

VERDAD, BELLEZA, PROBIDAD

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE TAMAULIPAS

Facultad de Comercio y Administración de Tampico

División de Estudios de Posgrado e Investigación

Título:

**“Efecto de los criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo
en el desempeño financiero de las empresas que cotizan en el Mercado
Integrado Latinoamericano”**

Tesis Doctoral presentado por:

Mtra. Madelyn Avila Vera

Comité de tesis:

Dra. Laura Esther Jiménez Ferretiz

Dr. Ricardo Christian Morales Pelagio

Dr. Miguel Ángel Reyna Castillo

Tampico, Tamaulipas, México.

Septiembre de 2024.



VERDAD. BELLEZA. PRIORIDAD

SIP | Secretaría de
Investigación
y Posgrado

Autorización de Divulgación

En CIUDAD VICTORIA, Tamaulipas, el día 30 del mes de SEPTIEMBRE del año 2024, el (la) que suscribe MADELYN AVILA VERA, alumno (a) del Programa de DOCTORADO EN GESTIÓN ESTRATÉGICA DE NEGOCIOS, con número de matrícula A2123320249, de la Facultad de Comercio y Administración Tampico, por medio de la presente y con fundamento en los artículos 5, 18, de la Ley Federal de Derechos de autor, manifiesto mi autoría y originalidad de la obra titulada "EFECTO DE LOS CRITERIOS MEDIOAMBIENTALES, SOCIALES Y DE GOBIERNO CORPORATIVO EN EL DESEMPEÑO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS QUE COTIZAN EN EL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO", bajo la DIRECCIÓN de la DRA. LAURA ESTHER JIMENEZ FERRETIZ, misma que entrego de conformidad para ser revisada y evaluada para sustentar mi examen de grado, como se establece en los artículos del 38 al 42 del Reglamento de Estudios de Posgrado de la Universidad Autónoma de Tamaulipas.

Así mismo, con fundamento en los artículos 24, 25, y 27 fracciones I, II, y VI de la Ley Federal de Derechos de autor, expreso mi conformidad de **AUTORIZAR** la divulgación, publicación, la comunicación pública y circulación del trabajo antes mencionado, a la **UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE TAMAULIPAS**, en forma no exclusiva, siempre que sea con fines académicos, de investigación, humanísticos, tecnológicos, artísticos, sociales, científicos o culturales, ya sea a nivel nacional e Internacional.

Por lo cual, los usuarios de la información no deben reproducir el contenido textual, gráficas y datos del trabajo sin el permiso correspondiente. Para ello, podrá solicitar a través del correo electrónico madelyn_avila@hotmail.com.

MADELYN AVILA VERA



VERDAD, BELLEZA, PROBIIDAD

SIP | Secretaría de
Investigación
y Posgrado

CARTA DE ORIGINALIDAD

En **CIUDAD VICTORIA**, Tamaulipas, el día **30** del mes de **SEPTIEMBRE** del año **2024**, la que suscribe **MADelyn AVILA VERA**, alumna del Programa de **DOCTORADO EN GESTIÓN ESTRATÉGICA DE NEGOCIOS**, con número de matrícula **A2123320249**, de la **Facultad de Comercio y Administración Tampico**, autor de la tesis (**EFECTO DE LOS CRITERIOS MEDIOAMBIENTALES, SOCIALES Y DE GOBIERNO CORPORATIVO EN EL DESEMPEÑO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS QUE COTIZAN EN EL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO**).

Declaro que:

1. La tesis es de mi autoría y de original creación, producto del resultado de la investigación personal e individual; en la cual se cita textual el material bibliográfico utilizado y con el debido otorgamiento de los créditos autorales, bajo el estilo de referencia bibliográfica solicitado por la institución, como lo establece el artículo 148, fracción I, de la Ley Federal del Derecho de Autor.
2. En el documento, no se ha reproducido párrafos completos; ilustraciones, fotografías, diagramas, cuadros y tablas, sin otorgamiento del crédito autoral o fuente correspondiente, como lo establece el artículo 148, fracción I, de la Ley Federal del Derecho de Autor.
3. Por lo tanto, deslindo de toda responsabilidad a la Universidad Autónoma de Tamaulipas de cualquier acción legal que llegara a proceder de alguna persona física o moral que se considere con derecho sobre la tesis o idónea y la comunicación de resultados, respondiendo por la autoría y originalidad de esta, asumiendo todas las consecuencias jurídicas, como lo establece el artículo 14 párrafo tercero del Código de Ética y Conducta de la UAT.

MADELYN AVILA VERA



CARTA DE CONFIDENCIALIDAD

En CIUDAD VICTORIA, Tamaulipas, el día 30 del mes de SEPTIEMBRE del año 2024, el (la) que suscribe MADELYN AVILA VERA, alumna del Programa de DOCTORADO EN GESTIÓN ESTRATÉGICA DE NEGOCIOS, con número de matrícula A2123320249, de la Facultad de Comercio y Administración Tampico, manifiesto mi responsabilidad de mantener de forma confidencial y de no utilizar, divulgar o difundir por ningún medio, en beneficio propio o de terceros antes, durante e incluso después de obtener el grado académico, sin la previa autorización de mi Director de tesis, Comité tutorial y de la Institución la información, documentación y datos de toda índole que se generen del proyecto EFFECTO DE LOS CRITERIOS MEDIOAMBIENTALES, SOCIALES Y DE GOBIERNO CORPORATIVO EN EL DESEMPEÑO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS QUE COTIZAN EN EL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO que se me asignó y a los que tenga acceso y reciba con motivo del proyecto de investigación **son propiedad de la Universidad Autónoma de Tamaulipas**, lo anterior, como lo establecen los artículos 14 y 17 del Reglamento de Ética y Conducta y los artículos 49 y 50 del Reglamento de Investigación de la UAT.

De lo anterior, asumo que la información que se genere producto de mi tesis forma parte de la línea de generación del conocimiento de mis directores y de las políticas institucionales de la Universidad Autónoma de Tamaulipas, de conformidad con el artículo 6 del Reglamento Editorial de la UAT.

En caso de que incumpla este compromiso, la Universidad se reserva el derecho de ejercer las acciones jurídicas que procedan y, en consecuencia, asumo cualquier responsabilidad por el manejo indebido o sin la previa autorización de la información o resultados, así como por los eventuales perjuicios que pudiese ocasionarse a esta institución, según el artículo 2 del Reglamento de Transparencia de la UAT.

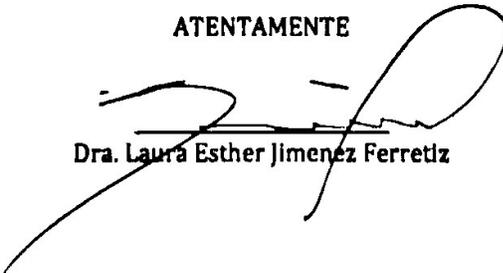
MADELYN AVILA VERA

Tampico, Tamaulipas a 30 de septiembre de 2024

DR. JOSÉ IGNACIO AZUELA FLORES
JEFE DE LA DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO E INVESTIGACIÓN
FACULTAD DE COMERCIO Y ADMINISTRACIÓN – TAMPICO
PRESENTE

En atención a lo dispuesto en el procedimiento para la elaboración de tesis del Programa de Doctorado en Gestión Estrategia de Negocios de la División de Estudios de Posgrado e Investigación, perteneciente a la Facultad de Comercio y Administración de Tampico, dependiente de la Universidad Autónoma de Tamaulipas, en mi calidad de director hago constar que el trabajo de tesis titulado "EFECTO DE LOS CRITERIOS MEDIOAMBIENTALES, SOCIALES Y DE GOBIERNO CORPORATIVO EN EL DESEMPEÑO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS QUE COTIZAN EN EL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO" elaborado por la MTRA. MADELYN AVILA VERA matrícula UAT 2123320249 ha sido aprobado para su defensa correspondiente ante tribunal.

