala global. Sus objetivos son, por un lado, entender el impacto de las cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza en las inversiones, y por el otro, asesorar a sus signatarios para integrar estos asuntos a sus decisiones sobre inversiones y propiedad¹

Estos principios son:

1. Incorporar las cuestiones ASG a sus procesos de análisis y de toma de decisiones en lo que se refiere a inversiones.
2. Ser pioneros en incorporar las cuestiones ASG a sus prácticas y políticas de propiedad.
3. Buscar una divulgación transparente de las cuestiones ASG por parte de las entidades en las que inviertan.
4. Promover la aceptación y aplicación de los PRI en el sector de las inversiones.
5. Trabajar en conjunto para mejorar su eficacia en la aplicación de los PRI.
6. Reportar su actividad y progreso en la aplicación de los PRI.

6. Estrategias de Inversión Socialmente Responsable

Las estrategias de ISR combinan criterios financieros con consideraciones éticas y ambientales (CNV, 2021). Siguiendo esta línea una estrategia de inversión socialmente responsable se caracteriza porque combina la rentabilidad financiera con criterios ambientales, sociales y éticos, invirtiendo en empresas que cumplen con los valores ASG. Esto se puede lograr mediante la selección negativa, esto es, excluyendo industrias perjudiciales, la selección positiva, es decir, invirtiendo en empresas con alto impacto positivo, o también invirtiendo en fondos sostenibles o la búsqueda de impacto social directo en áreas como por ejemplo energías renovables o salud.

¹ Principles for Responsible Investment. <https://www.unpri.org/>

Existen distintas estrategias de inversión socialmente responsable; entre las más importantes podemos citar a las siguientes:

**Integrar criterios ASG:* constituye el enfoque más completo. Se analizan las inversiones no sólo por su potencial financiero, sino también por sus prácticas ambientales, sociales y de gobierno corporativo.

**Selección negativa, es decir, exclusión:* consiste en evitar inversiones en industrias consideradas perjudiciales, como por ejemplo, tabaco, alcohol, juegos de azar, armas, combustibles fósiles, entre otras.

**Selección positiva, es decir, inclusión:* en este caso se buscan o eligen activamente empresas que demuestran un impacto positivo en el mundo, como por ejemplo aquellas que promueven la diversidad, la equidad o el uso de energías limpias.

**Inversión en fondos sostenibles:* en este caso se invierte en fondos, tales como Fondos Mutuos que ya tienen un mandato de inversión socialmente responsable ISR, lo que simplifica el proceso de selección.

**Fomentar la economía circular y las energías renovables:* implica invertir directamente en empresas que promueven la sostenibilidad, la eficiencia energética o el uso de recursos renovables

**Buscar impacto social directo:* consiste en canalizar fondos hacia proyectos específicos con objetivos sociales y ambientales claros, como por ejemplo, investigación médica, educación o proyectos de infraestructura sostenible..

En este sentido, la CNV (2021) señala que la ISR ha dejado de ser una estrategia marginal para convertirse en una tendencia dominante en los mercados financieros globales, por cuanto, grandes inversores internacionales han modificado sus estrategias de inversión para contar con portafolios más sostenibles, que consideren los riesgos ambientales y sociales, reconociendo que los factores relacionados a la sustentabilidad pueden afectar el crecimiento económico, los valores de los activos y los mercados financieros en general”.

7. Beneficios de la Inversión Socialmente Responsable

La Inversión Socialmente Responsable presenta beneficios no sólo para los inversores sino también para la sociedad en general. Según la Bolsa de Comercio de Chile (2017), citada por la Comisión Nacional de Valores (2021), algunos de los beneficios identificados son:

**Maximización de rentabilidades ajustadas por riesgo,* es decir, que la consideración de los factores ASG mejora la gestión del riesgo, permitiendo la generación de rendimiento sostenible a largo plazo.

**Fortalecimiento del rol fiduciario de los inversores institucionales*, significa que la integración de los factores ASG en los procesos de inversión, permitirá a los inversores tomar decisiones fundadas , y por ende, mejorar el rendimiento de su portafolio de manera coherente con sus obligaciones fiduciarias

**Contribución al desarrollo económico sostenible*, al incorporar los factores ASG, los inversores asumen una perspectiva de desarrollo a largo plazo y contribuyen a la creación de valor de forma coherente con el desarrollo sostenible del país.

**Caracterización como inversor modelo*, actualmente la sociedad exige a las compañías un mayor compromiso social, y es por ello que la inclusión de los factores ASG en la toma de decisiones financieras es concebido como un estadio óptimo de excelencia empresarial.

En definitiva, la adopción de la Inversión Socialmente Responsable en la toma de las decisiones de inversión convierte a los inversores en Inversores Socialmente Responsables que obtienen rentabilidad por su inversión e impactan positivamente en el ambiente como en la sociedad, colaborando de esta manera con el cumplimiento de los Objetivos del Desarrollo Sostenible.

8. La Inversión Socialmente Responsable en Argentina

En el caso argentino, el desarrollo de la inversión socialmente responsable (ISR) se encuentra aún en una etapa incipiente, aunque con avances significativos en materia regulatoria y de mercado. En este sentido, la Comisión Nacional de Valores (CNV, 2021) señala que el mercado de capitales local presenta un grado de madurez limitado en términos de sostenibilidad. No obstante, el propio organismo destaca la existencia de lineamientos y herramientas orientadas a fomentar la emisión de instrumentos financieros con impacto social y ambiental, tales como los valores negociables sociales, verdes y sustentables, así como la creación de paneles específicos — como el de Bonos SVS en Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA)— que permiten visibilizar este tipo de activos.

Asimismo, el Código de Gobierno Societario promueve la divulgación de prácticas empresariales vinculadas a factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG), incentivando una mayor transparencia corporativa. En este marco, BYMA, citado por la CNV (2021), sostiene que los paneles especiales de gobierno corporativo y los índices de sustentabilidad constituyen herramientas relevantes para identificar compañías con buenas prácticas de gobernanza y compromiso con la sostenibilidad.

Desde la perspectiva del inversor, el mercado argentino ofrece diversas alternativas para la construcción de carteras bajo criterios de ISR. En primer lugar, se destacan los valores negociables sociales, verdes y sustentables, que representan instrumentos de deuda cuyos fondos se destinan al financiamiento de proyectos con impacto ambiental y social positivo. Estos instrumentos cuentan, en general, con procesos de evaluación externa que permiten validar las credenciales sostenibles de los proyectos, reduciendo la asimetría de información y fortaleciendo la confianza de los inversores (CNV, 2021).

En segundo lugar, los inversores pueden optar por acciones de empresas incluidas en paneles que destacan buenas prácticas de gobierno corporativo. En este sentido, el Panel de Gobierno Corporativo de BYMA permite identificar compañías que cumplen con estándares elevados de transparencia y gestión, facilitando la selección de activos alineados con criterios ASG (CNV, 2021).

Otra alternativa relevante es la inversión en empresas que integran índices de sustentabilidad o índices ASG, los cuales incorporan criterios ambientales, sociales y de gobernanza en la selección de activos. Estos índices permiten evaluar el desempeño sostenible de las compañías y facilitan la integración de dichos criterios en las decisiones de inversión. En este sentido, la CNV (2021) señala que la inversión responsable ha dejado de ser una estrategia de nicho, y que los índices ASG se han convertido en herramientas clave para la incorporación de la sostenibilidad en las carteras de inversión.

Desde una perspectiva técnica, los índices financieros pueden definirse como conjuntos de activos diseñados para representar un mercado o estrategia específica, contruidos a partir de reglas objetivas y consistentes (BlackRock, 2019). En los últimos años, el desarrollo de métricas y calificaciones ASG ha permitido la creación de índices de sustentabilidad ampliamente utilizados tanto por inversores institucionales como minoristas, entre los que se destacan el Dow Jones Sustainability Index y el S&P 500 ESG (BlackRock, 2019).

Finalmente, otra opción relevante consiste en la inversión a través de fondos comunes de inversión (FCI) que aplican estrategias de ISR. Estos vehículos de inversión colectiva seleccionan los activos que integran sus carteras considerando tanto criterios financieros como variables ASG (CNV, 2019). Si bien comparten la estructura de los fondos tradicionales, incorporan elementos no financieros en su gestión, lo que permite una evaluación más integral del riesgo y la rentabilidad. En esta línea, la CNV (2021) establece que los activos que conforman estos fondos son seleccionados mediante un análisis combinado de riesgo–rendimiento y criterios de sostenibilidad.

Cabe destacar que, en abril de 2021, la CNV aprobó mediante la Resolución General N.º 885 un régimen específico para productos de inversión colectiva ASG y sustentables, orientado a fomentar el desarrollo de instrumentos financieros con impacto ambiental, social y de gobernanza.

Este marco regulatorio representa un avance significativo en la consolidación de la inversión responsable dentro del mercado de capitales argentino, sentando las bases para su expansión futura.

9. Perspectivas Futuras

La evolución de la inversión socialmente responsable (ISR), desde un enfoque alternativo hacia un componente central en las estrategias de inversión, refleja un cambio estructural en el paradigma financiero global. En este sentido, Terminielli (2021) sostiene que la integración entre rentabilidad y sostenibilidad no responde a una tendencia transitoria, sino a una transformación profunda del sistema financiero, impulsada tanto por un marco regulatorio más exigente como por una creciente conciencia respecto de los desafíos ambientales y sociales. Este proceso ha redefinido las expectativas de los inversores, quienes demandan cada vez más empresas capaces de combinar desempeño económico con responsabilidad social y ambiental.

La evidencia empírica sugiere que la incorporación de criterios de sostenibilidad no solo contribuye a la mitigación de riesgos, sino que también puede generar valor en el largo plazo. En este sentido, diversos estudios indican que las empresas que adoptan prácticas sostenibles y transparentes tienden a mejorar su estabilidad financiera y su posicionamiento competitivo, atrayendo a un segmento de inversores más informado y exigente (BlackRock Investment Institute, 2019; DWS Investment GmbH, 2018). De este modo, la sostenibilidad no solo fortalece el desempeño económico de las organizaciones, sino que también impulsa la consolidación de un entorno empresarial más ético y responsable.

En consecuencia, la ISR se ha consolidado como un enfoque fundamental dentro del ámbito financiero, al articular objetivos de rentabilidad con principios de sostenibilidad y ética. Este nuevo paradigma, basado en la integración de criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG), no se limita a la preservación del capital, sino que también promueve la construcción de un modelo económico más equitativo y sostenible (PRI, 2020). En este contexto, la ISR deja de ser una alternativa opcional para convertirse en una estrategia necesaria en un entorno global caracterizado por la creciente exigencia de equilibrio entre beneficios económicos y responsabilidad social.

En línea con este planteo, la inversión sostenible ha adquirido un rol protagónico en el sistema financiero contemporáneo, consolidándose como una estrategia que integra la búsqueda de rentabilidad con la generación de impacto positivo. De la Cuesta y Galindo (2019) señalan que la ISR no solo persigue la maximización de retornos financieros, sino que también busca contribuir

activamente al bienestar social y ambiental. Este enfoque se ha fortalecido a medida que los inversores reconocen que factores como el cambio climático, la sostenibilidad de los recursos y la estabilidad social poseen implicancias directas sobre el desempeño financiero en el largo plazo.

Asimismo, los inversores con horizonte de largo plazo han comenzado a incorporar de manera sistemática los criterios ASG en sus procesos de análisis. Terminielli (2021) destaca que la ISR ha dejado de ocupar un rol secundario para convertirse en un elemento estratégico dentro de la gestión de inversiones, especialmente en un contexto global marcado por la intensificación de los riesgos ambientales y sociales. En concordancia, Camino (2020) evidencia que los fondos de inversión que integran criterios ASG han logrado mantener niveles de rentabilidad competitivos, desafiando la concepción tradicional de incompatibilidad entre sostenibilidad y rendimiento financiero.

Por otra parte, la transparencia y la divulgación de información se han consolidado como pilares fundamentales de la inversión sostenible. García y Sánchez (2021) sostienen que la comunicación efectiva de políticas ASG fortalece la confianza de los inversores, al tiempo que mejora la reputación corporativa. En esta línea, Rodríguez (2020) afirma que las empresas que adoptan prácticas de divulgación proactiva son percibidas como más estables y confiables, lo que incrementa su atractivo para inversores orientados al crecimiento sostenido.

El impacto de la sostenibilidad también se extiende al ámbito de la gobernanza corporativa. Aguado et al. (2002) argumentan que la incorporación de criterios sostenibles en la estrategia y estructura organizacional contribuye a mejorar la resiliencia empresarial y su capacidad de adaptación frente a entornos cambiantes. Este enfoque permite alinear los intereses de la empresa con los de sus *stakeholders*, promoviendo modelos de negocio más equilibrados y sostenibles.

Finalmente, la inversión sostenible debe entenderse no solo como una cuestión ética, sino como una estrategia orientada a la competitividad y estabilidad financiera en el largo plazo. En este sentido, Miralles et al. (2023) evidencian que las empresas que adoptan prácticas responsables tienden a reducir la volatilidad de sus acciones y a mejorar su posicionamiento frente a inversores cada vez más informados. Esta evolución confirma la consolidación de un nuevo paradigma de inversión, en el cual la rentabilidad y la sostenibilidad se presentan como dimensiones complementarias dentro del proceso decisorio.

Capítulo 3, Fuentes de Información Obligatoria, Voluntaria y Marcos Teóricos explicativos

1. Introducción

La toma de decisiones en el mercado de capitales depende de manera crítica de la información disponible para los inversores, en tanto esta constituye el principal insumo para la evaluación de riesgos y oportunidades. En contextos caracterizados por una creciente complejidad económica y financiera, la calidad, cantidad y oportunidad de la información condicionan tanto la eficiencia del mercado como la asignación de recursos (Fama, 1970; Mishkin, 2019). En este sentido, la disponibilidad de información relevante permite reducir la incertidumbre y facilita procesos decisorios más racionales por parte de los agentes económicos.

Tradicionalmente, los estudios sobre valuación de activos y comportamiento de los mercados se centraban en la información contable obligatoria, particularmente en los estados financieros elaborados conforme a normas profesionales y sujetos a auditoría externa (Mishkin, 2019). Sin embargo, la evolución de distintas corrientes teóricas —entre ellas el gobierno corporativo, la economía de la información y las finanzas modernas— ha ampliado el concepto de “información relevante”, incorporando dimensiones adicionales vinculadas a la información voluntaria, estratégica y no financiera (Healy & Palepu, 2001; Jensen & Meckling, 1976).

En este contexto, el objetivo del presente capítulo consiste en analizar las principales fuentes de información utilizadas por los inversores en la toma de decisiones, diferenciando entre información obligatoria —como los estados contables y los reportes regulatorios exigidos por organismos de control— e información voluntaria, que incluye revelaciones estratégicas, reportes ambientales, sociales y de gobernanza (ASG), comunicaciones al mercado, conferencias con inversores, métricas operativas y otras señales informativas no estandarizadas (CNV, 2021; Healy & Palepu, 2001).

Asimismo, resulta fundamental integrar los marcos teóricos que explican por qué las empresas revelan información más allá de los requerimientos normativos y cómo dicha divulgación impacta en el proceso inversor. En este sentido, la Teoría de la Agencia analiza los conflictos de interés entre accionistas y directivos y la necesidad de mecanismos de control e información (Jensen & Meckling, 1976); la Teoría de los Stakeholders amplía el enfoque hacia múltiples grupos

de interés relevantes (Freeman, 1984); y la Teoría de las Señales (Signaling Theory) explica cómo las empresas utilizan la información para transmitir calidad al mercado (Spence, 1973).

Por su parte, la Hipótesis de los Mercados Eficientes (EMH) plantea que los precios de los activos reflejan la información disponible en el mercado (Fama, 1970), mientras que la Teoría de la Información Asimétrica pone de manifiesto las diferencias en el acceso a la información entre los distintos agentes, generando potenciales ineficiencias en la asignación de recursos (Akerlof, 1970). En conjunto, estos enfoques permiten comprender el rol central que desempeña la información — tanto obligatoria como voluntaria— en la formación de precios y en la toma de decisiones de inversión en los mercados de capitales.