ATENTAMENTE



Dra. Laura Esther Jimenez Ferretiz

Tampico, Tamaulipas. A 30 de septiembre de 2024

DR. JOSÉ IGNACIO AZUELA FLORES
JEFE DE LA DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO E INVESTIGACIÓN
FACULTAD DE COMERCIO Y ADMINISTRACIÓN-TAMPICO
PRESENTE

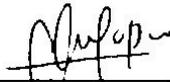
El (la) que suscribe Madelyn Avila Vera con matrícula UAT 2123320249 alumna del Programa de Doctorado en Gestión Estratégica de Negocios de la División de Estudios de Posgrado e Investigación, perteneciente a la Facultad de Comercio y Administración de Tampico, dependiente de la Universidad Autónoma de Tamaulipas, hago de su conocimiento que el día de hoy 30 de septiembre de 2024 mi director de tesis han emitido carta de aprobación del trabajo de investigación titulado "EFECTO DE LOS CRITERIOS MEDIOAMBIENTALES, SOCIALES Y DE GOBIERNO CORPORATIVO EN EL DESEMPEÑO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS QUE COTIZAN EN EL MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO".

Anexo carta de aprobación de directores y Tesis.

En virtud de lo anterior, solicito su autorización para presentar el examen para obtener el Grado de Doctor con la modalidad de Tesis.

Agradeciendo de antemano la atención y sin otro asunto, quedo en espera de sus comentarios.

ATENTAMENTE



Madelyn Avila Vera

2123320249

4ta Generación DGEN

madelyn_avila@hotmail.com

833-3232779

Agradecimientos

Extiendo mi más profundo y sincero agradecimiento a todas las personas e instituciones que me han acompañado y apoyado en este arduo pero gratificante camino de investigación y aprendizaje, por lo que quiero agradecer inicialmente a mi alma mater, la Universidad Autónoma de Tamaulipas (UAT) por brindarme la oportunidad de realizar mis estudios de posgrado en un entorno académico de excelencia y además ofrecerme los recursos necesarios para llevar a cabo esta investigación. Su compromiso con la educación se ve reflejado en la formación de muchos profesionistas que al igual que yo culminan con un proyecto de investigación.

Agradezco especialmente al Consejo Nacional de Humanidades, Ciencias y Tecnologías (CONAHCYT) por el apoyo financiero otorgado a través de la beca, sin el cual este trabajo no hubiera sido posible. Su inversión en la investigación científica es un pilar esencial para el desarrollo del conocimiento en nuestro país.

A la Universidad de Medellín, Antioquia, Colombia por permitirme realizar una estancia de investigación. La oportunidad de trabajar en un entorno académico de prestigio y colaborativo ha sido una experiencia invaluable en mi desarrollo profesional y personal. Gracias a las facilidades y recursos proporcionados, pude recopilar la base de datos necesaria para mi tesis, lo cual ha sido fundamental para el avance y la culminación de este trabajo. Agradezco de manera especial a los profesores, investigadores y personal administrativo de la universidad por su apoyo, orientación y amabilidad durante mi estancia.

Un agradecimiento muy especial a mis tutores, la Dra. Laura Esther Jiménez Ferretiz (FCAT-UAT), gracias por su apoyo incondicional y guía; el Dr. Ricardo Morales Pelagio (FCA-UNAM), por su paciencia, guía; y al Dr. Miguel Ángel Reyna Castillo, por sus consejos siempre sabios y acertados. También a mis lectores por compartir su vasto conocimiento conmigo, Dr. Abel Cano Morales (UDEM-Colombia) y Dr. Rogelio Cogco Calderón (FADYCS-UAT), quienes me acompañaron en este trayecto de la investigación, muchas gracias por la orientación y apoyo han sido cruciales para el desarrollo y culminación de esta tesis.

A mis profesores y docentes del Doctorado en Gestión Estratégica (2020-2024), quienes con su dedicación, conocimiento y pasión por la enseñanza me han guiado y motivado a lo largo de este camino, sus consejos y enseñanzas han sido invaluable para mi formación académica y personal.

A mis amigas, compañeras de estudio y colegas, quienes con su compañía, apoyo y palabras de aliento han hecho de esta experiencia un viaje mucho más llevadero y enriquecedor. Ileana, Josefina, Abril, y Gris muchas gracias por los momentos compartidos, el compañerismo y por ser una fuente constante de inspiración.

Además, quiero extender un agradecimiento especial a la Dra. Lidia Rangel Blanco cuyo apoyo y guía ha sido fundamental en mi trayectoria académica y de investigación desde la licenciatura hasta el doctorado. Gracias por creer en mí, por sus valiosas enseñanzas, por estar siempre dispuesta a escuchar y orientar. Su apoyo ha sido crucial para alcanzar mis metas. No tengo palabras suficientes para expresar mi gratitud por todo lo que ha hecho por mí a lo largo de estos años.

Finalmente, pero no menos importante a mi familia, por su amor incondicional y constante apoyo en todos mis proyectos y sueños. Sin ustedes, nada de esto hubiera sido posible.

Dedicatorias

A mi familia, por su amor incondicional y su apoyo constante. Gracias por ser mi refugio en los momentos más difíciles. Este logro es tanto suyo como mío, pues sin paciencia, apoyo y perseverancia, no estaría aquí hoy.

A mí misma, por no rendirme nunca y por seguir adelante a pesar de los desafíos. Este doctorado es el fruto de años de esfuerzo, dedicación y una firme determinación de alcanzar mis objetivos.

A mi amado Jovanni, quien ha estado a mi lado en cada paso de este arduo camino. Gracias por tu paciencia, tu comprensión y por ser mi compañero fiel en esta travesía. Tu amor y apoyo incondicional han sido mi fuerza motriz y mi ancla en los momentos de incertidumbre. Este logro también es tuyo, pues sin ti, este viaje no habría sido el mismo.

Y, finalmente, a todas las mujeres que, con su fuerza, valentía y determinación, han abierto el camino para que hoy podamos soñar y alcanzar metas inimaginables. Con gratitud, Madelyn.

Resumen

En los últimos años, las grandes empresas han adoptado prácticas de sostenibilidad como una oportunidad estratégica, divulgando su desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo (ESG) a los stakeholders para demostrar su compromiso con el desarrollo sostenible. No obstante, los registros empíricos no ofrecen un consenso sobre los beneficios financieros de estas prácticas, mientras en algunos mercados se consideran una ventaja competitiva, en otros no hay evidencia de un impacto positivo en el desempeño financiero. La presente investigación tiene como objetivo determinar el efecto de los criterios ESG en el desempeño financiero de las emisoras sostenibles del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) entre 2015-2021, utilizando una metodología de panel con datos bianuales, se realizan dos regresiones de panel, empleando el retorno del capital (ROE) y la Q de Tobin como variables dependientes. Así mismo, se considera el efecto moderador del gobierno corporativo en un segundo modelo. Los resultados del modelo de regresión de panel de efectos fijos indican que la calificación global ESG no demuestra tener un efecto significativo con el desempeño financiero medido a partir del ROE, pero sí es significativo a partir de la calificación individual, destacando un efecto positivo del aspectos social y negativo para la cuestión del gobierno en los resultados del desempeño de mercado medido por el Q de Tobin. Además, se encontró que el gobierno corporativo actúa como una variable moderadora que debilita el impacto positivo de la sostenibilidad sobre el desempeño financiero, lo que sugiere una gestión inadecuada en las empresas del MILA en cuanto a sus estrategias de sostenibilidad. Como conclusión, los efectos fijos sugieren que hay características inherentes a las empresas que influyen en la relación entre la sostenibilidad corporativa y el desempeño financiero por lo que se propone como futura línea de investigación explorar los efectos del gobierno corporativo en el desarrollo de prácticas de sostenibilidad corporativa para esta región.

Palabras clave: *Sostenibilidad, gobierno de las empresas, desempeño financiero, ESG.*

Códigos JLE: G12; G34; Q56.

Abstract

In recent years, large companies have adopted sustainability practices as a strategic opportunity, disclosing their environmental, social and corporate governance (ESG) performance to stakeholders to demonstrate their commitment to sustainable development. However, empirical records do not offer a consensus on the financial benefits of these practices, while in some markets they are considered a competitive advantage, in others there is no evidence of a positive impact on financial performance. The present research aims to determine the effect of ESG criteria on the financial performance of sustainable issuers in the Latin American Integrated Market (MILA) between 2015-2021, using a panel methodology with biannual data, two panel regressions are performed, using return on equity (ROE) and Tobin's Q as dependent variables. Likewise, the moderating effect of corporate governance is considered in a second model. The results of the fixed effects panel regression model indicate that the overall ESG rating does not prove to have a significant effect on financial performance measured by ROE, but it is significant from the individual rating, highlighting a positive effect of the social aspect and a negative effect for the governance issue on the results of market performance measured by Tobin's Q. In addition, it was found that corporate governance acts as a moderating variable that weakens the positive impact of sustainability on financial performance, suggesting inadequate management in MILA companies regarding their sustainability strategies. In conclusion, the fixed effects suggest that there are inherent characteristics of companies that influence the relationship between corporate sustainability and financial performance, so it is proposed as a future line of research to explore the effects of corporate governance on the development of corporate sustainability practices for this region.

Keywords: *Sustainability, corporate governance, financial performance, ESG.*

JLE Code: G12; G34; Q56.

Índice de contenido

Agradecimientos	II
Dedicatorias	IV
Resumen	V
Abstract	VI
Capítulo 1. Introducción	1
1.1 Planteamiento del problema	6
1.2 Pregunta de investigación.....	10
1.3 Objetivo de la investigación.....	10
1.3.1 Objetivo general	10
1.3.2 Objetivos específicos.....	10
1.4 Justificación.....	10
1.5 Hipótesis de investigación.....	13
1.6 Delimitación y viabilidad de la investigación	13
Capítulo 2. Perspectivas teóricas sobre la sostenibilidad corporativa	15
2.1 Análisis y discusión de las teorías	19
2.1.1 Teoría de la visión de la empresa basada en los recursos naturales	23
2.1.2 Marco para el valor corporativo sostenible desde la visión de la empresa basada en los recursos naturales	29
2.2 Paradigmas teóricos sobre gobierno corporativo	36
2.2.1 Teoría de las partes interesadas	40
2.3 Relación entre la sostenibilidad corporativa, stakeholders y creación de valor	46
Capítulo 3. Revisión de literatura	49
3.1 Revisión de estudios empíricos	50
3.1.1 Efecto de los criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo en el desempeño financiero empresarial	53
3.1.2 Efecto moderador del gobierno corporativo con el desempeño sostenible y financiero empresarial	58

3.2	Conceptualización de las variables de estudio	60
3.3	Modelo general de la investigación.....	63
3.4	Justificación de la selección del modelo e hipótesis	66
Capítulo 4. Los principales desarrollos en materia de sostenibilidad corporativa en el Mercado Integrado Latinoamericano		69
4.1	Antecedentes del desarrollo sostenible y sostenibilidad corporativa	70
4.2	Evolución de las inversiones socialmente responsables e índices bursátiles de sostenibilidad	73
4.2.1	Índices bursátiles de sostenibilidad en el mercado latinoamericano.....	79
4.3	Desarrollos sobre criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo	82
4.4	Estándares de los códigos de buen gobierno corporativo	84
4.5	La materialidad de los criterios ESG.....	87
Capítulo 5. Estrategia Metodológica		92
5.1	Unidad de análisis	93
5.2	Diseño de la investigación.....	93
5.3	Medición de variables	94
5.3.1	Variables y operacionalización de variables.....	98
5.4	Especificación del modelo	99
5.5	Población y muestra	101
5.6	Técnica de análisis de la información	102
5.6.1	Prueba de Hausman.....	106
Capítulo 6. Resultados y Discusión.....		107
6.1	Estadística descriptiva	108
6.2	Selección del modelo de regresión.....	110
6.2.1	Resultados de la regresión agrupada	113
6.2.2	Modelo de efectos fijos y aleatorios.....	120
6.2.2.1	Modelo de efectos fijos y aleatorios con ROE como variable dependiente.....	120
6.2.2.2	Modelo de efectos fijos y aleatorios con Q de Tobin como variable dependiente ...	123
6.3	Efecto moderador del gobierno corporativo.....	126

6.4 Discusión de los resultados	130
Capítulo 7. Conclusiones, limitaciones y futuras líneas de investigación.....	136
Bibliografía	141
Anexos	156

Índice de figuras

Figura 1 Marco para el valor del accionista	31
Figura 2 Marco para el valor sostenible	33
Figura 3 Esquema de las partes interesadas de la empresa	42
Figura 4 Esferas de la Triple Cuenta de Resultado	48
Figura 5 Marco contextual de la investigación	63
Figura 6 Propuesta del modelo de la investigación.....	65
Figura 7 Evolución de los índices bursátiles de sostenibilidad en los países del MILA.....	81
Figura 8 Estándares y marcos de divulgación sostenible	89

Índice de tablas

Tabla 1 Capacidades estratégicas clave y proposiciones propuestas por la visión de la empresa basada en los recursos naturales.....	26
Tabla 2 Marco conceptual de la visión de la empresa basada en recursos naturales	28
Tabla 3 Teorías relacionadas con el estudio del gobierno corporativo.....	38
Tabla 4 Revisión de investigaciones previas sobre el efecto de la sostenibilidad a partir de los ESG en el desempeño financiero empresarial.	54
Tabla 5 Revisión de investigaciones previas sobre el efecto moderador del gobierno corporativo en el desempeño de sostenibilidad y desempeño financiero empresarial.	59
Tabla 6 Definición conceptual y operacional de las variables de estudio.....	61
Tabla 7 Evolución de la sostenibilidad en el mercado bursátil	73
Tabla 8 Principales índices que conforman el Dow Jones Sustainability Indices.....	76
Tabla 9 Principios básicos del Gobierno Corporativo.....	86
Tabla 10 Propuesta metodológica.....	94

Tabla 11 Operacionalización de las variables	98
Tabla 12 Ficha técnica.....	101
Tabla 13 Componentes del Dow Jones Sustainability MILA Pacific Alliance Index.....	102
Tabla 14 Descripción de los datos.....	108
Tabla 15 Matriz de correlación.....	111
Tabla 16 Matriz de correlación variables logarítmicas	112
Tabla 17 Regresión agrupada (Pooled) por OLS con variables en diferencias utilizando el ROE logarítmica como variable dependiente.....	113
Tabla 18 Regresión agrupada (Pooled) por OLS con variables en diferencias utilizando el Q de Tobin logarítmica como variable dependiente.	117
Tabla 19 Análisis de regresión de panel efectos fijos (ROE logarítmica como variable dependiente)	122
Tabla 20 Análisis de regresión de panel efectos fijos (Q de Tobin logarítmico como variable dependiente)	124
Tabla 21 Análisis de regresión de panel efectos fijos (ROE como variable dependiente y gobierno corporativo como variable moderadora)	127
Tabla 22 Análisis de regresión de panel efectos fijos (Q de Tobin logarítmica como variable dependiente y gobierno corporativo como variable moderadora).....	129
Tabla 23 Relación de las hipótesis de investigación	133