2. Información Contable Obligatoria

2.1 Marco Normativo

En Argentina, las empresas que participan del mercado de capitales deben divulgar información requerida por CNV, FACPCE (NIIF para cotizantes), BYMA y demás entidades reguladoras. Esto incluye:

- Estados contables anuales auditados.
- Estados intermedios trimestrales.
- Notas y anexos.
- Informe del auditor independiente.
- Informe del Directorio.
- Hechos Relevantes.

2.2 Rol para la Valuación y el Análisis Financiero

Los estados contables permiten aplicar modelos como DCF, dividendos, múltiplos e indicadores financieros que sirven para evaluar rentabilidad, solvencia, liquidez y riesgos, en el presente trabajo nos detendremos más en este tipo de indicadores o ratios.

2.3 Análisis de Estados Contables: Herramientas para el Inversor

El análisis de estados contables constituye una herramienta fundamental para transformar la información financiera en conocimiento útil para la toma de decisiones de inversión. En este sentido, permite interpretar el desempeño económico y financiero de las organizaciones, facilitando la evaluación de su situación actual y sus perspectivas futuras (Penman, 2013; Kieso et al., 2020). Entre las principales técnicas utilizadas por inversores, analistas financieros y calificadoras de riesgo se destacan las siguientes:

a) Análisis vertical y horizontal

El análisis vertical permite examinar la estructura de los estados contables, expresando cada partida como un porcentaje de un total relevante —por ejemplo, activos totales, pasivos o ventas—, lo cual facilita la comparación entre empresas y períodos (Kieso et al., 2020).

Por su parte, el análisis horizontal se orienta al estudio de la evolución temporal de las partidas contables mediante tasas de variación, permitiendo identificar tendencias, cambios estructurales y posibles anomalías en el comportamiento financiero de la empresa (Penman, 2013).

Ambas herramientas resultan complementarias, ya que permiten comprender la dinámica del negocio, evaluar su estabilidad y detectar señales tempranas de riesgo, contribuyendo a contrastar la información cuantitativa con la información narrativa proporcionada por la gerencia.

b) Análisis de ratios económicos y financieros

El análisis de ratios constituye una de las técnicas más utilizadas para evaluar distintas dimensiones del desempeño empresarial (Damodaran, 2012). Entre los principales indicadores se encuentran:

- Liquidez: razón corriente, prueba ácida y capital de trabajo, que permiten evaluar la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones de corto plazo.
- Endeudamiento: indicadores como deuda sobre patrimonio, cobertura de intereses y deuda/EBITDA, que reflejan la estructura financiera y el nivel de apalancamiento.
- Actividad: ratios como rotación de inventarios, rotación de activos y ciclo de conversión de efectivo, que permiten analizar la eficiencia operativa.
- Rentabilidad: indicadores como ROA, ROE y márgenes de rentabilidad, que miden la capacidad de generación de beneficios.

En la práctica, los inversores institucionales complementan estos indicadores con comparaciones sectoriales y análisis de sensibilidad, con el objetivo de evaluar el desempeño relativo de la empresa y su comportamiento frente a distintos escenarios (Damodaran, 2012).

c) Análisis del Flujo de Efectivo

El estado de flujos de efectivo proporciona información esencial para evaluar la sostenibilidad financiera de la empresa, ya que refleja la capacidad real de generación de efectivo (Penman, 2013). En este sentido, se distinguen tres componentes principales:

- Flujo operativo: indica la capacidad del negocio para generar efectivo a partir de sus operaciones.
- Flujo de inversión: refleja decisiones relacionadas con la expansión, mantenimiento o desinversión en activos productivos.
- Flujo de financiamiento: muestra la estructura de financiamiento, incluyendo emisión de deuda, pago de dividendos y movimientos de capital.

La consistencia entre los resultados contables y los flujos de efectivo constituye un indicador clave de la calidad de las ganancias, ya que permite validar la sostenibilidad de los resultados informados (Penman, 2013).

d) Evaluación de la calidad de los resultados (Earnings Quality)

La evaluación de la calidad de los resultados es un aspecto central en el análisis financiero, en tanto permite determinar el grado en que las utilidades reflejan el desempeño económico real de la empresa (Dechow et al., 2010). En este sentido, los inversores analizan:

- La relación entre la utilidad neta y el flujo de efectivo operativo
- El nivel de estimaciones contables y discrecionalidad del management
- Las políticas de reconocimiento de ingresos
- Las provisiones, deterioros y ajustes contables
- Los cambios en políticas contables

Un alto grado de discrecionalidad en estos elementos puede ser indicativo de prácticas de gestión de resultados ("*earnings management*"), lo que incrementa el riesgo para los inversores y afecta la confiabilidad de la información financiera (Dechow et al., 2010).

2.4 Contabilidad Prospectiva como insumo para el análisis financiero moderno

La información histórica constituye un insumo necesario, pero no suficiente para la toma de decisiones en el mercado de capitales. En entornos dinámicos e inciertos, los inversores requieren incorporar una perspectiva prospectiva que permita evaluar el desempeño futuro de las empresas, anticipar riesgos emergentes y estimar su capacidad de generación de valor (Penman, 2013; Damodaran, 2012). En este sentido, la contabilidad prospectiva y el análisis de información con orientación futura se consolidan como herramientas fundamentales para complementar la información financiera tradicional.

a) Presupuestos y proyecciones financieras

Las empresas elaboran habitualmente estados financieros proyectados (*pro forma*), incluyendo proyecciones de ventas, costos, márgenes, planes de inversión, estructura de financiamiento y estimaciones de capital de trabajo. No obstante, este tipo de información suele tener un uso predominantemente interno y su divulgación hacia el mercado es, en general, limitada (Healy & Palepu, 2001).

Sin embargo, desde la perspectiva del inversor, estas proyecciones resultan altamente relevantes, ya que permiten evaluar la coherencia de los supuestos utilizados por la gerencia y contrastarlos con las expectativas del mercado, mejorando así la calidad del proceso decisorio (Penman, 2013).

b) Proyecciones de flujos de fondos futuros

Las proyecciones de flujos de fondos constituyen el fundamento de los modelos de valuación basados en flujos descontados (*Discounted Cash Flow, DCF*), ampliamente utilizados en el análisis financiero (Damodaran, 2012). A partir de estas proyecciones, es posible estimar el valor presente del negocio en función de su capacidad de generar flujos futuros.

Para evaluar la consistencia de dichas estimaciones, los inversores consideran variables clave como la tasa de crecimiento sostenible, la tasa de descuento (*WACC*), la sensibilidad de los flujos frente a cambios en precios, demanda, costos y tipo de cambio, así como la exposición a riesgos regulatorios, ambientales y climáticos, especialmente en el marco de análisis ASG (Damodaran, 2012; PRI, 2020).

c) Indicadores adelantados (*leading indicators*)

Los indicadores adelantados constituyen variables que permiten anticipar cambios en el desempeño futuro de las empresas. Entre ellos se incluyen indicadores operativos clave (*KPIs*), tales como volumen de ventas, tasa de retención de clientes (*churn*), costo de adquisición de clientes (*CAC*), niveles de capacidad instalada o reservas, así como variables macroeconómicas y sectoriales relevantes (Penman, 2013).

Asimismo, las decisiones estratégicas del management y otras señales cualitativas pueden ser interpretadas como indicadores tempranos de riesgos u oportunidades, permitiendo complementar la información histórica con una visión prospectiva del negocio (Healy & Palepu, 2001).

d) Escenarios, *stress testing* y análisis de sensibilidad

Los inversores institucionales y analistas avanzados incorporan metodologías prospectivas orientadas a evaluar el comportamiento de las empresas bajo distintos contextos. Entre estas herramientas se destacan el análisis de escenarios probabilísticos, las pruebas de estrés financiero (*stress testing*), los análisis de sensibilidad frente a variables críticas y los modelos de transición

climática, como los propuestos por el Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) (PRI, 2020).

Estas metodologías permiten analizar la resiliencia del negocio frente a situaciones adversas, mejorar la comprensión de los riesgos y fortalecer la calidad del proceso de toma de decisiones de inversión, especialmente en contextos de elevada incertidumbre (Damodaran, 2012).

2.5 Integración entre análisis histórico y prospectivo

El análisis integral de una empresa en el mercado de capitales requiere la combinación de múltiples dimensiones de evaluación, que permitan construir una visión completa del negocio. En este sentido, el proceso de análisis se estructura en tres ejes fundamentales: el diagnóstico del desempeño pasado, a partir de los estados contables y ratios financieros; la evaluación de los riesgos presentes, mediante el análisis de notas a los estados financieros, informes de auditoría y hechos relevantes; y la proyección del desempeño futuro, basada en información prospectiva y en el análisis estratégico del entorno (Penman, 2013; Damodaran, 2012).

No obstante, si bien la información histórica constituye un insumo indispensable, resulta insuficiente para anticipar escenarios de crisis o cambios estructurales en el entorno económico. En este sentido, el analista requiere complementar dicha información con herramientas prospectivas que permitan evaluar distintos escenarios posibles y medir el impacto de eventos adversos mediante análisis de sensibilidad (Damodaran, 2012). Sin embargo, dado que este tipo de información no suele ser de divulgación obligatoria, los inversores externos deben construir sus propias estimaciones a partir de la información disponible en el mercado (Healy & Palepu, 2001).

En el análisis del riesgo de deterioro financiero (financial distress), resulta fundamental definir el horizonte temporal de evaluación. En el corto plazo, la incertidumbre suele ser más acotada y el análisis basado en información histórica y presente puede resultar suficiente. Sin embargo, en horizontes de mediano y largo plazo, la complejidad aumenta significativamente, requiriendo el uso de herramientas prospectivas que permitan anticipar posibles disrupciones y cambios estructurales (Damodaran, 2012).

En este contexto, la prospectiva se presenta como una disciplina clave para el análisis de escenarios futuros, especialmente en entornos caracterizados por alta incertidumbre. A diferencia de enfoques tradicionales, la prospectiva adopta una visión holística, considerando que los cambios no siguen trayectorias lineales, sino que responden a la interacción de múltiples factores económicos, sociales y tecnológicos (Godet, 2000). Este enfoque permite identificar eventos de baja probabilidad pero alto impacto —comúnmente denominados “cisnes negros”— que pueden alterar significativamente el desempeño de las organizaciones (Taleb, 2007).

En este sentido, Gallardo Hernández (2012) señala que la prospectiva implica un proceso de análisis interdisciplinario que permite depurar información y comprender cómo distintos factores pueden generar oportunidades, amenazas o incertidumbres en el futuro. Herramientas como la “caja de herramientas” desarrollada por Godet permiten identificar variables clave y analizar la interacción entre los distintos actores que influyen en la configuración de escenarios futuros (Godet, 2000).

Desde esta perspectiva, la prospectiva contribuye a ampliar el análisis más allá de las variables estrictamente financieras, incorporando factores del entorno que pueden afectar la sostenibilidad del negocio. En efecto, las crisis empresariales no se originan exclusivamente en la gestión interna, sino también en la capacidad de adaptación de la organización frente a cambios externos en su ecosistema competitivo (Damodaran, 2012).

En consecuencia, resulta necesario cuantificar el impacto de los distintos escenarios mediante modelos que integren variables económicas y financieras interrelacionadas. Dado que no es posible predecir con exactitud el momento ni la magnitud de los eventos futuros, el uso de modelos determinísticos combinados con análisis de sensibilidad permite evaluar distintas alternativas y anticipar posibles resultados (Penman, 2013).

Finalmente, la integración de información histórica, actual y prospectiva contribuye a reducir asimetrías informativas, fortalecer la transparencia y mejorar la calidad del proceso de valuación. Este enfoque resulta particularmente relevante en la evaluación de empresas con alto componente intangible, exposición a riesgos ASG o modelos de negocio innovadores, donde la información tradicional resulta insuficiente para capturar la totalidad de los riesgos y oportunidades (PRI, 2020; BlackRock Investment Institute, 2019).

3. Información Regulatoria No Contable

Información Regulatoria No Contable Incluye hechos relevantes, prospectos de emisión, presentaciones a CNV, informes de gobierno corporativo y comunicaciones sobre riesgos, contingencias y aspectos legales o ambientales. Esta información es clave para comprender eventos que impactan directamente en los precios de mercado.

4. Información Voluntaria

Comprende toda información no exigida por norma y por ende queda a voluntad de la empresa la cantidad y calidad de información a divulgar, actualmente existen indicadores y modelos de reportes entre los que podemos mencionar: reportes ASG, presentaciones a inversores,

conferencias con analistas, KPIs operativos, información estratégica, cultura organizacional, políticas éticas, reportes integrados, indicadores GRI (Global Reporting Initiative), principios del Pacto Global, entre otros. Dentro de todo este conjunto de información de carácter voluntaria, podemos apreciar el creciente empleo de factores ASG en informes como las memorias de sostenibilidad, para ello creemos importante hacer un breve recuento de que son estos factores.

4.1 Los factores Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ASG) y su impacto en las decisiones de inversión

La creciente conciencia global sobre los desafíos ambientales y sociales ha impulsado una transformación significativa en la forma en que los inversores evalúan a las empresas. Este cambio de paradigma, conocido como inversión sostenible o inversión basada en criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG), ha adquirido relevancia tanto a nivel internacional como en economías emergentes, incluyendo Argentina (PRI, 2020); BlackRock Investment Institute, 2019). En este contexto, los dichos factores se han incorporado progresivamente como elementos clave dentro del proceso de toma de decisiones de inversión.

La responsabilidad ASG refiere al compromiso de las empresas de operar de manera sostenible, considerando no solo sus resultados financieros, sino también su impacto en el medio ambiente, la sociedad y la calidad de su gobierno corporativo (CNV, 2021). En este sentido, la dimensión ambiental incluye aspectos como la reducción de emisiones, la gestión eficiente de recursos y la protección de la biodiversidad; la dimensión social abarca las relaciones con empleados, clientes, proveedores y comunidades; mientras que la gobernanza se vincula con la transparencia, la ética empresarial y la calidad de la gestión (PRI, 2020).

La incorporación de estos factores en la valoración de activos responde a múltiples razones. En primer lugar, permite una mejor identificación y gestión de riesgos, ya que las empresas con prácticas ASG sólidas tienden a ser más resilientes frente a riesgos ambientales, sociales y reputacionales (BlackRock Investment Institute, 2019). En segundo lugar, facilita la detección de oportunidades de crecimiento vinculadas a nuevas demandas del mercado, particularmente en sectores relacionados con la sostenibilidad (DWS Investment GmbH, 2018). Asimismo, la adopción de criterios ASG contribuye a mejorar la reputación corporativa y a atraer inversores que buscan alinear sus decisiones financieras con valores éticos y sociales (PRI, 2020).

En el caso argentino, si bien la inversión ASG aún se encuentra en una etapa de desarrollo, se observa un creciente interés tanto por parte de inversores institucionales como minoristas (CNV, 2021). Este proceso se encuentra impulsado por una mayor conciencia social, el avance de regulaciones específicas y la adopción de iniciativas por parte del sector privado. En los últimos

años, diversas empresas han comenzado a incorporar prácticas sostenibles en sus operaciones y a divulgar información no financiera, reflejando una tendencia hacia una mayor transparencia corporativa.

Asimismo, ciertos sectores han mostrado avances significativos en la adopción de prácticas ASG. Entre ellos se destacan las empresas de energía renovable, que invierten en proyectos eólicos, solares y de biomasa; las empresas agropecuarias que implementan prácticas de producción sostenible; las instituciones financieras que desarrollan productos vinculados a la financiación verde; y las empresas tecnológicas que promueven soluciones orientadas a la economía circular (CNV, 2021).

Desde el punto de vista regulatorio, el Estado argentino ha impulsado diversas iniciativas orientadas a promover la sostenibilidad en el mercado de capitales. Entre ellas se destacan los lineamientos para la emisión de valores negociables sociales, verdes y sustentables, así como la creación de índices de sustentabilidad por parte de Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA), que permiten evaluar el desempeño de las empresas en materia ASG (CNV, 2021). Asimismo, la Estrategia Nacional de Finanzas Sostenibles busca fomentar la integración de estos criterios en el sistema financiero.

No obstante, el desarrollo de la inversión ASG en Argentina enfrenta diversos desafíos, entre los que se destacan la limitada disponibilidad de información comparable, los costos asociados a la implementación de prácticas sostenibles y la presión por obtener resultados de corto plazo (CNV, 2021). Sin embargo, las oportunidades asociadas a este enfoque son significativas, ya que permiten acceder a nuevas fuentes de financiamiento, mejorar la competitividad empresarial y contribuir a la resolución de problemáticas sociales y ambientales.

Finalmente, puede afirmarse que la incorporación de criterios ASG está transformando el proceso de valoración de las empresas, en línea con una evolución más amplia del pensamiento económico y financiero. En este sentido, la teoría tradicional centrada en el accionista (shareholder theory) ha sido progresivamente complementada por enfoques más amplios, como la teoría de los stakeholders, que reconoce la importancia de múltiples grupos de interés en la creación de valor (Freeman, 1984). En este contexto, distintos actores —inversores, consumidores, empleados y organismos públicos— demandan cada vez mayor transparencia y rendición de cuentas en relación con el desempeño social y ambiental de las empresas.

La información corporativa, tanto financiera como no financiera, se configura, así como un elemento central en la evaluación de la responsabilidad social empresarial. En este sentido, los estados financieros y los informes corporativos constituyen los principales canales de comunicación entre la empresa y sus grupos de interés, reflejando el grado de compromiso asumido en materia de sostenibilidad (Gray, 1995). Asimismo, la literatura destaca que la divulgación voluntaria de

información reduce asimetrías informativas y permite a las empresas señalar al mercado su posicionamiento relativo frente a sus competidores (García & Sánchez, 2005; Rodríguez, 2004).

En consecuencia, la inversión socialmente responsable implica la integración de criterios financieros tradicionales —rentabilidad y riesgo— con factores vinculados a la sostenibilidad, configurando un campo de análisis complejo y en constante evolución dentro de la teoría financiera (Miralles et al., 2012).

5. Marcos Teóricos Explicativos

Los marcos teóricos permiten comprender por qué las empresas divulgan información más allá de lo obligatorio y cómo los inversores utilizan esa información para reducir incertidumbre, asignar capital y evaluar riesgos futuros. A continuación, se amplían en profundidad las principales teorías utilizadas para explicar la revelación corporativa, tanto financiera como no financiera.

5.1 Teoría de la Agencia

La Teoría de la Agencia, formulada por Jensen y Meckling (1976), analiza la relación contractual entre los accionistas (principales) y los directivos (agentes), quienes son responsables de la administración de los recursos de la empresa. En este marco, uno de los principales problemas que se presentan es la divergencia de intereses entre ambas partes, sumado a la existencia de asimetrías de información, dado que los directivos suelen contar con un mayor conocimiento sobre la situación y perspectivas del negocio (Jensen & Meckling, 1976).

Como consecuencia de esta asimetría, los agentes pueden adoptar decisiones orientadas a maximizar su propio beneficio en detrimento de los intereses de los accionistas, generando distintos tipos de ineficiencias. Entre ellas se destacan el riesgo moral (*moral hazard*), la selección adversa, la adopción de decisiones subóptimas y el posible ocultamiento de información relevante para el mercado (Akerlof, 1970; Jensen & Meckling, 1976). Estas problemáticas afectan la calidad del proceso decisorio y pueden derivar en una asignación ineficiente de los recursos.

Con el objetivo de mitigar estos conflictos, las organizaciones implementan diversos mecanismos de control y monitoreo. Entre los más relevantes se encuentran las auditorías externas, las políticas de divulgación de información (*disclosure*), los sistemas de incentivos alineados con el desempeño y las estructuras de gobierno corporativo orientadas a supervisar la gestión (Healy & Palepu, 2001; CNV, 2021). Estos mecanismos buscan reducir la brecha informativa y alinear los intereses entre las partes involucradas.

En este contexto, la divulgación de información voluntaria adquiere un rol central dentro del funcionamiento del mercado de capitales. La publicación de información adicional —más allá de los requerimientos normativos— contribuye a reducir las asimetrías de información, facilita el monitoreo externo por parte de los inversores y puede derivar en una disminución del costo de capital de las empresas (Healy & Palepu, 2001). En particular, en situaciones donde los riesgos de agencia son elevados, aumenta la presión del mercado para que las empresas revelen información más detallada y transparente.

En este sentido, la creciente incorporación de reportes ASG, memorias de sostenibilidad y presentaciones estratégicas responde, en gran medida, a la necesidad de brindar señales al mercado sobre la calidad de la gestión y el compromiso con prácticas responsables. De este modo, la información voluntaria se convierte en un instrumento clave para mejorar la eficiencia del mercado y fortalecer la confianza de los inversores (PRI, 2020; BlackRock Investment Institute, 2019).

5.2 Teoría de los Stakeholders

La Teoría de los Stakeholders, desarrollada por Freeman (1984), plantea que la empresa no debe orientarse exclusivamente a la maximización del valor para los accionistas, sino que debe considerar los intereses de todos los grupos que se ven afectados por su actividad. Estos grupos incluyen, entre otros, empleados, proveedores, clientes, comunidades locales, organismos reguladores, organizaciones no gubernamentales y medios de comunicación. Desde esta perspectiva, la creación de valor empresarial se concibe como un proceso multidimensional que requiere equilibrar las expectativas de diversos actores.

En este marco, la divulgación de información voluntaria —particularmente a través de reportes ambientales, sociales y de gobernanza (ASG)— surge como una respuesta a las crecientes demandas de transparencia y responsabilidad social por parte de los distintos stakeholders (CNV, 2021; PRI, 2020). A través de esta información, las empresas buscan comunicar su desempeño no financiero y evidenciar su compromiso con prácticas sostenibles.

La publicación de este tipo de información cumple múltiples funciones estratégicas. En primer lugar, contribuye a la legitimación de la empresa frente a la sociedad, reforzando su aceptación social y su denominada “licencia para operar” (Freeman, 1984). En segundo lugar, fortalece la reputación corporativa y genera confianza entre los distintos grupos de interés, lo cual puede traducirse en ventajas competitivas sostenibles (BlackRock Investment Institute, 2019). Asimismo, la transparencia en materia ASG permite reducir riesgos asociados a conflictos sociales,

impactos ambientales y cambios regulatorios, mejorando la capacidad de adaptación de la organización.

Desde la perspectiva del inversor, el análisis de la gestión de los stakeholders se convierte en un elemento clave para evaluar riesgos y oportunidades de largo plazo. En efecto, la forma en que una empresa gestiona sus relaciones con los distintos grupos de interés puede incidir directamente en su desempeño financiero, al influir sobre variables como la reputación, la estabilidad operativa y la exposición a riesgos regulatorios (PRI, 2020). En consecuencia, la integración de esta información en el proceso de análisis permite una evaluación más completa y robusta del valor de la empresa.

5.3 Teoría de las Señales (Signaling Theory)

La Teoría de las Señales, desarrollada por Akerlof (1970) y Spence (1973), sostiene que en mercados caracterizados por información imperfecta y asimétrica, las empresas pueden diferenciarse mediante el envío de señales creíbles hacia los inversores. Estas señales tienen como objetivo reducir la incertidumbre y transmitir información sobre la calidad de la empresa. Para que sean efectivas, deben implicar un costo significativo para quien las emite, de modo que resulten difíciles de imitar por empresas de menor calidad, garantizando así su credibilidad en el mercado (Spence, 1973).

En este contexto, la divulgación de información voluntaria se configura como una señal estratégica clave dentro del mercado de capitales. A través de la publicación de información adicional —más allá de los requerimientos obligatorios— las empresas buscan comunicar aspectos relevantes de su desempeño y posicionamiento competitivo. Entre los principales atributos que estas señales permiten transmitir se encuentran la solidez financiera, el compromiso con prácticas ambientales y sociales, la eficiencia operativa, la calidad del management y la capacidad de adaptación frente a escenarios futuros (Healy & Palepu, 2001; BlackRock Investment Institute, 2019).

En la práctica, existen diversas señales valoradas por los inversores que contribuyen a reducir las asimetrías de información. Entre ellas se destacan las certificaciones internacionales (como normas ISO o certificaciones B Corp), la inclusión en índices de sostenibilidad —como el Dow Jones Sustainability Index (DJSI) o el índice de sustentabilidad de BYMA—, la elaboración de reportes alineados con estándares internacionales como los propuestos por el Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), y la emisión de instrumentos financieros sostenibles, tales como bonos verdes o sociales (PRI, 2020; CNV, 2021).

En este sentido, la credibilidad de las señales depende en gran medida de su costo y verificabilidad. Cuanto mayor sea el costo de implementación o mantenimiento de estas prácticas para una empresa con bajo desempeño, más difícil resultará su imitación, y por lo tanto mayor será la confianza que generen en el mercado (Spence, 1973). De este modo, la teoría de las señales permite comprender cómo la información voluntaria —especialmente aquella vinculada a criterios ASG— actúa como un mecanismo de diferenciación y construcción de valor en el mercado de capitales.

5.4 Hipótesis de los Mercados Eficientes (EMH)

La Hipótesis de los Mercados Eficientes (Efficient Market Hypothesis, EMH), desarrollada por Fama (1970), sostiene que los precios de los activos financieros reflejan la información disponible en el mercado. En su forma semi-fuerte, esta teoría plantea que toda la información pública —tanto financiera como no financiera— se incorpora de manera rápida y sistemática en las cotizaciones, dificultando la obtención de rendimientos anormales de forma consistente.

No obstante, la propia EMH reconoce que la eficiencia del mercado depende de la calidad y disponibilidad de la información. En este sentido, cuando la información es incompleta, poco confiable o se divulga de manera tardía, los precios pueden desviarse de su valor fundamental, generando ineficiencias en la asignación de recursos (Fama, 1970; Mishkin, 2019). En consecuencia, los inversores requieren información precisa, oportuna y verificable para reducir la volatilidad y mejorar la toma de decisiones.

Desde esta perspectiva, la divulgación de información voluntaria contribuye a mejorar la eficiencia informacional del mercado, al ampliar el conjunto de datos disponibles y facilitar una mejor formación de precios. Por ello, la calidad de la información —en términos de consistencia, comparabilidad y verificabilidad— se convierte en un factor determinante para la estabilidad del sistema financiero (Healy & Palepu, 2001).

5.5 Teoría de la Información Asimétrica

La teoría de la información asimétrica, desarrollada inicialmente por Akerlof (1970), plantea que en los mercados existe una distribución desigual de la información entre los distintos agentes económicos. En el ámbito empresarial, las compañías poseen mayor conocimiento sobre sus operaciones y perspectivas que los inversores externos, lo que genera desequilibrios en el proceso de toma de decisiones.

Esta asimetría puede dar lugar a distintos problemas, tales como la selección adversa — donde los inversores no logran distinguir entre empresas de alta y baja calidad— y el riesgo moral —cuando los directivos adoptan decisiones oportunistas sin ser plenamente observados por el mercado (Akerlof, 1970; Jensen & Meckling, 1976). Como consecuencia, se incrementa la prima de riesgo exigida por los inversores y puede producirse una subvaluación de los activos.

En este contexto, la divulgación de información voluntaria, particularmente aquella vinculada a riesgos futuros, desempeño ASG y estrategias de negocio, contribuye a reducir las asimetrías informativas y mejora la capacidad de los inversores para realizar valoraciones más precisas (Healy & Palepu, 2001; PRI, 2020).

5.6 Teoría de la Legitimidad

La Teoría de la Legitimidad sostiene que las empresas buscan asegurar que sus actividades sean percibidas como socialmente aceptables dentro del entorno en el que operan (Suchman, 1995). En este sentido, cuando enfrentan presiones externas —ya sean de carácter ambiental, social o regulatorio— tienden a incrementar la divulgación de información para reforzar su legitimidad ante la sociedad.

En particular, las memorias de sostenibilidad y los reportes ASG se constituyen como herramientas clave para comunicar el cumplimiento de estándares, el compromiso con prácticas responsables y la transparencia en la gestión de impactos (Gray, 1995; CNV, 2021). De este modo, la información voluntaria no solo cumple una función informativa, sino también estratégica, al contribuir a la construcción de legitimidad organizacional.

5.7 Teoría Institucional

Desde la perspectiva institucional, las empresas se ven influenciadas por presiones externas de carácter normativo, cultural y cognitivo, que condicionan su comportamiento organizacional (DiMaggio & Powell, 1983). En este marco, la adopción de prácticas de divulgación voluntaria responde a la necesidad de alinearse con estándares aceptados socialmente y mantener su competitividad en el mercado.

En particular, la creciente adopción de estándares internacionales de reporte —como los propuestos por el Global Reporting Initiative (GRI), el International Sustainability Standards Board (ISSB) o el Sustainability Accounting Standards Board (SASB)— refleja la influencia de inversores globales, prácticas de competidores y exigencias de mercados desarrollados (PRI, 2020). Este

proceso de isomorfismo institucional impulsa la homogeneización de prácticas de reporte y fortalece la integración de criterios ASG en la gestión empresarial.

5.8 Síntesis de los aportes teóricos

Los distintos enfoques teóricos analizados permiten comprender la creciente relevancia de la divulgación de información voluntaria en el mercado de capitales. En particular, la Teoría de la Agencia explica la necesidad de reducir conflictos entre directivos y accionistas (Jensen & Meckling, 1976); la Teoría de los Stakeholders amplía el análisis hacia múltiples grupos de interés (Freeman, 1984); y la Teoría de las Señales destaca el rol de la información como mecanismo de diferenciación en mercados competitivos (Spence, 1973).

Por su parte, la Hipótesis de los Mercados Eficientes enfatiza la importancia de la información en la formación de precios (Fama, 1970), mientras que la Teoría de la Información Asimétrica pone de manifiesto la necesidad de reducir incertidumbre y mejorar la calidad informativa (Akerlof, 1970). Finalmente, la Teoría de la Legitimidad y la Teoría Institucional explican cómo las empresas adaptan sus prácticas de divulgación en función de las expectativas sociales y del entorno regulatorio (Suchman, 1995; DiMaggio & Powell, 1983).

En conjunto, estos marcos conceptuales permiten fundamentar por qué la información voluntaria —especialmente aquella vinculada a criterios ASG— se ha convertido en un elemento central del análisis financiero moderno, al complementar la información tradicional y mejorar la calidad del proceso de toma de decisiones de inversión.

Capítulo 4, Decisiones Multicriterio y Propuesta Metodológica para la Selección de una Cartera de Acciones Bajo Estándares de Inversión Socialmente Responsable

1. Introducción

La Inversión Socialmente Responsable (ISR), tal como se ha desarrollado en los capítulos precedentes, requiere un enfoque analítico que trascienda los modelos financieros tradicionales basados exclusivamente en la relación riesgo-retorno. En este contexto, los inversores se enfrentan a la necesidad de equilibrar múltiples objetivos de decisión, algunos de carácter cuantitativo — como la rentabilidad esperada y el riesgo— y otros de naturaleza cualitativa —como los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG)—, en un entorno donde la sostenibilidad corporativa influye de manera creciente en el desempeño financiero de largo plazo (PRI, 2020); BlackRock Investment Institute, 2019).

En este marco, la Teoría de las Decisiones Multicriterio se presenta como un enfoque metodológico adecuado para estructurar procesos de decisión complejos, permitiendo integrar de manera sistemática distintos criterios, frecuentemente conflictivos entre sí (Saaty, 1980; Belton & Stewart, 2002). Estos modelos proporcionan herramientas que facilitan la evaluación simultánea de variables heterogéneas, contribuyendo a una toma de decisiones más racional, transparente y fundamentada.

La aplicación de métodos multicriterio en el ámbito de la ISR permite incorporar de forma explícita los criterios ASG junto con los indicadores financieros tradicionales, fortaleciendo la coherencia del proceso de análisis. En particular, estos métodos permiten hacer explícito el proceso de asignación de ponderaciones, reducir la subjetividad en la selección de activos y documentar las decisiones de manera replicable y auditable (Saaty, 1980; Belton & Stewart, 2002). De este modo, se facilita la construcción de carteras de inversión que no solo persiguen la maximización del rendimiento ajustado por riesgo, sino que también incorporan objetivos éticos y de sostenibilidad.