Índice de abreviaturas

BCS	Bolsa de Comercio de Santiago
BMV	Bolsa Mexicana de Valores
BVC	Bolsa de Valores de Colombia
BVL	Bolsa de Valores de Lima
CEMEX	Cementos Mexicanos S.A.
CIA	Central Intelligence Agency
CSA	Compliance, Safety, Accountability
DJSI Chile	Dow Jones Sustainability Chile Index
DJSI World	Dow Jones Sustainability World Index
EBITDA	Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization
ESG	Environmental, Social and Governance
GRI	Global Reporting Initiative
IEC	International Electrotechnical Commission
IGPA	Índice General de Precios de Acciones de la Bolsa de Santiago
IPC	Índice de Precios y Cotizaciones
IPSA	Índice de Precios Selectivo de Acciones
ISO	International Organization for Standardization
ISR	Inversión Socialmente Responsable
LLC	Limited liability Company
MCO	Mínimos Cuadrados Ordinarios
MILA	Mercado Integrado Latinoamericano
MiPyMES	Micro, pequeñas y Medianas Empresas
MSCI	Morgan Stanley Capital Index
NRBV	Natural-Resource-based view
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
ODS	Objetivos de Desarrollo Sostenible
PNUMA	Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente
PRI	Principios para la Inversión Responsable
RBV	Resource-based view

ROA	Retorno del activo
ROCE	Retorno del capital invertido
ROE	Retorno del capital
RSC	Responsabilidad Social Corporativa
S&P	Standard and Poor's
S&P DJI	Standard and Poor's Dow Jones Indices
TBL	Triple Cuenta de Resultado

Capítulo 1. Introducción

Capítulo 1. Introducción

Cada vez cobra una mayor importancia la sostenibilidad en la actividad humana, la reducción de las desigualdades, la lucha contra el cambio climático y la preservación medioambiental son algunos ejemplos de problemáticas que persisten en contemporaneidad y se encuentran en constante búsqueda (Migliorelli & Dessertine, 2020). A la luz de los grandes retos globales que enfrenta el desarrollo sostenible, las empresas continúan trabajando de manera proactiva en iniciativas sociales y medioambientales como importantes prácticas de responsabilidad social corporativa y estrategias internacionales sostenibles (Cherkasova & Nenuzhenko, 2022; Duque & Aguilera, 2019).

En este sentido, la *sostenibilidad corporativa* aparece como una alternativa al modelo tradicional de maximización de ganancias de corto plazo. Andreu & Fernández (2011) la definen como “un enfoque empresarial que busca generar valor a largo plazo para los accionistas, aprovechando oportunidades y gestionando de manera eficaz los riesgos asociados al desarrollo económico, social y medioambiental” (p. 5).

De esta manera, la sostenibilidad en las corporaciones tiene una orientación múltiple que reconoce importante labor de actuar a favor de la sociedad y medioambiente sin dejar su objetivo principal de obtener beneficios económicos-financieros (Garzón & Ibarra, 2014), esto de la Triple Cuenta de Resultado (TBL, por sus siglas en inglés, *Triple Bottom Line*) que propone Elkington (1997), marco de referencia que reconoce que la sociedad depende de la economía y ésta a su vez del ecosistema global cuya salud está representada en la última línea (García-López, 2015). Desde el punto de vista empresarial, el aspecto social, económico y ambiental contribuyen sinérgicamente en la sostenibilidad corporativa para crear valor corporativo a largo plazo.

Considerando el marco general de medición de la TBL, los aspectos ESG aparecen como un valioso esfuerzo por medir la sostenibilidad de las empresas desde una visión multidimensional e integrada. Siguiendo a Miralles Quirós et al. (2021) los criterios medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG, por sus siglas en inglés) han liderado las metodologías de divulgación sostenible en el mercado internacional y bursátil. Courage (2024) afirma que estos criterios evalúan a grandes rasgos la capacidad empresarial para proteger los derechos ambientales (E), para llevar a cabo una

buena gestión empresarial que fortalezca los lazos con sus *stakeholders* (S), y también involucra la cuestión de gobernanza empresarial comunicando sus decisiones, aspectos relacionados con el liderazgo, la remuneración ejecutiva, auditorías y derechos de los accionistas (G). Dichos aspectos son integrados en el marco teórico que propone la TBL.

Para Herzig & Schaltegger (2011) los informes corporativos sostenibles alienados a los criterios ESG son un llamado de atención por parte organismos de la industria, gobiernos, firmas consultoras e instituciones de investigación que constituyen ser una piedra angular en la exposición de marcos generales y específicos de divulgación obligatoria para el desarrollo sostenible en el mercado financiero. Los criterios ESG son un segmento de rápido crecimiento en el mundo de las inversiones, actualmente son incorporados en las decisiones de inversionistas mayoritarios y minoristas en la construcción de cartera a partir de la calificación o puntuación que se le asignan y su pertenencia a los índices bursátiles de sostenibilidad.

Continuando con la anterior, su auge se refleja en el aumento significativo de la inversión sostenible, según datos de *Global Sustainable Investment Alliance* las inversiones pasaron de 14 billones en 2014 a 35 billones de dólares en 2020 (Glavas, 2023). Dicho incremento es motivado por miles de empresas alrededor del mundo que divulgan reportes o informes corporativos “extra-financieros” para comunicar a sus *stakeholders*¹ el desempeño sostenible de su organización sobre ESG, reconociendo así las oportunidades estratégicas del desarrollo y divulgación de dichas prácticas corporativas.

Así mismo, se unen calificadoras de riesgo de renombre internacional como Bloomberg, Morgan Stanley Capital Index (MSCI) y Thomson Reuters para ofrecer datos sobre divulgación sostenible en base a criterios ESG generando puntajes y/o calificaciones que varían de 0 a 100, al cual un grupo selecto de empresas en el mercado bursátil pertenece; como relata Papoutsi & Sodhi (2020) la información que obtienen las calificadoras por parte de las corporaciones se obtiene

¹ Las partes interesadas o *stakeholders* son considerados cualquier individuo o grupo o relacionado directa o indirectamente con las empresas y que tienen una consecución sobre los objetivos de estas (Freeman, 1984). Estos pueden ser, por ejemplo, los inversionistas o inversores, accionistas, socios comerciales, trabajadores, proveedores, gobiernos, sociedad, organizaciones civiles, entre otros.

manera directa (encuestas o entrevistas aplicadas a las empresas), e indirecta (fuentes públicas), que varía de acuerdo a los criterios que proponen las calificadoras.

No obstante, a la par del reconocimiento internacional que se le brinda a la metodología ESG para la sostenibilidad corporativa surge una creciente exposición de investigaciones científicas que cuestionan los resultados financieros del desarrollo de estas prácticas, algunos estudios empíricos en la materia analizan el impacto de la calificación global y los efectos individuales de los aspectos ESG en la rentabilidad de las empresas encontrando una considerable ambivalencia en sus registros, algunos indican una relación positiva y significativa, mientras otros demuestran que impactan negativamente.

Como lo hace saber Du et al. (2017), la preparación de los reportes corporativos de sostenibilidad son complejos debido a que demandan requerimientos financieros y humanos significativos, no todas las organizaciones consideran las oportunidades que brinda debido a que en su mayoría persiguen beneficios de corto plazo. Particularmente si se trata de empresas que pertenecen a mercados en vías de desarrollo o emergentes, las prácticas de sostenibilidad corporativa no son apremiadas de la misma forma que mercados desarrollados o anglosajones, como lo sustenta Xie et al. (2018), Lu, L. W. (2021) y Bahadori, et al. (2021).

Por ejemplo, en el caso de los mercados desarrollados la evidencia empírica arroja que la sostenibilidad corporativa, medida a través de las puntuaciones ESG, tienen una relación positiva y significativa con el desempeño financiero empresarial (Xie et al., 2018; Lu, 2020; Nguyen et al., 2021). Sin embargo, al referirse a mercados en vías de desarrollo o emergentes la evidencia muestra una relación que apunta hacia ambas direcciones, es decir, positiva y negativa entre diferentes métricas del rendimiento operativo (Fauzi et al., 2007; Meneses et al., 2008; Hernández & Correa, 2018; Bahadori et al., 2021; Jyoti & Khanna, 2021). Por lo tanto, no existe un consenso en la literatura que demuestre que estas prácticas mejoran los resultados financieros.