Asimismo, el enfoque multicriterio resulta especialmente pertinente en contextos donde la información es diversa, incompleta o difícil de comparar, como ocurre con los indicadores ESG, los cuales suelen presentar heterogeneidad en su medición y divulgación (PRI, 2020). En este sentido, la integración de estos factores dentro de modelos estructurados permite mejorar la calidad del proceso decisorio y alinear las inversiones con las nuevas demandas del mercado.

En función de lo expuesto, el presente capítulo tiene como objetivo desarrollar un abordaje teórico de la toma de decisiones multicriterio, analizando los principales métodos utilizados en la literatura, tales como el Proceso Analítico Jerárquico (AHP) y el método TOPSIS, entre otros (Saaty, 1980; Hwang & Yoon, 1981). Posteriormente, se propone su aplicación a un caso práctico de selección de cartera de acciones, en el cual se integran criterios económicos y financieros con variables ASG, con el propósito de construir un portafolio que maximice simultáneamente la rentabilidad y la responsabilidad social.

2. Teoría de las Decisiones Multicriterio (MCDM): enfoque general

La Teoría de las Decisiones Multicriterio (Multi-Criteria Decision Making – MCDM) constituye un campo interdisciplinario orientado al estudio de procesos decisionales en los cuales intervienen múltiples criterios de evaluación de manera simultánea. Estos criterios pueden ser de naturaleza heterogénea, presentar conflictos entre sí y estar medidos en distintas escalas, lo que complejiza el proceso de selección de alternativas (Belton & Stewart, 2002; Roy, 1996).

Este enfoque ha sido ampliamente aplicado en diversos ámbitos, tales como la formulación de políticas públicas, la planificación estratégica, la gestión empresarial, la ingeniería, la salud, el medio ambiente, la logística y, en particular, el análisis financiero y la toma de decisiones de inversión. En todos estos contextos, la MCDM permite abordar problemas donde no existe un único criterio dominante, sino múltiples dimensiones que deben ser consideradas de manera conjunta.

A diferencia de los modelos clásicos de decisión, que se basan en la optimización de una única función objetivo —generalmente vinculada a la maximización de beneficios o minimización de costos—, la MCDM reconoce que las decisiones reales implican la coexistencia de objetivos múltiples y, en muchos casos, contradictorios. En este sentido, Keeney y Raiffa (1993) señalan que los procesos decisionales complejos requieren necesariamente la consideración de *trade-offs* entre distintos objetivos, lo que demanda metodologías capaces de estructurar, comparar y priorizar alternativas de forma sistemática.

En línea con este planteo, diversos autores contemporáneos sostienen que la MCDM no busca identificar una solución óptima en sentido matemático estricto, sino una alternativa preferible o satisfactoria, consistente con las prioridades, restricciones y valores del decisor (Belton & Stewart, 2002; Roy, 1996). De este modo, el enfoque multicriterio introduce una noción de racionalidad más flexible, adaptada a la complejidad de los entornos reales de decisión.

2.1 Fundamentos conceptuales de la decisión multicriterio

Desde una perspectiva teórica, la decisión multicriterio se sustenta en una serie de supuestos fundamentales que reflejan la naturaleza compleja de los procesos decisionales. En primer lugar, se reconoce que las decisiones involucran múltiples objetivos que deben ser considerados simultáneamente. Asimismo, los criterios de evaluación pueden ser tanto cuantitativos —como indicadores financieros— como cualitativos —como variables sociales, ambientales o estratégicas—, lo que exige mecanismos de integración adecuados (Belton & Stewart, 2002).

Por otra parte, las preferencias del decisor no siempre son completamente racionales ni estables, pudiendo ser subjetivas, incompletas o cambiantes a lo largo del tiempo. En este contexto, no todos los criterios resultan perfectamente compensables, es decir, una mejora en un criterio no necesariamente puede compensar una pérdida en otro, lo cual introduce complejidad adicional en el proceso de evaluación (Roy, 1996).

Frente a esta problemática, la MCDM propone un marco estructurado que permite descomponer el problema decisional en elementos manejables. En términos generales, este enfoque considera la existencia de un conjunto de alternativas posibles, un conjunto de criterios de evaluación, un sistema de preferencias que refleja la importancia relativa de cada criterio, y un procedimiento de agregación que permite comparar las alternativas y establecer un orden de preferencia (Saaty, 1980; Belton & Stewart, 2002).

En este sentido, Roy (1996) enfatiza que la MCDM reconoce la racionalidad limitada del decisor y la imposibilidad de reducir decisiones complejas a una única función objetivo sin perder información relevante, lo que refuerza la necesidad de utilizar modelos que capturen la multidimensionalidad del problema.

2.2 Tipos de problemas abordados por la MCDM

La literatura especializada distingue dos grandes enfoques dentro de la teoría multicriterio, en función de la naturaleza del problema de decisión.

En primer lugar, el enfoque conocido como Multi-Objective Decision Making (MODM) se aplica en situaciones donde el conjunto de alternativas no está previamente definido, y el problema consiste en diseñar o construir una solución óptima dentro de un espacio continuo de posibilidades. Este tipo de enfoque es frecuente en ámbitos como la ingeniería, la planificación de recursos y el diseño de políticas públicas, donde las variables de decisión pueden ser ajustadas de manera flexible (Hwang & Yoon, 1981).

Por otro lado, el enfoque Multi-Attribute Decision Making (MADM) se utiliza cuando las alternativas están definidas ex ante y deben ser evaluadas y comparadas en función de múltiples

atributos o criterios. Este enfoque resulta particularmente relevante en contextos de selección de inversiones, evaluación de proyectos, análisis estratégico y toma de decisiones organizacionales, donde el objetivo consiste en identificar la mejor alternativa dentro de un conjunto discreto de opciones (Saaty, 1980; Belton & Stewart, 2002).

Si bien ambos enfoques comparten la lógica de integrar múltiples criterios en el proceso de decisión, difieren en la naturaleza del espacio decisional: mientras el MODM se orienta a la optimización en espacios continuos, el MADM se centra en la evaluación y selección entre alternativas previamente definidas. En el ámbito de las finanzas y la selección de carteras, el enfoque MADM resulta particularmente adecuado, dado que los activos a evaluar se encuentran claramente identificados y deben ser comparados en función de criterios tanto financieros como extra-financieros.

2.3 Principales métodos de decisión multicriterio: desarrollo teórico

La Teoría de las Decisiones Multicriterio no se limita a un único método, sino que comprende un conjunto de enfoques metodológicos diseñados para abordar distintos tipos de problemas decisionales. Cada uno de estos métodos responde a supuestos teóricos específicos en relación con la racionalidad del decisor, la estructura de sus preferencias y el grado de compensabilidad entre los criterios considerados (Belton & Stewart, 2002; Roy, 1996).

En este sentido, la selección del método adecuado no resulta neutral, sino que depende de las características del problema, del contexto en el cual se desarrolla la decisión y del rol que se asigna a los distintos criterios dentro del proceso de evaluación.

2.3.1 Analytic Hierarchy Process (AHP). El Analytic Hierarchy Process (AHP), desarrollado por Saaty (1980), se fundamenta en la descomposición del problema decisional en una estructura jerárquica que incluye un objetivo general, criterios, subcriterios y alternativas. Este enfoque se apoya en principios de la psicología cognitiva, bajo la premisa de que los individuos pueden realizar juicios más consistentes cuando comparan elementos de manera binaria, en lugar de evaluar simultáneamente múltiples variables complejas.

El método se basa en comparaciones pareadas que permiten capturar las preferencias relativas del decisor, las cuales son posteriormente transformadas en escalas numéricas mediante matrices de comparación. Un aporte central del AHP es la introducción del índice de consistencia, que permite evaluar la coherencia interna de los juicios emitidos, aceptando la existencia de racionalidad limitada, pero exigiendo un nivel mínimo de consistencia en las decisiones (Saaty, 1980).

La literatura especializada destaca que el AHP resulta particularmente adecuado en contextos donde los criterios incluyen dimensiones cualitativas, donde es necesario explicitar las preferencias del decisor y donde se requiere justificar y comunicar el proceso de decisión de manera transparente (Belton & Stewart, 2002).

2.3.2 TOPSIS (Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution). El método TOPSIS, propuesto por Hwang y Yoon (1981), se basa en el principio de que la mejor alternativa es aquella que presenta la menor distancia respecto de una solución ideal y, simultáneamente, la mayor distancia respecto de una solución anti-ideal.

Desde una perspectiva teórica, TOPSIS asume que los criterios son compensables, que las preferencias presentan un comportamiento monótonico y que los indicadores pueden ser normalizados para permitir su comparación (Hwang & Yoon, 1981). Su principal fortaleza radica en su simplicidad operativa y en su capacidad para sintetizar múltiples criterios en una medida relativa de cercanía al ideal.

Este método es ampliamente utilizado en contextos donde se requiere obtener un ranking claro de alternativas. No obstante, la literatura advierte que su carácter compensatorio puede resultar limitado en situaciones donde existen criterios no negociables, como ocurre frecuentemente en el análisis de factores éticos o ambientales (Belton & Stewart, 2002).

2.3.3 ELECTRE (ELimination Et Choix Traduisant la REalité). Los métodos ELECTRE, introducidos por Roy (1968), pertenecen a la familia de métodos de sobreclasificación (*outranking methods*), los cuales se diferencian de los enfoques compensatorios al basarse en relaciones de preferencia binarias entre alternativas.

Desde el punto de vista teórico, ELECTRE reconoce que no todos los criterios son perfectamente compensables, incorporando conceptos como umbrales de indiferencia, preferencia y veto. Esto permite modelar situaciones en las cuales una alternativa puede ser descartada si no cumple con ciertos criterios críticos, independientemente de su desempeño en otras dimensiones (Roy, 1996).

En consecuencia, este enfoque resulta particularmente adecuado en contextos donde existen restricciones fuertes o criterios excluyentes, como sucede en decisiones que involucran aspectos regulatorios, éticos o ambientales.

2.3.4 PROMETHEE (Preference Ranking Organization Method for Enrichment Evaluation). El método PROMETHEE, desarrollado por Brans y Vincke (1985), también pertenece a la familia de métodos de sobreclasificación, pero se caracteriza por una estructura más intuitiva y orientada a la obtención de rankings de alternativas.

Este enfoque se basa en funciones de preferencia que permiten transformar las diferencias de desempeño entre alternativas en grados de preferencia, adaptándose a distintos tipos de criterios mediante la utilización de funciones específicas (Brans & Vincke, 1985). Entre sus principales aportes se destacan su flexibilidad para modelar distintos comportamientos del decisor, su rigurosidad formal y la posibilidad de incorporar herramientas gráficas, como el análisis GAIA, para facilitar la interpretación de los resultados.

2.3.5 Modelos de Utilidad Multiatributo (MAUT). Los modelos de utilidad multiatributo (MAUT), desarrollados por Keeney y Raiffa (1993), se sustentan en la teoría de la utilidad esperada y proponen la construcción de funciones de utilidad agregadas que permiten evaluar alternativas en función de múltiples atributos.

El principal aporte teórico de este enfoque radica en la formalización de la racionalidad del decisor, proporcionando un marco normativo que permite realizar comparaciones consistentes entre alternativas. No obstante, su aplicación práctica requiere un elevado nivel de información y coherencia en las preferencias, lo cual puede dificultar su implementación en contextos complejos o con múltiples decisores (Keeney & Raiffa, 1993).

En conjunto, los métodos multicriterio reflejan distintas concepciones de racionalidad y de tratamiento de las preferencias. Por lo tanto, la elección del método más adecuado depende de la naturaleza del problema, del contexto decisional y del grado de compensabilidad que se admita entre los criterios considerados (Belton & Stewart, 2002; Roy, 1996).

2.4 Aportes de la literatura contemporánea

La literatura contemporánea ha puesto de relieve el creciente valor de la MCDM como herramienta para mejorar la calidad del proceso decisorio en contextos complejos. En particular, se destaca su capacidad para aumentar la claridad y transparencia en la toma de decisiones, reducir la arbitrariedad en la evaluación de alternativas, facilitar la participación de múltiples actores y permitir la documentación y justificación de las decisiones adoptadas (Greco et al., 2016).

Asimismo, Greco, Ehrgott y Figueira (2016) señalan que los métodos multicriterio resultan especialmente adecuados en contextos donde convergen objetivos económicos, sociales y ambientales, como ocurre en el análisis de inversiones sostenibles. En este sentido, la MCDM se ha

consolidado como un enfoque metodológico clave para integrar criterios financieros y factores ASG, contribuyendo al desarrollo de modelos de inversión más completos y alineados con las demandas actuales del mercado.

2.5 MCDM como marco general para decisiones complejas

Desde una perspectiva general, la Teoría de las Decisiones Multicriterio (MCDM) no sustituye el juicio del decisor, sino que lo organiza, estructura y sistematiza dentro de un marco analítico riguroso. En este sentido, proporciona herramientas que permiten ordenar preferencias, analizar conflictos entre objetivos y mejorar la calidad de las decisiones en contextos caracterizados por incertidumbre, pluralidad de valores y limitaciones de información (Belton & Stewart, 2002; Roy, 1996).

Este enfoque reconoce que las decisiones complejas no pueden ser abordadas mediante modelos simplificados basados en un único criterio de optimización, sino que requieren integrar múltiples dimensiones de análisis. En consecuencia, la MCDM constituye un marco teórico general aplicable a diversos ámbitos decisionales, desde la planificación estratégica hasta la evaluación de inversiones, manteniendo su validez conceptual en contextos heterogéneos (Greco et al., 2016).

3. Por qué la ISR requiere un enfoque multicriterio

La Inversión Socialmente Responsable (ISR) no puede ser adecuadamente abordada mediante un análisis tradicional basado exclusivamente en la relación riesgo-retorno. La incorporación de factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) transforma el proceso decisional en un problema multidimensional, en el cual intervienen variables de distinta naturaleza y difícil comparación (PRI, 2020; BlackRock Investment Institute, 2019).

En este contexto, no todas las variables relevantes pueden ser expresadas en términos monetarios, los criterios no son perfectamente sustituibles entre sí y existen trade-offs entre objetivos financieros y de sostenibilidad. Asimismo, las preferencias de los inversores pueden ser heterogéneas y responder a distintos valores, horizontes de inversión y niveles de tolerancia al riesgo.

Frente a esta complejidad, la MCDM permite formalizar el proceso decisional, haciendo explícitas las compensaciones entre criterios y proporcionando una estructura analítica que facilita la selección de activos coherente con objetivos tanto económicos como éticos (Belton & Stewart, 2002; Saaty, 1980).

3.1 Cómo los modelos multicriterio fortalecen la ISR

La aplicación de métodos multicriterio en el ámbito de la ISR contribuye significativamente a mejorar la calidad y transparencia del proceso de inversión. En particular, estos modelos permiten ponderar los criterios ASG en función de las preferencias del inversor, asignando mayor relevancia a determinadas dimensiones —por ejemplo, aspectos ambientales en fondos con enfoque ecológico— y adaptando el análisis a distintos perfiles de inversión (Saaty, 1980).

Asimismo, las metodologías multicriterio permiten jerarquizar alternativas de inversión en función de su desempeño integral, considerando simultáneamente variables financieras y no financieras. Esto resulta especialmente relevante en contextos donde las empresas presentan perfiles heterogéneos, como ocurre al comparar compañías de distintos sectores económicos, cuyas características operativas y riesgos asociados difieren significativamente (Greco et al., 2016).

Otro aporte fundamental de estos modelos radica en la posibilidad de justificar las decisiones de inversión mediante procedimientos estructurados y replicables, lo que reduce la arbitrariedad y facilita la trazabilidad del proceso decisional. Además, permiten integrar información cualitativa —frecuente en el análisis ESG— que no puede ser capturada adecuadamente por modelos financieros tradicionales (Belton & Stewart, 2002).

3.2 Multicriterio y creación de carteras sostenibles

Desde una perspectiva aplicada, la construcción de carteras de inversión socialmente responsable puede interpretarse como un problema de optimización multicriterio, en el cual el inversor busca simultáneamente maximizar el retorno esperado, minimizar el riesgo y optimizar el desempeño en términos de criterios ASG (Markowitz, 1952; PRI, 2020).

En este contexto, el resultado del proceso no es un único portafolio óptimo, sino un conjunto de soluciones eficientes que representan distintas combinaciones posibles entre los objetivos considerados. Estas soluciones reflejan las preferencias del inversor y permiten explorar el espacio de decisión en términos económicos, financieros y de sostenibilidad.

De este modo, la integración de la MCDM en la construcción de carteras ISR permite avanzar hacia modelos de inversión más completos y robustos, capaces de capturar la complejidad del entorno actual y de responder a las nuevas demandas del mercado financiero.

4. Propuesta metodológica para la selección de una cartera de inversión socialmente responsable en la cual tomar la decisión de invertir

Una de las principales características asociadas a los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) es su capacidad para contribuir a una mejor gestión del riesgo en el proceso de toma de decisiones de inversión. En este sentido, la incorporación de variables ASG permite a los inversores identificar riesgos no financieros —como los vinculados a aspectos ambientales, regulatorios, sociales o reputacionales— que, en contextos de alta incertidumbre, pueden tener un impacto significativo sobre el desempeño de los activos en el largo plazo (BlackRock Investment Institute, 2019; PRI, 2020).

En entornos caracterizados por elevados niveles de volatilidad, incertidumbre, complejidad y ambigüedad, la consideración de estos factores adquiere una relevancia creciente, en tanto contribuye a fortalecer la seguridad jurídica y la calidad del proceso decisorio. En este sentido, Hevia et al. (2019) sostienen que la integración de criterios ASG en la gestión empresarial permite ofrecer mayores garantías a los inversores, especialmente a aquellos que adoptan un enfoque de inversión socialmente responsable.

Este tipo de inversor —denominado inversor socialmente responsable— no solo busca optimizar la rentabilidad ajustada por riesgo, sino también representar y canalizar los intereses de los distintos grupos involucrados en la actividad empresarial. De este modo, su participación en los procesos de toma de decisiones corporativas contribuye a incorporar una visión más amplia, que trasciende la lógica tradicional centrada exclusivamente en el accionista e integra las demandas de los stakeholders (Freeman, 1984; PRI, 2020).

En consecuencia, la inclusión de factores ASG no solo fortalece la gestión del riesgo, sino que también promueve una mayor alineación entre la empresa y su entorno, favoreciendo la sostenibilidad del negocio y mejorando la calidad de las decisiones de inversión en contextos complejos.

En este contexto surgen las siguientes problemáticas, las cuales dan curso a la siguiente propuesta metodológica: ¿cómo puede seleccionarse una cartera de inversión ética y responsable conformada por acciones de empresas que cotizan en el Mercado de Valores de Argentina en un determinado período económico, tomando como referencia no sólo los clásicos criterios de rentabilidad, riesgo y volatilidad sino también los ambientales, sociales y de gobernanza, mediante la aplicación de métodos de decisión multicriterio? ; ¿qué pasos hay que seguir para tomar una decisión de ISR por los métodos de decisión multicriterio? ; ¿ qué índices bursátiles socialmente responsables permiten a los inversores conocer qué empresas cumplen con los estándares de

responsabilidad ambiental, social y de gobernanza?. La respuesta a estas interrogantes motiva la realización de la investigación que se presenta a continuación y en la cual se explicitan sus objetivos, la metodología, la aplicación de los pasos que conforman el Método de Decisión Multicriterio TOPSIS y AHP, los resultados del análisis y las consideraciones finales

4.1 Objetivos

A continuación, se mencionan el objetivo general que persigue el presente trabajo como así también los específicos

4.1.1 Objetivos Generales. Analizar cómo se puede seleccionar una cartera de inversión socialmente responsable conformada por acciones de empresas que coticen en el Mercado de Valores de Argentina en el ejercicio 2024 mediante la aplicación de Métodos de Decisión Multicriterio por cuanto dicha selección constituye un problema de decisional complejo.

4.1.2 Objetivos Específicos. Se fijan los siguientes:

- Analizar los Métodos de Decisión Multicriterio existentes a los fines de seleccionar el más adecuado para resolver un problema decisional de inversión complejo.
- Aplicar el Método de Decisión Multicriterio Proceso Analítico Jerárquico (AHP) para determinar en base a preferencias del decisor el peso de los distintos Criterios y Subcriterios.
- Aplicar el Método de Decisión Multicriterio TOPSIS para la elaboración de un ranking de empresas integrantes del Merval25 tomando los datos de sus Estados Contables, Memorias, Balance Social, cerrados durante el año 2023, teniendo como referencia que dichas empresas sean socialmente responsables.
- Ordenar las empresas en las cuales invertir y que integran el Merval25 para el año 2024, de acuerdo con su tamaño, situación económica financiera y su compromiso en el tiempo y con distintos organismos de Responsabilidad Social Corporativa (ASG) del Global mediante la aplicación del método de decisión multicriterio TOPSIS.
- Determinar un ranking ordenado de empresas socialmente responsables en las cuales invertir.

4.2 Hipótesis general

La inversión ética y socialmente responsable vincula aspectos ligados al tamaño, solidez económica y solvencia financiera de la empresa con su compromiso sostenido a lo largo del tiempo y ante diversos organismos promotores de Responsabilidad Social Corporativa

4.3 Metodología

La toma de decisiones constituye un factor importante en la vida de los seres humanos y es algo tan antiguo como la vida misma. Tomar decisiones es una de las facetas más relevantes de cualquier puesto de responsabilidad. En realidad, no puede existir responsabilidad si no lleva aparejada la facultad de poder tomar decisiones y, viceversa, toda decisión conlleva la responsabilidad de sus posibles repercusiones.

En su dimensión más básica, un proceso de toma de decisiones puede concebirse como la elección por parte de un centro decisor de lo mejor entre lo posible. Los problemas surgen cuando hay que definir lo mejor y lo posible en un determinado contexto decisional, ya que, en muchos casos, los centros decisores no desean ordenar las alternativas de acuerdo con un único criterio, sino que desean realizar esta tarea aplicando diferentes criterios o subcriterios que reflejen sus preferencias, presentándose aún más complejo el proceso decisional. Frente al interrogante: ¿cómo se determina la decisión de un inversor que desea invertir fondos disponibles en acciones de empresas socialmente responsables y cotizantes en la Bolsa de Valores de Buenos Aires?, o ¿qué criterios necesita tener en cuenta dicho inversionista para tomar decisiones racionales acerca de si invierte en dichas empresas? La respuesta requiere consultar distintas teorías en carácter de ayuda, pues, en esencia, el inversor debería ser provisto con información para tomar decisiones adecuadas en materia de inversión. Así, la Teoría de la Decisión es un buen punto de partida; también las teorías de la Agencia, de las Señales, de los Costos de los Propietarios, son importantes para tal fin. Por su parte, la Teoría de la Inversión, una especialización de la Teoría de la Decisión, es fundamental para modelar el proceso de decisión de un inversor racional.

En esta línea, el presente trabajo tiene en cuenta la Teoría de la Decisión, las citadas teorías y el método de decisión multicriterio, ya que la selección de una cartera de inversión conformada por acciones de empresas socialmente responsables cotizantes en Bolsa constituye un problema de decisión que no puede basarse en un único criterio. En este tipo de decisiones, deben considerarse

varios aspectos, por tal motivo, constituye un problema de decisión que debe ser abordado con métodos de decisión multicriterio.

La aparición, en la década de los sesenta, del llamado paradigma decisional multicriterio ha supuesto una verdadera revolución en el campo de la Teoría de la Decisión. Este enfoque pretende buscar un equilibrio entre los distintos objetivos en conflicto, o bien satisfacer, en la medida de lo posible, una serie de metas asociadas a esos objetivos. Son numerosas las variantes del análisis multicriterio, todas presentan una estructura similar y una operativa común. A tal efecto, entre todos los métodos, se elige para la presente investigación la Programación por Compromiso: Método TOPSIS. Esta técnica se basa en el concepto de que es deseable que una alternativa determinada se ubique a la menor distancia respecto de una alternativa ideal que representa lo mejor (ideal positiva o simplemente ideal) y a la mayor distancia respecto de una alternativa ideal que representa lo peor (ideal negativa o anti-ideal). En consecuencia, identifica soluciones que se encuentran lo más cerca posible a una solución ideal, aplicando para ello alguna medida de distancia. Éstas se denominan soluciones compromiso y constituyen el conjunto compromiso.

En este contexto, según Barba-Romero (1997), se pueden seguir las siguientes fases para resolver el problema planteado: definición y estructuración del problema de decisión; definición de los criterios de evaluación; aplicación del método elegido TOPSIS con el software correspondiente y análisis de los resultados.

La población objeto de estudio la constituyen las empresas argentinas que cotizan en Bolsa para el ejercicio económico cerrado en 2024 e integrantes del Merval25 y la muestra está conformada por 22 empresas seleccionadas por muestreo aleatorio. Por su parte, el Método de Decisión Multicriterio TOPSIS se caracteriza porque reemplaza las variables dependientes e independientes, que son habituales en una regresión, por criterios y subcriterios que hay que maximizar o minimizar de acuerdo con la tipología del problema a investigar.

A su vez, la construcción de los criterios de evaluación debe llevarse a cabo teniendo en cuenta la información obtenida respecto de las distintas dimensiones del problema y las características del contexto en que se encuentra el conflicto planteado. En esta línea, se tendrán en cuenta los siguientes criterios y subcriterios: criterio referido al tamaño de la empresa, el cual considera los siguientes subcriterios: Monto del Activo, Capitalización Bursátil y Monto de Ventas; criterio de solidez económica, medido por medio de los subcriterios de Margen sobre Ventas, ROA (Rentabilidad del Activo) y ROE (Rentabilidad del Patrimonio Neto) ; criterio de solvencia financiera, medido a través de los subcriterios Solvencia, Nivel de Endeudamiento y Propiedad del Activo y finalmente el criterio de Empresa Socialmente Responsable, cuyo subcriterio es el ESG Scoring, el

cual es obtenido a partir de la información suministrada por Refinitiv Eikon², la cual es una plataforma profesional de información financiera utilizada por analistas, bancos, fondos y empresas de todo el mundo para tomar decisiones de inversión, cuenta con un sistema que te da datos financieros en tiempo real, análisis y noticias relevantes. Para esto se trabajo con una puntuación combinada denominado: ESG Combined Score, el cual se obtiene a partir de la vinculación de dos puntajes:

- el ESG Score, que consiste una puntuación global de la empresa basada en la información autodeclarada en los pilares ambiental, social y de gobierno corporativo y
- el ESG Controversies Score que mide la exposición de una empresa a controversias ambientales, sociales y de gobernanza, así como a eventos negativos reflejados en los medios de comunicación globales.

De esta manera el puntaje oscila entre 0 y 1, de acuerdo a que no solo mencione aspectos de ASG sino también se evidencien en la práctica al evaluar si existen impactos de tipo negativo ante los mismos.

Tabla 1 Descriptivo de criterios y subcriterios

CRITERIOS	SUBCRITERIOS	MAX / MIN
TAMAÑO DE LA EMPRESA	MONTO DE ACTIVO	MÁXIMIZAR
	CAP. BURSÁTIL	MÁXIMIZAR
	MONTO DE VENTAS	MÁXIMIZAR
SOLIDEZ ECONOMICA	MARGEN SOBRE VENTAS	MÁXIMIZAR
	ROA	MÁXIMIZAR
	ROE	MÁXIMIZAR
SOLVENCIA FINANCIERA	SOLVENCIA	MÁXIMIZAR
	NIVEL DE ENDEUDAMIENTO	MINIMIZAR
	PROPIEDAD DEL ACTIVO	MÁXIMIZAR
EMPRESA SOCIALMENTE RESPONSABLE (ESR)	ESG SCORING	MÁXIMIZAR

Fuente: Elaboración Propia.

En consecuencia, esta investigación de tipo exploratoria, mediante la aplicación de los diferentes pasos del método, permite ordenar las empresas de acuerdo con su situación económica financiera y alto grado de comunicación de factores de ASG.

Ahora bien, para poder realizar la aplicación del Método TOPSIS, necesitamos en primer lugar determinar el peso relativo de cada uno de los criterios intervinientes en el problema decisonal planteado. Existen varias formas de asignar pesos a los distintos criterios, entre ellas podemos destacar dos, la asignación directa (intuitivamente o según la experiencia del decisor) y el

² <https://eikon.refinitiv.com/>

método americano AHP (Proceso Analítico Jerárquico). Según Moreno Jiménez (2001) “el Proceso Analítico Jerárquico es una teoría general sobre juicios y valoraciones que, basada en escalas de razón, permite combinar lo científico y racional con lo intangible para ayudar a sintetizar la naturaleza humana con lo concreto de nuestras experiencias capturadas a través de la ciencia.” (p. 9); por lo tanto, en el presente trabajo, se procedió a aplicar este último a los efectos de lograr la mayor objetividad posible.

Para determinar los pesos de los criterios se ha seguido los pasos que determina el AHP. El primero, la estructuración del problema como una jerarquía, consiste en modelar el problema de decisión estableciendo una jerarquía; en el punto de partida se ubica la meta u objetivo, en el segundo nivel los criterios (que pueden descomponerse en subcriterios) y en el último nivel las alternativas.

Ilustración 1 Estructuración del problema



Fuente: Elaboración Propia

El segundo paso, es el establecimiento de las prioridades entre los criterios (paso primordial en el análisis, puesto que es donde se determinan los pesos a asignarle a los distintos criterios o subcriterios). El método utiliza una estrategia de asignación indirecta por la que el decisor va a determinar la importancia de cada criterio en función de la escala elaborada por Saaty.

Tabla 2 Escala fundamental de Saaty

Importancia	Definición	Explicación
1	De igual importancia	Igual contribución de dos tipos de actividades al objetivo general.
3	Superioridad moderada de un criterio sobre otro	La experiencia de una ligera superioridad con respecto a otro.
5	Fuerte Superioridad	La experiencia habla de ello
7	Importancia Significativa	A un tipo de actividad se le da tal importancia que se vuelve significativo.
9	Superioridad Indiscutible	Se admite sin discusión.
2	Decisiones Intermedias entre dos apreciaciones cercanas	Se utiliza en casos de convenio y compromiso.
4	Decisiones Intermedias entre dos apreciaciones cercanas	Se utiliza en casos de convenio y compromiso.
6	Decisiones Intermedias entre dos apreciaciones cercanas	Se utiliza en casos de convenio y compromiso.
8	Decisiones Intermedias entre dos apreciaciones cercanas	Se utiliza en casos de convenio y compromiso.
Magnitudes Inversas		1/2, 1/3, 1/4, 1/5... 1/9

Fuente: Saaty, T. (1980)

Para la elaboración se procedió a construir una matriz recíproca cuyas filas y columnas representan los criterios a los cuáles se atribuirán los pesos; el inversor le otorga un grado de importancia a uno de los criterios en comparación a otro de ellos, el menor tiene el valor recíproco o inverso respecto el mayor, y la diagonal principal asume el valor uno.

Tabla 3 Matriz de comparación por pares (A)

	Tamaño de la empresa	Solidez económica	Solvencia financiera	Empresa socialmente responsable
Tamaño de la empresa	1	1/3	1/3	1/5
Solidez económica	3	1	1/2	1/4
Solvencia financiera	3	2	1	1/3
Empresa socialmente responsable	5	4	3	1
	12	7,33	4,83	1,78

Fuente: Elaboración Propia

Luego, se normaliza la matriz, para ello se suma el total de cada columna y se procede a dividir el valor de cada celda por dicho total. Finalmente se obtiene el vector de pesos promediando cada una de las filas.