No obstante, Arayssi et al. (2020) y Lee et al. (2017) se pronuncian a favor del desarrollo de prácticas sostenibles argumentando que aquellas empresas con un alto compromiso han logrado obtener beneficios tales como la innovación, ecoeficiencia en la cadena de suministro, mejor gestión de riesgos, lealtad de los inversionistas o hacia la marca, una mayor confianza del consumidor, entre otros. Así mismo, considerando las compañías que realizan oferta pública,

Kurucz et al. (2009) reconocen beneficios tales como buena reputación corporativa, preferencias de los inversionistas y legitimidad de sus operaciones en el mercado financiero.

Continuando con lo anterior, Pillos et al. (2018) y Fuentes (2015) argumentan que estas discrepancias en la literatura se deben al ímpetu de probar que la sostenibilidad se relaciona positivamente con el rendimiento financiero, por lo que no se distingue que los tipos de mercados tienen regímenes institucionales, requisitos de sostenibilidad o de divulgación dispares, por lo que los resultados entre sostenibilidad y desempeño financiero cambia respecto al contexto en que se analiza.

Además, como bien hace saber Linnenluecke (2022) la teoría existente no logra capturar por completo las diferencias asociadas a la cultura, capital humano y de gobierno corporativo que corroboran la bidireccionalidad en los registros empíricos actuales. La mayoría de estas investigaciones se desenvuelven en el contexto de los mercados desarrollados, la escasa evidencia en mercados de bajos y medianos ingresos es un área aún por explorar.

Particularmente el papel del gobierno corporativo es clave para comprender la bidireccionalidad de los resultados y su relación con la sostenibilidad. El gobierno corporativo ha mostrado una creciente exposición en la literatura de la sostenibilidad, la demanda de una mayor transparencia sobre como gestionan sus decisiones es motivo de interés para investigaciones como la Bistova & Lace (2014) y Aras & Crowther (2008) quienes exploran con inquietud el proceso de creación de valor del accionista cuando una compañía persigue estrategias de sostenibilidad.

Al respecto, Torres & Correa (2021) consideran que las deficientes prácticas de buena gobernanza han desencadenado problemáticas que comprometen el desempeño financiero y de sostenibilidad, tales como la corrupción, violación de derechos de accionistas minoritarios, y con ello, la pérdida de valor empresarial. En contraste, las prácticas sólidas en este ámbito han impulsado la eficiencia operativa de las corporaciones, facilitado la atracción y retención de inversionistas potenciales, mitigado riesgos y generado valor agregado.

Finalmente, considerando los argumentos anteriormente expuestos la presente investigación tiene interés por examinar la influencia de los criterios ESG en el desempeño financiero empresarial, considerando los primeros una métrica para la sostenibilidad corporativa

de las empresas que cotizan en bolsa que compila la dimensión social, económica y ambiental de creación de valor a largo plazo desde la óptima del desarrollo sostenible y las organizaciones.

Además, cabe agregar que esta investigación parte del reconocimiento de la brecha en la literatura y los registros empíricos sobre la sostenibilidad corporativa en mercados emergentes, por lo que se toma como caso de estudio las grandes corporaciones que cotizan en bolsa en el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) que integra las bolsas de México, Colombia, Chile y Perú los cuales han presentado un emprendimiento significativo en la materia en los últimos años. A continuación, se plantea la problemática de estudio, la pregunta de investigación, objetivos e hipótesis de investigación para enunciar formalmente el problema de estudio.

1.1 Planteamiento del problema

En los últimos años, se observa un crecimiento sustancial en las investigaciones empíricas que examinan el efecto de la sostenibilidad en el desempeño financiero empresarial (Hussain et al., 2018; Lee et al., 2019; Qiu et al., 2021). Estos estudios son motivados por la inquietud de un grupo amplio de interesados que buscan conocer cuáles son las ventajas o beneficios asociados al desarrollo de tal práctica. En este contexto, la información financiera material revelada por las compañías en materia de sostenibilidad ha funcionado como parámetro para evaluar el estado presente como futuro en los mercados.

Sin embargo, aunque las empresas que cotizan en la bolsa de valores tienen clara su obligación de proporcionar de forma periódica información sobre su situación financiera, desde hace apenas algunas décadas, un número significativo de compañías ha optado por divulgar información no financiera vinculada a los criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG, por sus siglas en inglés) como métrica para proporcionar información de los resultados del desempeño sostenible de las corporaciones. Estas prácticas buscan comunicar de manera transparente e incipiente sus objetivos estratégicos con la sostenibilidad, la responsabilidad social corporativa y transparencia al público inversionista e interesados.

Por lo tanto, los criterios ESG han logrado una gran aceptación en los estudios sobre sostenibilidad corporativa en los mercados de capitales, como agrega Swiss Sustainable Finance (2017), su creciente popularidad en los fondos y portafolios de inversión consolida la puntuación

ESG como una nueva medida para rendir cuentas y comunicar a los stakeholders sobre como las compa reflejan el su compromiso voluntario con objetivos no financieros vinculados con el desarrollo sostenible. Dicho lo anterior, los tres pilas ESG son considerados hoy en día la base de las estrategias de inversión socialmente responsables (ISR) o inversiones sostenibles más grande del mundo (Danso et al., 2019), alcanzando en lo que va del siglo un crecimiento superior al billón de dólares en productos de inversión (Boffo et al., 2020).

Con ello, las inversiones sostenibles enfocados en los criterios ESG se presentan como un segmento de rápido crecimiento en el mundo de las inversiones y gestión de activos, para lo que a Fuertes (2015) respecta, los índices bursátiles de sostenibilidad más representativos en el mercado han adoptado estos criterios según una calificación basada en una metodología de evaluación específica, que depende de las bolsas de valores, instituciones y calificadoras de riesgo que lo desarrollan.

A pesar de la creciente popularidad de estos importantes tres pilares para la reportar sobre los avances en materia de sostenibilidad corporativa, es posible coincidir con los argumentos expuestos por Pinillos et al. (2018), existe una serie de inconsistencias en las metodologías empleadas para medirlos, la falta de un cuestionario o instrumento estandarizado que recopile y analice de forma unívoca la información complica la evaluación y comparación entre el desempeño sostenible y financiero de las corporaciones.

Por esta razón, Cherkasova & Nenuzhenko (2022) reconocen que existen inconsistencias entre los resultados de estudios empíricos que examinan las puntuaciones ESG y sus efectos en el desempeño financiero, particulares se observan los resultados en la rentabilidad, riesgo o rendimiento de las acciones. Estos estudios reúnen como parte de su muestra empresas provenientes de diferentes regiones que utilizan una calificación o puntuación ESG con diferencias sustanciales entre ellas, lo que resulta en la falta de sistematización de los instrumentos de medición y conduce a resultados sesgados.

Al respecto, la empresa calificadora de riesgo Bloomberg (2023) ofrece su propio conjunto global de índices de referencia de renta fija y variable centrados en ESG que los inversionistas utilizan para evaluar el rendimiento empresarial con amplia gama de cuestiones sobre la sostenibilidad, integrándose en la investigación de empresas y construcción de carteras. Otro

ejemplo, es el índice S&P 500 ESG creado por la compañía Dow Jones en colaboración con Standard and Poor's (S&P), el cual seleccionan empresas en función de sólidos conjuntos de datos, los cuales representan oportunidades, riesgos e impactos de sostenibilidad financieramente significativos y específicos de la industria, los cuales de forma conjunta elaboran su propia metodología que se encuentra pública, convirtiendo a ambos en un referente a escala global.