Tabla 4 Matriz Normalizada (N)

Tamaño de la empresa	Solidez económica	Solvencia financiera	Empresa socialmente responsable	Vector prioridad (w)
0,08	0,05	0,07	0,11	0,08
0,25	0,14	0,1	0,14	0,16
0,25	0,27	0,21	0,19	0,23
0,42	0,55	0,62	0,56	0,54
1	1	1	1	1,01

Fuente: Elaboración Propia

El tercer y último paso para determinar los pesos es Comprobar la Consistencia de los Juicios, donde se busca medir el grado de inconsistencia de los juicios emitidos, para lo cual se calcula un Índice de Consistencia (IC) el que se compara con un Índice de Consistencia Aleatorio promedio que ha sido determinado a partir de la simulación de cien mil matrices recíprocas generadas aleatoriamente. Finalmente se obtiene el Ratio de Consistencia (RC) a través de la

división del índice de Consistencia con el índice de Consistencia Aleatoria, el cual, debe ser igual a cero para que la matriz sea consistente, aunque si no es cero, pero es menor o igual a 0,10 la matriz tiene una inconsistencia admisible, mientras que si supera dicho valor deberá revisarse la confección de la matriz.

Tabla 5 Análisis de consistencia

			máx.	CI	CR = CI/RI
Tamaño de la empresa	0,3135	4,0468	4,1126	0,0375	0,0422
Solidez económica	0,6385	4,0538			
Solvencia financiera	0,9552	4,1687			
Empresa socialmente responsable	2,2407	4,1812			
4,15					

Fuente: Elaboración Propia

Una vez obtenidos los vectores de peso para los criterios y subcriterios se procedió a realizar el producto entre los pesos de los mismos para obtener el peso de cada subcriterio en función del criterio al cual pertenece para poder aplicar el método, quedando por consiguiente los pesos distribuidos de acuerdo lo muestra la tabla 6

Tabla 6 Asignación de pesos según AHP

CRITERIOS	PESOS (W)	SUBCRITERIOS	PESOS (W)
TAMAÑO DE LA EMPRESA	0,08	MONTO DEL ACTIVO	0,0085
		CAP. BURSÁTIL	0,0240
		MONTO DE VENTAS	0,0450
SOLIDEZ ECONOMICA	0,16	MARGEN SOBRE VENTAS	0,0154
		ROA	0,0295
		ROE	0,1126
SOLVENCIA FINANCIERA	0,23	SOLVENCIA	0,1419
		NIVEL DE ENDEUDAMIENTO	0,0221
		PROPIEDAD DEL ACTIVO	0,0651
EMPRESA SOCIALMENTE RESPONSABLE	0,54	ESG SCORING	0,5400

Fuente: Elaboración Propia

Luego de haber determinado los pesos de cada uno de los criterios y verificado la consistencia de los mismos ($0,04 < 0,10$) procedemos a la aplicación del método topsis el que nos permitirá armar el ranking de las empresas, alternativas del modelo, de acuerdo a los requerimientos del problema decisional.

4.4 Aplicación de los pasos del método TOPSIS

1º Paso: Construcción de la matriz de decisión

En el caso planteado, se ha determinado veintidós empresas (integrantes del Merval25) en las cuales el decisor podrá elegir para realizar su inversión (conjunto de alternativas), según tres grandes criterios (solidez económica, solvencia financiera y aspectos sociales) los cuales a su vez se descomponen en una serie de subcriterios que el inversor deberá tener en cuenta. En esta matriz se determina el valor que asume cada alternativa en términos de cada subcriterio.

Tabla 7 Matriz de Decisión

ALTERNATIVAS/CRITERIOS	TAMAÑO DE LA EMPRESA			SOLIDEZ ECONÓMICA			SOLVENCIA FINANCIERA			ESR
EMPRESAS	Mto. Activo	Cap. Burs.	Mto. Vtas.	Mg. s/ Vtas.	ROA	ROE	Solv.	N. Ende.	Prop. Act.	ESGs
Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.	2747033020000,00	2600000000000,00	1723792610000,00	0,0987	0,0619	0,1076	2,3575	0,4242	0,5758	49,95
BBVA	19370448520000,00	4980000000000,00	4666234730000,00	0,0996	0,0240	0,1348	1,2165	0,8220	0,1780	83,41
Banco Macro	14493051520000,00	7590000000000,00	4581530250000,00	0,0707	0,0224	0,0800	1,3880	0,7205	0,2795	60,18
BYMA (Bolsa de Valores)	2549375310000,00	2560000000000,00	256775070000,00	0,6715	0,0676	0,2636	1,3451	0,7434	0,2566	78,74
Central Puerto	3501901650000,00	3750000000000,00	971053140000,00	0,0672	0,0186	0,0266	3,3319	0,3001	0,6999	38,91
Sociedad Comercial del Plata S.A	839287450000,00	900000000000,00	735851470000,00	0,1174	0,1029	0,1423	3,6132	0,2768	0,7232	10,14
Cresud SACIF y A	4842217000000,00	1190000000000,00	959359000000,00	0,1415	0,0280	0,0623	1,8177	0,5502	0,4498	44,59
Cablevision Holding SA	16723652000000,00	1320000000000,00	8328814000000,00	-0,0097	-0,0048	-0,0115	1,7326	0,5772	0,4228	32,15
Edenor S.A	5235080000000,00	2090000000000,00	2687708000000,00	0,1332	0,0684	0,1806	1,6095	0,6213	0,3787	41,07
Grupo Financiero Galicia	42874214630000,00	11240000000000,00	9079546010000,00	0,2310	0,0489	0,2633	1,2282	0,8142	0,1858	69,07
Holcim SA	973892000000,00	645000000000,00	526498000000,00	0,1011	0,0547	0,0847	2,8180	0,3549	0,6451	45,93
Loma Negra	1852643360000,00	2060000000000,00	919760900000,00	0,2200	0,1092	0,1939	2,2892	0,4368	0,5632	57,03
Mirgor SACIFIA	1238745000000,00	1000000000000,00	1546143000000,00	0,1321	0,1648	0,6863	1,3162	0,7598	0,2402	34,63
Pampa Energía	6345000000,00	7040000000000,00	1934156000000,00	0,3300	0,1006	0,1937	2,0803	0,4807	0,5193	65,01
Laboratorios Richmond	342228040000,00	500000000000,00	120754050000,00	0,2598	0,0917	0,3649	1,3355	0,7488	0,2512	42,24
Grupo Supervielle S.A	5957874050000,00	1330000000000,00	1171193610000,00	0,1406	0,0276	0,1520	1,2223	0,8181	0,1819	65,15
Telecom Argentina	14393744000000,00	7420000000000,00	5442958000000,00	0,2447	0,0925	0,1829	2,0236	0,4942	0,5058	64,53
Transportadora de Gas del Norte	1341362090000,00	800000000000,00	380694730000,00	0,1275	0,0362	0,0830	1,7726	0,5641	0,4359	45,76
Trasnsportadora de gas del Sur	4465551940000,00	7480000000000,00	1604587430000,00	0,3035	0,1090	0,1657	2,9236	0,3420	0,6580	60,36
Transener	1111532560000,00	1850000000000,00	447359970000,00	0,2065	0,0831	0,1134	3,7481	0,2668	0,7332	19,93
Ternium Argentina SA	5909214000000,00	3050000000000,00	2027306000000,00	0,0526	0,0181	0,0210	7,2442	0,1380	0,8620	54,08
YPF	30287297000000,00	25210000000000,00	17895031000000,00	0,1161	0,0686	0,1698	1,6775	0,5961	0,4039	83,93
Nota: Mto. Activo: Monto del activo; Cap. Burs.: Capitalización bursátil; Mto. Vtas.: Monto de ventas; Mg. s/ Vtas.: Márgen sobre ventas; ROA: Rentabilidad del activo; ROE: Rentabilidad del patrimonio neto; Solv.: Solvencia; N. Ende.: Nivel de endeudamiento; Prop. Act.: Propiedad del activo; ESGs: ESG Scoring										

Fuente: Elaboración propia.

2º Paso: Normalización de la Matriz de Decisión

Se ha calculado la norma para cada subcriterio que surge de la raíz cuadrada de la suma del valor de cada alternativa al cuadrado; luego se divide cada valor por la norma obteniendo de esta manera la matriz normalizada.

Tabla 8 Matriz de Decisión Normalizada

ALTERNATIVAS/CRITERIOS	TAMAÑO DE LA EMPRESA			SOLIDEZ ECONÓMICA			SOLVENCIA FINANCIERA			ESR
EMPRESAS	Mto. Activo	Cap. Burs.	Mto. Vtas.	Mg. s/ Vtas.	ROA	ROE	Solv.	N. Ende.	Prop. Act.	ESGs
Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.	0,04341	0,07980	0,07203	0,09480	0,17636	0,10489	0,19060	0,15744	0,24423	0,19232
BBVA	0,30609	0,15284	0,19497	0,09563	0,06830	0,13141	0,09836	0,30510	0,07550	0,32116
Banco Macro	0,22901	0,23295	0,19144	0,06794	0,06367	0,07801	0,11222	0,26741	0,11856	0,23171
BYMA (Bolsa de Valores)	0,04028	0,07857	0,01073	0,64483	0,19255	0,25701	0,10875	0,27593	0,10882	0,30317
Central Puerto	0,05534	0,11509	0,04057	0,06452	0,05304	0,02596	0,26939	0,11139	0,29685	0,14982
Sociedad Comercial del Plata S.A	0,01326	0,02762	0,03075	0,11272	0,29300	0,13874	0,29213	0,10272	0,30676	0,03904
Cresud SACIF y A	0,07652	0,03652	0,04009	0,13586	0,07980	0,06075	0,14696	0,20420	0,19080	0,17169
Cablevision Holding SA	0,26426	0,04051	0,34801	-0,00935	-0,01380	-0,01118	0,14008	0,21422	0,17935	0,12379
Edenor S.A	0,08272	0,06414	0,11230	0,12791	0,19468	0,17605	0,13013	0,23060	0,16063	0,15813
Grupo Financiero Galicia	0,67748	0,34497	0,37938	0,22185	0,13928	0,25670	0,09930	0,30219	0,07882	0,26594
Holcim SA	0,01539	0,01980	0,02200	0,09708	0,15559	0,08260	0,22783	0,13171	0,27363	0,17685
Loma Negra	0,02927	0,06322	0,03843	0,21125	0,31093	0,18908	0,18508	0,16214	0,23887	0,21958
Mirgor SACIFIA	0,01957	0,03069	0,06460	0,12683	0,46931	0,66909	0,10641	0,28200	0,10189	0,13334
Pampa Energía	0,00010	0,21607	0,08082	0,31686	0,28635	0,18884	0,16820	0,17841	0,22026	0,25031
Laboratorios Richmond	0,00541	0,01535	0,00505	0,24946	0,26095	0,35576	0,10797	0,27793	0,10654	0,16264
Grupo Supervielle S.A	0,09414	0,04082	0,04894	0,13502	0,07869	0,14818	0,09882	0,30366	0,07714	0,25085
Telecom Argentina	0,22744	0,22773	0,22743	0,23497	0,26342	0,17834	0,16361	0,18341	0,21455	0,24846
Transportadora de Gas del Norte	0,02120	0,02455	0,01591	0,12241	0,10300	0,08093	0,14332	0,20939	0,18487	0,17619
Transportadora de gas del Sur	0,07056	0,22957	0,06705	0,29143	0,31045	0,16159	0,23638	0,12695	0,27907	0,23241
Transener	0,01756	0,05678	0,01869	0,19835	0,23667	0,11054	0,30304	0,09903	0,31099	0,07674
Ternium Argentina SA	0,09338	0,09361	0,08471	0,05055	0,05141	0,02043	0,58570	0,05124	0,36560	0,20823
YPF	0,47859	0,77373	0,74773	0,11148	0,19528	0,16559	0,13562	0,22126	0,17130	0,32316
Nota: Mto. Activo: Monto del activo; Cap. Burs.: Capitalización bursátil; Mto. Vtas.: Monto de ventas; Mg. s/ Vtas.: Margén sobre ventas; ROA: Rentabilidad del activo; ROE: Rentabilidad del patrimonio neto; Solv.: Solvencia; N. Ende.: Nivel de endeudamiento; Prop. Act.: Propiedad del activo; ESR: Empresa socialmente responsable; ESGs: ESG Scoring										

Fuente: Elaboración propia.

3º Paso: Construcción de la Matriz Normalizada Ponderada

Se procede a ponderar la matriz normalizada obtenida en el paso anterior en función del peso asignado a cada subcriterio según los resultados obtenidos de la aplicación del método AHP.

Es aquí donde la matriz refleja la importancia que el decisor le ha otorgado a cada subcriterio.

Tabla 9 Matriz de Decisión Normalizada Ponderada

ALTERNATIVAS/CRITERIOS	TAMAÑO DE LA EMPRESA			SOLIDEZ ECONÓMICA			SOLVENCIA FINANCIERA			ESR
EMPRESAS	Mto. Activo	Cap. Burs.	Mto. Vtas.	Mg. s/ Vtas.	ROA	ROE	Solv.	N. Ende.	Prop. Act.	ESGs
Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.	0,00037	0,00192	0,00324	0,00146	0,00520	0,01181	0,02705	0,00348	0,01590	0,10385
BBVA	0,00260	0,00367	0,00877	0,00147	0,00201	0,01480	0,01396	0,00674	0,00491	0,17342
Banco Macro	0,00195	0,00559	0,00861	0,00105	0,00188	0,00878	0,01592	0,00591	0,00772	0,12512
BYMA (Bolsa de Valores)	0,00034	0,00189	0,00048	0,00993	0,00568	0,02894	0,01543	0,00610	0,00708	0,16371
Central Puerto	0,00047	0,00276	0,00183	0,00099	0,00156	0,00292	0,03823	0,00246	0,01933	0,08090
Sociedad Comercial del Plata S.A	0,00011	0,00066	0,00138	0,00174	0,00864	0,01562	0,04145	0,00227	0,01997	0,02108
Cresud SACIF y A	0,00065	0,00088	0,00180	0,00209	0,00235	0,00684	0,02085	0,00451	0,01242	0,09271
Cablevision Holding SA	0,00225	0,00097	0,01566	-0,00014	-0,00041	-0,00126	0,01988	0,00473	0,01168	0,06685
Edenor S.A	0,00070	0,00154	0,00505	0,00197	0,00574	0,01982	0,01847	0,00510	0,01046	0,08539
Grupo Financiero Galicia	0,00576	0,00828	0,01707	0,00342	0,00411	0,02890	0,01409	0,00668	0,00513	0,14361
Holcim SA	0,00013	0,00048	0,00099	0,00150	0,00459	0,00930	0,03233	0,00291	0,01781	0,09550
Loma Negra	0,00025	0,00152	0,00173	0,00325	0,00917	0,02129	0,02626	0,00358	0,01555	0,11858
Mirgor SACIFIA	0,00017	0,00074	0,00291	0,00195	0,01384	0,07534	0,01510	0,00623	0,00663	0,07200
Pampa Energía	0,00000	0,00519	0,00364	0,00488	0,00845	0,02126	0,02387	0,00394	0,01434	0,13517
Laboratorios Richmond	0,00005	0,00037	0,00023	0,00384	0,00770	0,04006	0,01532	0,00614	0,00694	0,08782
Grupo Supervielle S.A	0,00080	0,00098	0,00220	0,00208	0,00232	0,01668	0,01402	0,00671	0,00502	0,13546
Telecom Argentina	0,00193	0,00547	0,01023	0,00362	0,00777	0,02008	0,02322	0,00405	0,01397	0,13417
Transportadora de Gas del Norte	0,00018	0,00059	0,00072	0,00189	0,00304	0,00911	0,02034	0,00463	0,01204	0,09514
Trasportadora de gas del Sur	0,00060	0,00551	0,00302	0,00449	0,00916	0,01819	0,03354	0,00281	0,01817	0,12550
Transener	0,00015	0,00136	0,00084	0,00305	0,00698	0,01245	0,04300	0,00219	0,02025	0,04144
Ternium Argentina SA	0,00079	0,00225	0,00381	0,00078	0,00152	0,00230	0,08311	0,00113	0,02380	0,11244
YPF	0,00407	0,01857	0,03365	0,00172	0,00576	0,01865	0,01925	0,00489	0,01115	0,17451

Nota: Mto. Activo: Monto del activo; Cap. Burs.: Capitalización bursátil; Mto. Vtas.: Monto de ventas; Mg. s/ Vtas.: Márgen sobre ventas; ROA: Rentabilidad del activo; ROE: Rentabilidad del patrimonio neto; Solv.: Solvencia; N. Ende.: Nivel de endeudamiento; Prop. Act.: Propiedad del activo; ESR: Empresa socialmente responsable; ESGs: ESG Scoring

Fuente: Elaboración propia.

4º Paso: Determinación de la Solución Ideal Positiva y Negativa

En este paso se determina los valores ideales y anti-ideales de cada subcriterio para que en el paso siguiente pueda determinarse las distancias con respecto a estos valores. Para el caso de los atributos deseables, por ejemplo, el índice de solvencia, se procede a determinar el valor máximo para obtener la solución ideal positiva y el mínimo para la solución ideal negativa. Mientras que, para los indeseables, por ejemplo, índice de endeudamiento, se busca determinar el mínimo valor para la solución ideal positiva y el máximo para la anti-ideal.

Tabla 10 Solución al Ideal Positivo (+) y Negativo (-)

	TAMAÑO DE LA EMPRESA			SOLIDEZ ECONÓMICA			SOLVENCIA FINANCIERA			ESR
	Mto. Activo	Cap. Burs.	Mto. Vtas.	Mg. s/ Vtas.	ROA	ROE	Solv.	N. Ende.	Prop. Act.	ESGs
$SIP \bar{A} +$	0,00576	0,01857	0,03365	0,00993	0,01384	0,07534	0,08311	0,00113	0,02380	0,17451
$SIN \bar{A} -$	0,00000	0,00037	0,00023	-0,00014	-0,00041	-0,00126	0,01396	0,00674	0,00491	0,02108

Nota: Mto. Activo: Monto del activo; Cap. Burs.: Capitalización bursátil; Mto. Vtas.: Monto de ventas; Mg. s/ Vtas.: Márgen sobre ventas; ROA: Rentabilidad del activo; ROE: Rentabilidad del patrimonio neto; Solv.: Solvencia; N. Ende.: Nivel de endeudamiento; Prop. Act.: Propiedad del activo; ESR: Empresa socialmente responsable; ESGs: ESG Scoring

Fuente: Elaboración propia.

5º Paso: Calculo de las Medidas de Distancia

Se procede a determinar las distancias que tiene cada alternativa con los valores ideales y anti-ideales. Para ello se construyen dos tablas, calculando el cuadrado de la diferencia del valor que asume cada alternativa para cada subcriterio con el valor ideal o anti-ideal según corresponda. Columna seguida se determina la raíz cuadrada de la suma de los valores obtenidos para cada alternativa.

Tabla 11 Decisión a la Alternativa Ideal

ALTERNATIVAS/CRITERIOS	TAMAÑO DE LA EMPRESA			SOLIDEZ ECONÓMICA			SOLVENCIA FINANCIERA			ESR	d+
EMPRESAS	Mto. Activo	Cap. Burs.	Mto. Vtas.	Mg. s/ Vtas.	ROA	ROE	Solv.	N. Ende.	Prop. Act.	ESGs	
Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.	0,00003	0,00028	0,00092	0,00007	0,00007	0,00404	0,00314	0,00001	0,00006	0,00499	0,11669
BBVA	0,00001	0,00022	0,00062	0,00007	0,00014	0,00367	0,00478	0,00003	0,00036	0,00000	0,09949
Banco Macro	0,00001	0,00017	0,00063	0,00008	0,00014	0,00443	0,00451	0,00002	0,00026	0,00244	0,11267
BYMA (Bolsa de Valores)	0,00003	0,00028	0,00110	0,00000	0,00007	0,00215	0,00458	0,00002	0,00028	0,00012	0,09289
Central Puerto	0,00003	0,00025	0,00101	0,00008	0,00015	0,00524	0,00201	0,00000	0,00002	0,00876	0,13253
Sociedad Comercial del Plata S.A	0,00003	0,00032	0,00104	0,00007	0,00003	0,00357	0,00174	0,00000	0,00001	0,02354	0,17419
Cresud SACIF y A	0,00003	0,00031	0,00101	0,00006	0,00013	0,00469	0,00388	0,00001	0,00013	0,00669	0,13018
Cablevision Holding SA	0,00001	0,00031	0,00032	0,00010	0,00020	0,00587	0,00400	0,00001	0,00015	0,01159	0,15022
Edenor S.A	0,00003	0,00029	0,00082	0,00006	0,00007	0,00308	0,00418	0,00002	0,00018	0,00794	0,12907
Grupo Financiero Galicia	0,00000	0,00011	0,00027	0,00004	0,00009	0,00216	0,00476	0,00003	0,00035	0,00095	0,09366
Holcim SA	0,00003	0,00033	0,00107	0,00007	0,00009	0,00436	0,00258	0,00000	0,00004	0,00624	0,12167
Loma Negra	0,00003	0,00029	0,00102	0,00004	0,00002	0,00292	0,00323	0,00001	0,00007	0,00313	0,10374
Mirgor SACIFIA	0,00003	0,00032	0,00094	0,00006	0,00000	0,00000	0,00463	0,00003	0,00029	0,01051	0,12966
Pampa Energía	0,00003	0,00018	0,00090	0,00003	0,00003	0,00292	0,00351	0,00001	0,00009	0,00155	0,09616
Laboratorios Richmond	0,00003	0,00033	0,00112	0,00004	0,00004	0,00124	0,00460	0,00003	0,00028	0,00751	0,12336
Grupo Supervielle S.A	0,00002	0,00031	0,00099	0,00006	0,00013	0,00344	0,00477	0,00003	0,00035	0,00152	0,10788
Telecom Argentina	0,00001	0,00017	0,00055	0,00004	0,00004	0,00305	0,00359	0,00001	0,00010	0,00163	0,09583
Transportadora de Gas del Norte	0,00003	0,00032	0,00108	0,00006	0,00012	0,00439	0,00394	0,00001	0,00014	0,00630	0,12805
Trasnportadora de gas del Sur	0,00003	0,00017	0,00094	0,00003	0,00002	0,00327	0,00246	0,00000	0,00003	0,00240	0,09667
Transener	0,00003	0,00030	0,00108	0,00005	0,00005	0,00396	0,00161	0,00000	0,00001	0,01771	0,15743
Ternium Argentina SA	0,00002	0,00027	0,00089	0,00008	0,00015	0,00533	0,00000	0,00000	0,00000	0,00385	0,10297
YPF	0,00000	0,00000	0,00000	0,00007	0,00007	0,00321	0,00408	0,00001	0,00016	0,00000	0,08719
Nota: Mto. Activo: Monto del activo; Cap. Burs.: Capitalización bursátil; Mto. Vtas.: Monto de ventas; Mg. s/ Vtas.: Márgen sobre ventas; ROA: Rentabilidad del activo; ROE: Rentabilidad del patrimonio neto; Solv.: Solvencia; N. Ende.: Nivel de endeudamiento; Prop. Act.: Propiedad del activo; ESR: Empresa socialmente responsable; ESGs: ESG Scoring											

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 12 Distancia a la Alternativa Anti-Ideal

ALTERNATIVAS/CRITERIOS	TAMAÑO DE LA EMPRESA			SOLIDEZ ECONÓMICA			SOLVENCIA FINANCIERA			ESR	d-
EMPRESAS	Mto. Activo	Cap. Burs.	Mto. Vtas.	Mg. s/ Vtas.	ROA	ROE	Solv.	N. Ende.	Prop. Act.	ESGs	
Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0002	0,0002	0,0000	0,0001	0,0069	0,0859
BBVA	0,0000	0,0000	0,0001	0,0000	0,0000	0,0003	0,0000	0,0000	0,0000	0,0232	0,1535
Banco Macro	0,0000	0,0000	0,0001	0,0000	0,0000	0,0001	0,0000	0,0000	0,0000	0,0108	0,1051
BYMA (Bolsa de Valores)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0001	0,0000	0,0009	0,0000	0,0000	0,0000	0,0203	0,1463
Central Puerto	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0006	0,0000	0,0002	0,0036	0,0665
Sociedad Comercial del Plata S.A	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0001	0,0003	0,0008	0,0000	0,0002	0,0000	0,0371
Cresud SACIF y A	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0001	0,0000	0,0000	0,0001	0,0051	0,0729
Cablevision Holding SA	0,0000	0,0000	0,0002	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0021	0,0492
Edenor S.A	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0004	0,0000	0,0000	0,0000	0,0041	0,0686
Grupo Financiero Galicia	0,0000	0,0001	0,0003	0,0000	0,0000	0,0009	0,0000	0,0000	0,0000	0,0150	0,1278
Holcim SA	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0001	0,0003	0,0000	0,0002	0,0055	0,0787
Loma Negra	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0001	0,0005	0,0002	0,0000	0,0001	0,0095	0,1020
Mirgor SACIFIA	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0002	0,0059	0,0000	0,0000	0,0000	0,0026	0,0932
Pampa Energía	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0001	0,0005	0,0001	0,0000	0,0001	0,0130	0,1177
Laboratorios Richmond	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0001	0,0017	0,0000	0,0000	0,0000	0,0045	0,0791
Grupo Supervielle S.A	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0003	0,0000	0,0000	0,0000	0,0131	0,1158
Telecom Argentina	0,0000	0,0000	0,0001	0,0000	0,0001	0,0005	0,0001	0,0000	0,0001	0,0128	0,1167
Transportadora de Gas del Norte	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0001	0,0000	0,0000	0,0001	0,0055	0,0755
Trasportadora de gas del Sur	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0001	0,0004	0,0004	0,0000	0,0002	0,0109	0,1096
Transener	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0001	0,0002	0,0008	0,0000	0,0002	0,0004	0,0420
Ternium Argentina SA	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0048	0,0000	0,0004	0,0083	0,1164
YPF	0,0000	0,0003	0,0011	0,0000	0,0000	0,0004	0,0000	0,0000	0,0000	0,0235	0,1597
Nota: Mto. Activo: Monto del activo; Cap. Burs.: Capitalización bursátil; Mto. Vtas.: Monto de ventas; Mg. s/ Vtas.: Márgen sobre ventas; ROA: Rentabilidad del activo; ROE: Rentabilidad del patrimonio neto; Solv.: Solvencia; N. Ende.: Nivel de endeudamiento; Prop. Act.: Propiedad del activo; ESR: Empresa socialmente responsable; ESGs: ESG Scoring											

Fuente: Elaboración propia.

6º Paso: Cálculo de la Proximidad Relativa de cada Alternativa a la Solución Ideal Positiva y Negativa

Para determinar la proximidad relativa se utiliza lo que se conoce como ratio de similaridad, que para el caso de la ideal es igual al cociente entre la distancia a la solución anti-ideal de cada alternativa y la suma de las distancias a las soluciones ideales y anti-ideales; mientras que para la anti-ideal es igual a la división entre las distancias de la solución ideal positiva y la suma de las distancias de ambas soluciones.

Tabla 13 Cálculo de la Proximidad Relativa a la Solución Ideal Positiva y Negativa

ALTERNATIVAS/CRITERIOS	Índice de Similaridad	
	Al Anti-ideal	Al Ideal
Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.	0,42387	0,57613
BBVA	0,60674	0,39326
Banco Macro	0,48261	0,51739
BYMA (Bolsa de Valores)	0,61166	0,38834
Central Puerto	0,33418	0,66582
Sociedad Comercial del Plata S.A	0,17549	0,82451
Cresud SACIF y A	0,35912	0,64088
Cablevision Holding SA	0,24679	0,75321
Edenor S.A	0,34694	0,65306
Grupo Financiero Galicia	0,57710	0,42290
Holcim SA	0,39281	0,60719
Loma Negra	0,49567	0,50433
Mirgor SACIFIA	0,41811	0,58189
Pampa Energía	0,55039	0,44961
Laboratorios Richmond	0,39054	0,60946
Grupo Supervielle S.A	0,51780	0,48220
Telecom Argentina	0,54919	0,45081
Transportadora de Gas del Norte	0,37101	0,62899
Trasnportasora de gas del Sur	0,53124	0,46876
Transener	0,21078	0,78922
Ternium Argentina SA	0,53062	0,46938
YPF	0,64687	0,35313

Fuente: Elaboración propia.

7º Paso: Ordenación de las Alternativas

De acuerdo a su Proximidad Relativa Según los resultados obtenidos en el paso anterior se ordenan de manera descendente las alternativas, de tal manera que aquellas con un ratio de similaridad más cercano a uno serán preferidas respecto a las demás. Para el caso bajo estudio como podemos apreciar en la tabla N° 14.

Tabla 14 Ordenación de Preferencias

EMPRESAS	Orden
YPF	0,64687
BYMA (Bolsa de Valores)	0,61166
BBVA	0,60674
Grupo Financiero Galicia	0,57710
Pampa Energía	0,55039
Telecom Argentina	0,54919
Trasportadora de gas del Sur	0,53124
Ternium Argentina SA	0,53062
Grupo Supervielle S.A	0,51780
Loma Negra	0,49567
Banco Macro	0,48261
Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.	0,42387
Mirgor SACIFIA	0,41811
Holcim SA	0,39281
Laboratorios Richmond	0,39054
Transportadora de Gas del Norte	0,37101
Cresud SACIF y A	0,35912
Edenor S.A	0,34694
Central Puerto	0,33418
Cablevision Holding SA	0,24679
Transener	0,21078
Sociedad Comercial del Plata S.A	0,17549

Fuente: Elaboración propia.

Conclusiones

El presente trabajo desarrolló un análisis del mercado de capitales desde una perspectiva teórico-práctica, integrando fundamentos económicos, financieros, contables y conductuales. Además, la revisión sistemática de autores clásicos, tales como, Graham, Lynch y Fama permitió comprender los pilares conceptuales que guían la toma de decisiones de inversión: el valor intrínseco, el análisis fundamentado, la relación entre información y precios y la importancia del comportamiento racional del inversor.

A su vez, la incorporación de la teoría de las finanzas conductuales evidenció que la racionalidad perfecta postulada por la teoría neoclásica no siempre se verifica en la práctica. Sesgos cognitivos, heurísticas y factores emocionales afectan decisiones de portafolio, y esta influencia es particularmente marcada en mercados emergentes como el argentino, donde la volatilidad macroeconómica y la incertidumbre institucional potencian conductas defensivas.

El análisis del mercado argentino mostró avances significativos en materia regulatoria, tecnológica e infraestructura de negociación, destacándose la creación de BYMA, la modernización regulatoria impulsada por la CNV y la digitalización del acceso al mercado; sin embargo, persisten desafíos estructurales como la baja profundidad, la dolarización del portafolio doméstico, la limitada educación financiera y la sensibilidad al riesgo político. La prevalencia de CEDEARs como instrumento dominante evidencia la preferencia por cobertura cambiaria y exposición a mercados internacionales.

Desde el punto de vista del análisis financiero, se describieron ratios fundamentales, múltiplos bursátiles y modelos de valuación, adaptados a la realidad local mediante la incorporación del riesgo país y la variabilidad macroeconómica.

Finalmente, se enfatizó el rol central de la información contable y la auditoría como base para la transparencia, la confianza y la asignación eficiente de capital. La adopción de NIIF y la aplicación de normativa argentina unificada en contexto inflacionario constituyen pilares esenciales para garantizar información comparable y confiable.

En síntesis, el mercado de capitales constituye un espacio donde confluyen teoría económica, análisis cuantitativo, comportamiento humano y regulación institucional. Para el profesional de Ciencias Económicas, comprender estas dimensiones no solo permite interpretar los mercados, sino también contribuir a su fortalecimiento mediante prácticas de auditoría, transparencia y evaluación crítica fundamentada.

La Inversión Socialmente Responsable representa un cambio significativo en la forma en que los accionistas toman decisiones de inversión. Este enfoque no solo mitiga los riesgos asociados a factores externos como el cambio climático y las crisis sociales, sino que también promueve un desarrollo económico que asegura beneficios duraderos. Como resultado, la inversión sostenible se perfila no solo como una opción ética, sino como una estrategia que equilibra la rentabilidad y la responsabilidad, consolidando su relevancia en un mercado que exige cada vez más compromiso y transparencia.