En la actualidad, los índices creados por Dow Jones y S&P lideran la divulgación sostenible en los mercados de capitales, son considerados creadores índices y familias de índices de renombre mundial que incentivan a que cada vez más corporaciones sean adheridas al selecto grupo de emisoras sostenibles que destacan por sus buenas prácticas medioambientales, no obstante, las iniciativas para que las corporaciones lleven mejores prácticas de sostenibilidad se debe a varios motivos que vale la pena discutir.

Ciertamente, a pesar de ser un requisito para la operación comercial, son pocas las corporaciones que logran implementar con éxito un mayor compromiso con la sostenibilidad, obteniendo margen de beneficio o rendimiento operativo aceptable, en su mayoría este es motivado por la ecoeficiencia en su proceso de producción y cadena de suministro. No obstante, la creciente presión que ejercen los marcos institucionales a escala global, regional y local para la divulgación de información no financiera ha funcionado como punta de lanza para las adecuación de marcos de divulgación de prácticas sostenibles o socialmente responsable (Rodríguez & Pérez, 2016).

Por ejemplo, las investigaciones de Uyar et al. (2021), Karaman et al. (2020) y Kilic et al. (2019) detallan el impacto de los marcos en el desempeño sostenible de emisoras del sector turístico, logístico y de la industria de la aviación respectivamente, destacando el efecto moderador de la estructura del gobierno corporativo entre los resultados sostenibles y financiero de corporaciones marcando un precedente significativo para su profundización.

Recientemente el gobierno corporativo y la sostenibilidad se han acercado en las investigaciones científicas, por ejemplo, Pinillos et al. (2018) y Correa et al. (2020) sostienen que el gobierno corporativo es un elemento fundamental para cualquier corporación debido a su contribución en términos éticos, transparencia y rendición de cuentas, por lo que funciona como una dimensión clave para el desarrollo sostenible de las compañías.

Tal es el caso de Núñez et al. (2022), quienes afirman que existen mejoras en las estructuras de gobernanza corporativa de Latinoamérica en los últimos años debido a que se han suscitado cambios en los marcos institucionales que regulan el funcionamiento de la gobernanza lo que ha contribuido a que las decisiones de inversión sean más transparentes y responsables, fomentando así el crecimiento del mercado de renta fija y variable para esta región.

Sin embargo, en cuanto a la revisión de la literatura científica no se ha demostrado que exista un consenso en los mercados desarrollados y subdesarrollados, no hay evidencia para generalizar que en todos los casos que la sostenibilidad corporativa medida a partir de los criterios ESG impacte positivamente en el desempeño financiero. Como se puede constatar en los hallazgos encontrados en Carnini et al. (2022), Lu (2020) y Xie et al. (2018), las emisoras en mercados desarrollados muestran un efecto positivo y significativo en su desempeño financiero por motivo de la sostenibilidad corporativa. En contraste, estudios empíricos en economías subdesarrolladas Latinoamericanas demuestran una relación negativa y no significativa (Danso et al., 2019; Duque & Aguilera, 2021; Torres & Correa, 2021), por lo que no se puede generalizar el hecho de que las prácticas corporativas de sostenibilidad son fuente de ventaja competitiva y posicionamiento estratégico para todos los casos.

La presente investigación pretende contribuir al campo de conocimiento existente sobre la sostenibilidad corporativa, la literatura deja entrever dos limitaciones claramente establecidas que no ha logrado cubrir los estudios empíricos hasta la actualidad. Primero, se reconoce que las investigaciones en el área se han llevado a cabo principalmente en mercados desarrollados o anglosajones, por lo que se encuentra una escasa generación de conocimiento en los países o mercados emergentes o en vías de desarrollo.

Segundo, los estudios publicados en mercados emergentes o en vías de desarrollo muestran una relación bidireccional entre la sostenibilidad, gobierno corporativo y el desempeño financiero empresarial, por lo que se observa una limitada comprensión y explicación sobre dicha relación contextualizada en la región de estudio que conforma las bolsas del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) en el cual México, Colombia, Chile y Perú son participes. Este vacío en la literatura sustenta la pertinencia del estudio, por lo cual se estipulan las siguientes preguntas y objetivos de investigación.

1.2 Pregunta de investigación

¿Qué efecto tiene la sostenibilidad corporativa, medida a partir de los criterios medioambientales, sociales, y de gobierno corporativo (ESG), en el desempeño financiero de las emisoras sostenibles del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)?

1.3 Objetivo de la investigación

1.3.1 Objetivo general

Determinar el efecto de la sostenibilidad corporativa, medida a partir de los criterios medioambientales, sociales, y de gobierno corporativo (ESG), en el desempeño financiero de las emisoras sostenibles del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).

1.3.2 Objetivos específicos

- Describir las puntuaciones ESG para las emisoras sostenibles del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).
- Descomponer las puntuaciones ESG para las emisoras sostenibles del MILA.
- Evaluar los efectos individuales y global de las puntuaciones ESG en el desempeño financiero.
- Identificar si el gobierno corporativo (G) modera la relación entre los aspectos ambiental-sociales (ES) y el desempeño financiero empresarial de las emisoras sostenibles del MILA.

1.4 Justificación

La importancia del tema se sustenta en el aporte de diversos autores que manifiestan que la sostenibilidad corporativa contribuye significativa y positivamente a la creación de valor empresarial (Bahadori et al., 2021; Correa Mejía, Quintero Castaño, et al., 2020; Dzingai & Fakoya, 2017; Hernández-Serna & Correa-Mejía, 2018); la sostenibilidad corporativa propone que las organizaciones mantengan una armonía entre los objetivos económicos-financieros con los sociales y medioambientales de la corporación, así como es propuesta en la triple línea de resultado de Elkington (1997).

No obstante, a pensar de los numerosos autores demuestran que la sostenibilidad ocasiona un buen rendimiento corporativo (Qiu et al., 2021; Lu, 2021; Bahadori & Seraj, 2021; Gavira et al., 2020; Correa, et al., 2020; Hussain & Oriji 2018; Bansal, 2005), la evidencia hasta la actualidad no permite generalizar este hecho, los resultados varían conforme al tipo de mercado, país o sector en el que se explora los vínculos entre el desempeño sostenible desde la perspectiva de la calificación ESG, y el desempeño financiero empresarial. Tampoco queda claro sí la divulgación ESG es un factor que reduce el riesgo o favorece la capitalización bursátil.

Esta investigación permite ser una contribución al campo de conocimiento de los estudios de la sostenibilidad corporativa, criterios ESG y rendimiento financiero en mercados emergentes, ya que parte del reconocimiento del vínculo dichos aspectos para indagar sobre la “generalidad” de los resultados, con ello dar respuesta al porqué sectores, industrias y regiones afrontan realidades diferentes.

Sin duda, la sostenibilidad corporativa permite ser una importante práctica en el marco de la gestión estratégica empresarial de la contemporaneidad, otorga beneficios tanto tangibles como intangibles para las corporaciones y el entorno en el que se desenvuelven (Baumgartner & Rauter, 2017a; Hart & Milstein, 2003), pero ante esta afirmación la evidencia empírica es dispar y limitada a los mercados desarrollados por lo que vale la pena discutir los resultados que arroje una investigación empírica en el contexto de América Latina, particularmente de un mercado bursátil de importante valor como lo es el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).

Hasta el momento la evidencia empíricos que utiliza los criterios o calificación ESG para explorar la influencia de la sostenibilidad y desempeño financiero parte desde dos posturas o enfoques claramente establecidos; primero, indica que el gobierno corporativo tiene un efecto moderador entre los resultados de sostenibilidad de las empresas y sus resultados financieros (Weber, 2017; Arango, 2018; Lu, 2021); segundo, el gobierno corporativo junto con los criterios sociales y medioambientales de la empresa (ESG) es valorado como parte de un todo, conformando una métrica promediada que explica el rendimiento global de entidades que adoptan políticas sostenibles y de responsabilidad social, por lo que se analiza el efecto de esta en el desempeño financiero empresarial a partir de indicadores financieros como la rentabilidad del activo (ROA, por sus siglas en inglés), rentabilidad del capital (ROE), Q de Tobin, entre otros (Nguyen et al., 2021; Fiaschi et al., 2020; Xie et al., 2019).

Siguiendo a Brammer et al. (2006), sus hallazgos demuestran una relación negativa entre las prácticas de responsabilidad social corporativa y el rendimiento financiero en Reino Unido; para Marai et al., (2017), se puntualiza la nula atribución del gobierno corporativo al desempeño financiero en el caso de emisoras de Arabia Saudita. Por su parte, retomando en caso mexicano los autores Gavira-Durón et al. (2020) exploran los efectos de indicadores como el ROA, tamaño total de activos, Z-score de Altman, entre otras métricas de las empresas del IPC Sustentable de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), concluyendo en valoraciones atípicas respecto a los beneficios de emitir informes de sostenibilidad.

Tomando en cuenta lo anterior, la presente investigación permite contribuir al campo de conocimiento existente sobre la sostenibilidad de las organizaciones en mercados emergentes. Por lo que abordar ambos abordajes metodológicos es enriquecedor ya que permite cerrar la brecha en la literatura existente, los cuales suponen un impacto entre los criterios ESG y el desempeño financiero, y por otro lado, el efecto moderador del criterio de gobierno (G) entre el desempeño sostenible (ES) y los resultados financiero.

Así, algunos resultados muestran que el gobierno corporativo como variable que modera la relación entre la sostenibilidad y los resultados financieros son un referente para el desarrollo de prácticas más adecuadas en los estilos de gobernanza e instituciones de los países. Este hallazgo genera confusión por lo que es propósito de esta investigación esclarecer la propuesta de la sostenibilidad, medido a partir de las puntuaciones ESG, como una práctica que permite beneficios operativos, financieros y sociales que van de la mano con la buena gestión y gobernabilidad empresarial.

Dicho esto, se justifica la selección de la muestra considerando que México, al igual que Colombia, Chile y Perú han mostrado un liderazgo en el desarrollo de prácticas corporativas para el desarrollo sostenible en América Latina, por lo son un referente para muchos países de la región que en los últimos han presentado un mayor emprendimiento en el tema.

En conclusión, es relevante analizar el caso de las emisoras sostenibles del MILA que conforma ser el mercado bursátil más grande en Latinoamérica, tomando en cuenta su relevancia y alcance dentro de literatura de la divulgación sostenible en mercados subdesarrollados o emergentes. La pertinencia de la investigación se justifica en la necesidad ampliar el conocimiento

existente sobre de la relación entre las variables aplicada en un contexto de mercados financieros jóvenes como lo son las emisoras del MILA, con ello caracterizar los factores teóricos y empíricos que circundan sobre como crean valor desde la “sostenibilidad corporativa”, tomando como base la metodología ESG.

1.5 Hipótesis de investigación

Considerando la revisión de literatura y en base a los aportes de numerosas investigaciones en el campo (Bahadori et al., 2021; Dzingai & Fakoya, 2017; Lu, 2020) que serán discutidos en el capítulo 4, se plantea la siguiente hipótesis de investigación:

H1: La sostenibilidad corporativa, medida a través de la calificación medioambiental, social, y de gobierno corporativo (ESG), tiene un efecto positivo y significativo en el desempeño financiero de las emisoras sostenibles del MILA.

De esta forma, se analiza tanto los efectos de la calificación tanto individual como grupal de los aspectos ESG en el desempeño operativo y de mercado. Así mismo, los hallazgos encontrados en diferentes estudios como el de Xie et al. (2018), Lu (2021), Nguyen et al. (2021) y Zhao et al. (2023) permiten constatar el papel del gobierno corporativo como variable moderadora del desempeño sostenible y financiero de las empresas, por lo que se enmarca la segunda hipótesis de investigación:

H2: El gobierno corporativo (G) modera la relación entre el aspecto ambiental-social (ES) y el desempeño financiero de las emisoras sostenibles del MILA.

1.6 Delimitación y viabilidad de la investigación

El estudio está delimitado a las empresas emisoras sostenibles que pertenecen al Dow Jones Sustainability MILA Pacific Alliance Index, es decir, empresas de la Alianza Pacifico del MILA el cual está conformado de cuatro bolsas en la región: Bolsa Mexicana de Valores (BMV), Bolsa de Valores de Colombia (BVC), Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) y la Bolsa de Valores de Lima (BVL). Esta investigación recopila datos secundarios que ofrece la plataforma *Bloomberg y Económica*, mismas que son referente para los Departamentos de *Research* de los principales bancos de inversión y sociedades de bolsa en el mundo para analizar las inversiones.

En este sentido, la delimitación temporal está sujeta a la información de calificación ESG que se encuentran en estas plataformas, comprendiendo un periodo de análisis anual de 2015 a 2021. La información es anual debido a que es el periodo de calificación ESG que proporciona Bloomberg. Se reconoce como principal limitante la disponibilidad de series históricas de información contable y financiera de empresas emisoras. No obstante, las empresas que cotizan en el MILA tienen la obligación de proveer información financiera al público inversionista de manera periódica, trimestral y anualmente a través de la plataforma de la bolsa o de sus páginas web.

Capítulo 2. Perspectivas teóricas sobre la sostenibilidad corporativa

Capítulo 2. Perspectivas teóricas sobre la sostenibilidad corporativa

Desde la perspectiva de la administración y gestión estratégica la literatura hace hincapié en que las empresas no solo deben enfocarse en generar márgenes de beneficio aceptables, sino también adoptar una perspectiva plural que permita el buen funcionamiento creando valor a través del reconocimiento de todas sus partes interesadas (Bonilla & González, 2011; Porter & Kramer, 2011; Freeman, 2004); esto es una nueva forma al capitalismo debido a que la relación entre hombre-naturaleza ha cambiado, las corporaciones antes eran consideradas un problema, hoy en día son consideradas un importante promotor de mejora de condiciones ambientales y socioeconómicas (Díaz & Castaño, 2013).

Siguiendo a Wilson (2003), la incorporación de objetivos no financieros relacionados con la sociedad y medioambiente se materializa a través del compromiso con la sostenibilidad corporativa, involucra un proceso de gestión y posicionamiento estratégico que pone de relieve sus vínculos con el desarrollo sostenible. En el mundo empresarial, la sostenibilidad se ha convertido en un nuevo modelo organizacional que, sin dejar de lado la búsqueda tradicional de la maximización de beneficios para los accionistas, propone un marco de referencia para equilibrar los beneficios económicos con los sociales y ambientales.

En este sentido, para Morales et al. (2021) la sostenibilidad corporativa es definida como “una administración racional y eficiente de los recursos, sean estos naturales o económicos, con la finalidad de mejorar el bienestar poblacional de las generaciones actuales y futuras” (p. 162). De tal forma que aquellas empresas que aspiran a la sostenibilidad no deben actuar en función de un único balance financiero, sino también en función de la Triple Cuenta de Resultado (TBL) que postula Elkington (1997), que consiste, de acuerdo con García (2015), en un marco contable que integra medidas tradicionales de beneficios y rendimiento financiero junto con la dimensión social y ambiental.

Sin embargo, aunque la sostenibilidad supone un entorno en que se favorece tanto las empresas como medioambiente y sociedad, hoy y mañana, se concibe que un mundo más sostenible requerirá la participación tanto de la iniciativa privada como pública para proporcionar los canales de financiamiento adecuados para el desarrollo sostenible. Ante este hecho, Hart & Milstein (2003)

sostienen que la mayoría de las compañías que se comprometen con el cuidado del medioambiente enfrentarán inicialmente serias complicaciones, ya que su principal objetivo de corto plazo es aumentar su valor para los accionistas. Esto implicará sacrificar beneficios económicos en favor del bien público.