Los inversores combinan ambas fuentes para obtener una visión integral del desempeño financiero, estratégico y socioambiental. La transparencia reduce el costo de capital, disminuye la volatilidad y mejora la liquidez del mercado, fortaleciendo la confianza en la información divulgada y favoreciendo procesos de valuación más precisos y eficientes.

El inversor moderno consume información diversa y multidimensional. La información contable obligatoria continúa siendo indispensable, ya que proporciona una base estandarizada y verificable para evaluar la situación económica y financiera de la empresa. Sin embargo, esta información por sí sola resulta insuficiente para comprender la complejidad de los riesgos actuales y la capacidad de la empresa para sostener su desempeño en el tiempo.

La información voluntaria —particularmente la relacionada con sostenibilidad, estrategia corporativa, riesgos emergentes, gestión del capital humano y expectativas del management— aporta elementos cualitativos y cuantitativos que complementan el análisis tradicional. Este tipo de información permite evaluar dimensiones intangibles, anticipar riesgos no financieros, identificar oportunidades estratégicas y comprender la posición competitiva de la empresa en un entorno dinámico y globalizado.

Las teorías analizadas a lo largo del trabajo ofrecen fundamentos sólidos para comprender por qué las empresas revelan información más allá de sus obligaciones formales. La Teoría de la Agencia explica la necesidad de reducir los conflictos entre directivos y accionistas mediante mayor transparencia; la Teoría de los Stakeholders expone la importancia de atender intereses amplios y diversos; la Teoría de las Señales muestra cómo las empresas utilizan la divulgación para diferenciarse en mercados con asimetría informativa; la Hipótesis de Mercados Eficientes destaca el impacto de la información en la formación de precios; mientras que las Teorías de la Legitimidad y del Institucionalismo subrayan las presiones sociales y normativas que impulsan prácticas de disclosure más amplias.

En este marco, la información financiera y no financiera no debe entenderse como compartimentos estancos, sino como partes integrantes de un sistema informativo que refleja la capacidad de la empresa para crear valor económico, social y ambiental. La convergencia entre ambas fuentes mejora la calidad del proceso inversor, promueve mercados más estables y contribuye a la asignación eficiente de recursos en la economía.

En síntesis, el mercado de capitales contemporáneo exige un enfoque holístico de análisis: uno que combine sólidos fundamentos contables con una comprensión profunda de los factores estratégicos y socioambientales que moldean el desempeño empresarial. Esta integración es clave para la toma de decisiones informada, la gestión del riesgo y la valoración a largo plazo.

La selección de una cartera de inversión conformada por acciones de empresas socialmente responsables cotizantes en Bolsa constituye un problema de decisión que no puede basarse en un único criterio. En este tipo de decisiones, deben considerarse varios aspectos, por tal motivo, constituye un problema de decisión que debe ser abordado con métodos de decisión multicriterio los cuales constituyen un campo interdisciplinario que estudia cómo los individuos y las organizaciones toman decisiones cuando deben considerar múltiples criterios simultáneamente, los cuales pueden ser heterogéneos, conflictivos y medidos en distintas escalas. Este enfoque se aplica a una amplia variedad de contextos: políticas públicas, planificación estratégica, gestión empresarial, ingeniería, salud, medio ambiente, logística y, entre otros, finanzas e inversión.

En el presente trabajo el modelo empleado fue el método TOPSIS que permitió determinar un ranking ordenado de empresas socialmente responsables en las cuales invertir. De acuerdo con

este ranking, el primer puesto es para aquella empresa donde se presenta la mejor situación económica-financiera y, a su vez, cumple con un compromiso social responsable reflejado a través de un indicador de Responsabilidad Social Corporativa medido a partir del grado de divulgación de información de ASG a través de memorias de sostenibilidad siguiendo la Guía GRI G4.

Por lo contrario, el último puesto se le atribuye a aquella empresa con una situación económico-financiera más riesgosa y con un menor compromiso a ser socialmente responsable.

Bibliografía

- Aguado, M., Blanco, A., Alfaya, V., Bonilla, B., y Blasco, J. L. (2002). *Sostenibilidad y gobierno en empresas cotizadas. Análisis y recomendaciones*. Congreso Nacional de Medio Ambiente. Grupo de Trabajo GT.
- Akerlof, G. A. (1970). The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.
- Artana, D., D'Amato, L., y Brichetti, J. P. (1999). *Desregulación y desarrollo del mercado de capitales en Argentina*. Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL).
- Balaguer, M. R. (2006). *La inversión socialmente responsable: Tres ensayos* [Tesis doctoral, Universidad Jaume I]. Repositorio Institucional.
- Banco Central de la República Argentina. (2023). *Informe de estabilidad financiera*. BCRA.
- Barba-Romero, S., y Romero, J. C. (1997). *Decisiones multicriterio: Fundamentos teóricos y utilización práctica*. Universidad de Alcalá.
- Belton, V., y Stewart, T. J. (2002). *Multiple criteria decision analysis: An integrated approach*. Springer.
- Bolsas y Mercados Argentinos. (2023). *Informe anual del mercado de capitales argentino*. BYMA.
- Brans, J. P., y Vincke, P. (1985). A preference ranking organisation method: The PROMETHEE method for multiple criteria decision-making. *Management Science*, 31(6), 647–656. <https://doi.org/10.1287/mnsc.31.6.647>
- Bushman, R. M., y Smith, A. J. (2003). Transparency, financial accounting information, and corporate governance. *Economic Policy Review*, 9(1), 65–87.
- Camino, D. (1993). Los fondos de inversión socialmente éticos. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 22(75), 397–417.
- Charlo Molina, M. J., y Moya Clemente, I. (2010). El comportamiento financiero de las empresas socialmente responsables. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 16(2), 15–25.
- Comisión Nacional de Valores. (2023). *Ley de Mercado de Capitales N.º 26.831 y normativa complementaria*. CNV.
- Cuesta, M., y Gallindo, A. (2005). *Inversiones socialmente responsables*. Universidad Pontificia de Salamanca.

- D'Attellis, A. (2020). *Introducción al mercado de capitales en la Argentina*. Ediciones Cooperativas.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3.ª ed.). Wiley.
- Eccles, R. G., y Krzus, M. P. (2018). *The Nordic model: An analysis of leading practices in ESG disclosure*. Nordic Council of Ministers.
- Eguiazu, A., y Eguiazu Sanzberro, P. (2019). *El programa de compliance como elemento de autocontrol de los límites en el marco de la legalidad y ética en defensa de los intereses comunes*. XIV Congreso Argentino de Derecho Societario.
- Elkington, J. (1997). *Cannibals with forks: The triple bottom line of 21st century business*. New Society Publishers.
- Erpen, M. (2014). *Mercado de capitales para no especialistas*. La Ley.
- Escribano Rodenas, M. C., y Fernández Barberis, G. (2002). *Estudio comparativo de métodos de ayuda a la decisión multicriterio en la valoración y selección de alternativas de inversión*. X Jornadas ASEPUMA, Universidad de San Pablo.
- EUROSIF. (2006). *European SRI Study*. <http://www.eurosif.org>
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575–1617.
- Fama, E. F., y Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Ferrari, M. (2000). Historical risk and return of the tobacco industry. En D. E. Coogan (Ed.), *Tobacco divestment and fiduciary responsibility. A legal and financial analysis*. Investor Responsibility Research Center.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- Friede, G., Busch, T., y Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233.
- Gallardo Hernández, J. R. (2012). *Administración estratégica: De la visión a la ejecución*. Alfaomega.
- García, E., y Sánchez, J. (2005). Un estudio meta-analítico de los factores determinantes de la revelación de información. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 35(132), 761–788.
- Garello, R., y Hernández, T. (2016). *La inversión socialmente responsable: una decisión multicriterio en las empresas cotizantes* [Trabajo final de graduación, Universidad Nacional de Río Cuarto]. Repositorio UNRC.
- Giner, B. (1995). *La divulgación de información financiera: una investigación empírica*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.
- Global Reporting Initiative. (2021). *GRI standards*. GRI.
- Gond, J. P., O'Sullivan, N., Slager, R., y Homanen, M. (2020). How ESG engagement creates value: A review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 28(6), 423–437.

- Graham, B. (1949). *The intelligent investor*. Harper & Brothers.
- Gray, R. (1995). *Accounting and accountability: Changes and challenges in corporate social reporting and environmental reporting*. Prentice Hall.
- Greco, S., Ehr Gott, M., y Figueira, J. (2016). *Multiple criteria decision analysis: State of the art surveys*. Springer.
- Griffin, J., y Mahon, J. (1997). The corporate social performance and the corporate financial performance debate. *Business and Society*, 36(1), 5–27.
- Grupo de Inversión de Impacto. (2017). *La inversión responsable llega para quedarse*. <http://inversiondeimpacto.net/la-inversion-responsable-llega-para-quedarse/>
- Hackston, D., y Milne, M. (1996). Some determinants of social environmental disclosures in New Zealand companies. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 9(1), 77–95.
- Hamilton, S., Hoje, J., y Statman, M. (1993). Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds. *Financial Analysts Journal*, 49(6), 62–69.
- Healy, P. M., y Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440.
- Hernandez-Royett, J., Franco-Campo, D., Galindo-Cárdenas, S., y Bernan Payares, O. (2020). La dimensión ética del contador público en el caso Odebrecht. *Revista Espacios*, 41(23).
- Hevia, F., Carvajal, C., y Lozano, T. (2019). *De la Responsabilidad Social Corporativa a la Inversión Socialmente Responsable*. Ethic. <https://ethic.es/2019/08/de-la-responsabilidad-social-corporativa-a-la-inversion-socialmente-responsable/>
- Hwang, C. L., y Yoon, K. (1981). *Multiple attribute decision making: Methods and applications*. Springer.
- International Sustainability Standards Board. (2023). *IFRS sustainability disclosure standards*. IFRS Foundation.
- Ishizaka, A., y Labib, A. (2011). Review of the main developments in the analytic hierarchy process. *Expert Systems with Applications*, 38(11), 14336–14345.
- Jensen, M. C., y Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Kahneman, D., y Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263–291. <https://doi.org/10.2307/1914185>
- Keeney, R. L., y Raiffa, H. (1993). *Decisions with multiple objectives: Preferences and value trade-offs*. Cambridge University Press.
- Levine, R. (2005). Finance and growth: Theory and evidence. En P. Aghion y S. Durlauf (Eds.), *Handbook of Economic Growth* (Vol. 1, pp. 865–934). Elsevier.
- Lewis, S. (2003). Reputation and corporate responsibility. *Journal of Communication Management*, 7(4), 356–364.
- Lozano, J. M., y Albareda, L. (2001). *Observatorio de los fondos de inversión éticos, ecológicos y solidarios en España*. IPES-Esade; Fundación Caixa Sabadell.

- Lucena, M. M. (2023). *La relación entre sostenibilidad y rentabilidad en el largo plazo y cómo las empresas pueden equilibrar estos dos objetivos*. ISO Tools. <https://www.isotools.us/2023/06/19/la-relacion-entre-sostenibilidad-y-rentabilidad-en-el-largo-plazo-y-como-las-empresas-pueden-equilibrar-estos-dos-objetivos/>
- Luck, C., y Pilotte, N. (1993). Domini social index performance. *Journal of Investing*, 2(3), 60–72.
- Lynch, P. (1989). *One up on Wall Street: How to use what you already know to make money in the market*. Simon & Schuster.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
- Martínez Fernández, J., y Peñaloza Suárez, M. (2018). *Análisis de cinco casos antiéticos en el actuar profesional del contador público y sus consecuencias disciplinarias* [Trabajo de grado, Universidad de La Salle]. Repositorio de la Universidad de La Salle.
- McWilliams, A., y Siegel, D. (2000). Corporate social responsibility and financial performance. *Strategic Management Journal*, 21(5), 603–609.
- Miralles, J. L., Miralles, M. M., y Miralles, J. L. (2012). Performance bursátil de las empresas socialmente responsables. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 15(4), 221–230.
- Mishkin, F. S. (2019). *The economics of money, banking and financial markets* (12.ª ed.). Pearson.
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., y Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience. *Academy of Management Review*, 22(4), 853–886.
- Moneva, J., y Llena, F. (1996). Análisis de la información sobre responsabilidad social en las empresas industriales que cotizan en bolsa. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 25(87), 361–401.
- Moore, G. (2001). Corporate social and financial performance: An investigation in the UK supermarket industry. *Journal of Business Ethics*, 34(3-4), 299–315.
- Moreno Jiménez, J. M. (2001). *El Proceso Analítico Jerárquico (AHP): Fundamentos, metodología y aplicaciones*. Universidad de Zaragoza.
- Muñoz, M. J., Rivera, J., y Moneva, J. M. (2008). Evaluating sustainability in organizations: A fuzzy logic approach. *Industrial Management & Data Systems*, 108(6), 829–841.
- Navarro, J. L., y González, J. M. (2006). Responsabilidad Social Corporativa y crecimiento económico. *Estudios de Economía Aplicada*, 24(2), 723–749.
- Newell, G., y Acheampong, P. (2002). *The role of property in ethical managed funds*. University of Western Sydney.
- Orlitzky, M., y Benjamin, J. D. (2001). Corporate social performance and firm risk: A meta-analytic review. *Business & Society*, 40(4), 369–396.
- Orozco Álvarez, J., Otoy Samboni, S., y Salazar, C. (2020). Dilemas éticos en América Latina. *Revista Colombiana de Contabilidad*, 8(15).
- Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5.ª ed.). McGraw-Hill.
- Puig, X. (2019). *La inversión sostenible y responsable: Integración de criterios ESG en el análisis financiero*. Editorial Pirámide; EFPA.

- Renneboog, L., Ter Horst, J., y Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1723–1742.
- Rodríguez, G. (2004). Factores explicativos de la revelación voluntaria de información sobre fuentes de ventaja competitiva empresarial. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 33(122), 705–739.
- Romero, C. (1993). *Teoría de la decisión multicriterio: Conceptos, técnicas y aplicaciones*. Alianza Universidad Textos.
- Roy, B. (1996). *Multicriteria methodology for decision aiding*. Springer.
- Royo, J. (2006). *Los fondos de inversión socialmente responsables en España. Mitos y realidades de la responsabilidad social corporativa en España*. Civitas.
- Saaty, T. L. (1980). *Toma de decisiones para líderes* (M. Escudey, E. Martínez y L. Vargas, Trans.). University of Pittsburgh.
- Sauer, D. A. (1997). The impact of social responsibility screens on investment. *Review of Financial Economics*, 6(2), 137–150.
- Scholtens, B. (2014). Indicators of responsible investing. *Ecological Economics*, 98, 193–202.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
- Shleifer, A., y Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Simpson, W. G., y Kohers, T. (2002). The link between corporate social and financial performance: Evidence from the banking industry. *Journal of Business Ethics*, 35(2), 97–109.
- Sparkes, R. (2002). *Socially responsible investment: A global revolution*. Wiley.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Strong, R. A. (2005). *Portfolio construction, management, and protection*. Thomson South-Western.
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610.
- Task Force on Climate-related Financial Disclosures. (2017). *Final report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*. Financial Stability Board.
- Terminielli, G. (2021, 28 de septiembre). *La inversión socialmente responsable llegó para quedarse*. Fundación Foro Sur. <https://www.forosur.com.ar/blog/la-inversion-socialmente-responsable-llego-para-quedarse/>
- United Nations. (2006). *Principles for responsible investment*. United Nations.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 97–180.
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179–194.
- White, A. (1999). Sustainability and the accountable corporation. *Environment: Science and Policy for Sustainable Development*, 41(8), 30–43.

White, G. I., Sondhi, A. C., y Fried, D. (2003). *The analysis and use of financial statements*. Wiley.

Zavadskas, E. K., Turskis, Z., y Kildiene, S. (2016). State of the art surveys of overviews on MCDM/MADM methods. *Technological and Economic Development of Economy*, 20(1), 165–179.