Históricamente las empresas se caracterizan por crear valor desde una estrecha visión cortoplacista a partir del enfoque *shareholder value* el cual priorizar cumplir objetivos de ganancias a corto plazo sin que estos necesariamente logran ser óptimos para crear valor a largo plazo. Así, como sugieren Bansal & Desjardine (2014), para que las empresas sobrevivan sus directivos deben administrar inversiones para garantizar tanto los beneficios de corto plazo, como un flujo de ingresos a largo plazo. Considerando que las corporaciones están insertadas dentro de un macrosistema, los autores sostienen que las industrias que no logren gestionar las compensaciones inter temporales están expuestas a riesgos en el nivel micro y macroeconómico, por lo que deberán ajustar sus competencias para administrar eficientemente sus recursos.

Retomando el argumento anterior, el papel del gobierno corporativo y su relación con el desempeño sostenible toma relevancia en la medida que este permite direccionar las actividades de las empresas con el cuidado del medio ambiente y la sociedad, por lo que el gobierno corporativo sirve como mecanismo para promover una agenda para la sostenibilidad de las corporaciones y mantenerla vigente en su proceso de estratégica de crecimiento, en la medida que reconocen de los puntos internos y externos que involucra su organización.

Así, el gobierno corporativo desempeña un papel central en la supervisión y asesoramiento de toma de decisiones de la dirección, incluida la inversión estratégica en sostenibilidad, la alta dirección de las empresas puede ayudar a asignar sus limitados recursos en la planificación estratégica y toma de decisiones (Lu, 2020), de esta manera, el gobierno como sistema de dirección que permite la puesta en marcha de acciones, su monitoreo y protección para los accionistas, clientes, proveedores, directivos y en general, todos los *stakeholders*.

Es así por lo que muchas empresas no solo buscan mantener buena salud financiera sino también operar con un enfoque dirigido a la sostenibilidad en todas sus dimensiones en la medida que les permite alcanzar objetivos económicos (Avendaño & Peña, 2020). Sin embargo, como bien lo hace saber Hart & Milstein (2003), al comenzar con argumentos legales o morales para las

acciones de la empresa, muchos directivos han subestimado las oportunidades estratégicas asociadas a esta importante cuestión.

Particularmente, en el caso de los mercados emergentes o subdesarrollados, se observa un menor número de compañías que divulgan información sostenible en el ámbito medioambiental, social y de gobierno en comparación con mercados desarrollados; a pesar de la creciente exposición de marcos regulatorios de divulgación en los últimos años, Gonzaga et al. (2024) demostró que la tendencia de divulgación ESG en este tipo de mercados va en caída. En su estudio recopiló empresas provenientes de 24 países emergentes que integran el MSCI Emerging Market Index², demostrando que durante el transcurso de la pandemia COVID-19, la cantidad de empresas que participa en informes ESG disminuyó de 1,499 empresas en el 2018 a 923 empresas en 2021, segundo año de la pandemia.

Aunado a lo anterior, Eccles et al. (2012) y Engert et al. (2016) sostienen que la visión contemporánea de los negocios reconoce la importancia de los desafíos del desarrollo sostenible, considera los desarrollos externos como los aspectos fuertes y débiles del interior de las compañías cuando se intenta integrar éstas en la planificación estratégica de las empresas, no obstante, este proceso es inminente.

Los desafíos globales asociados a la sostenibilidad, vistos desde los lentes empresariales adecuados permiten identificar estrategias y prácticas que contribuyan a un mundo más sostenible y simultáneamente impulsan el valor para los accionistas, esto es lo que define Hart & Milstein (2003) como crear valor sostenible. Sin bien, las constantes transformaciones del entorno y los mercados han originado que las empresas se enfrenten a escenarios de estrés e incertidumbre, por ejemplo, las empresas globales figuran un panorama cada vez más complejo vinculado a choques macroeconómicos y financieros que instaura la globalización. Las empresas que realizan oferta pública son más receptivas a sufrir restricciones debido a cambios en su estructura de capital, apalancamiento o una mala gestión en su gobierno corporativo.

² Morgan Stanley Capital International (MSCI) Emerging Market Index está conformado de 1,373 emisoras provenientes de Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Corea, Kuwait, Malasia, México, Perú, Filipinas, Polonia, Catar, Arabia Saudita, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Emiratos Árabes Unidos. Este índice reúne en su muestra las empresas del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).

Así pues, el presente capítulo examina teóricamente las relaciones externas e internas que influyen en las corporaciones en términos de la creación de valor empresarial a través del enfoque de sostenibilidad, contemplando además el papel del gobierno corporativo como variable que influye en la relación entre el desempeño sostenible y el desempeño financiero empresarial; se revisa los fundamentos teóricos y paradigmas de la sostenibilidad corporativa para compararlos con otros enfoques habituales en el campo de la dirección estratégica, comenzando con el análisis de los supuestos y aplicaciones de la teoría de la empresa basada en los recursos naturales de Hart (1995) que constituye una perspectiva medular en esta investigación.

Finalmente, considerando que no existe una teoría específica que brinde un marco de referencia sobre el gobierno corporativo y su relación con la sostenibilidad, se explora los vínculos con la teoría de los stakeholders de Freeman (1984), así mismo sobre los aportes teóricos de Elkington (2006), Portalanza (2013), Tirole (2017), Knapp (2021), entre otros autores, que abordan en tema desde una perspectiva estratégica y de obtención de ventajas competitivas de Porter.

2.1 Análisis y discusión de las teorías

Las distintas teorías propuestas en las ciencias administrativas han servido como base para establecer puntos de conexión e integración de las organizaciones con el medioambiente, así como constituir un marco de referencia para su estudio. Las teorías organizacionales con enfoque de sostenibilidad son un mecanismo de introducción del pensamiento de la administración de las organizaciones que se apropian de los asuntos socioambientales dentro de un proceso continuo de crecimiento y adaptación de las empresas (De La Rosa, 2021). Las teorías relacionadas con el estudio del desarrollo sostenible y sostenibilidad corporativa parten de la perspectiva estratégica de los negocios las cuales buscan captar potencialidades de construcción de ventajas competitivas y sostenibles en actividades corporativas a favor del medio ambiente.

Siguiendo a Baumgartner & Rauter (2017) existen cuatro grandes enfoques o marcos conceptuales que abordan las perspectiva teórica de la gestión estratégica: la gestión estratégica basado en el mercado (Porter, 1985), el enfoque sobre los recursos (Penrose, 1959; Wernerfelt, 1984; Barney, 1991; Hart, 1995), el punto de vista de las estrategias emergentes (Mintzberg & Waters, 1985) y el enfoque desde la vista relacional (Dyer & Singh, 1998). En particular, el enfoque

de gestión estratégica en el mercado y basada en los recursos son dos posturas teóricas entrelazadas en el estudio de la sostenibilidad de las corporaciones.

Inicialmente, la obra de Michael Porter “Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors” publicada en 1985, introduce por primera vez la noción de la ventaja que emplean los negocios para competir en nuevas condiciones de mercado, suponía está no es absoluta, relativa o comparativa como lo postularon algunos economistas clásicos, sino más bien competitiva (Díaz-Fernández, 2009).

La teoría de ventaja competitiva de Porter es la principal preocupación de las teorías de gestión estratégica, por lo que recibe particular atención en la economía de la organización industrial e influye significativamente en otras teorías como la basada en los recursos y la teoría de las capacidades dinámicas (Bansal & Desjardine, 2014). Porter (1985) menciona que “la ventaja competitiva introduce el concepto de cadena de valor, un marco general para pensar estratégicamente sobre las actividades involucradas en cualquier negocio, evaluar su costo relativo y su papel de diferenciación” (p. 9). En este sentido, Porter identifica dos elementos básicos de ventajas competitivas que puede poseer una empresa:

- i. Liderazgo en costos, es decir, la capacidad de realizar un producto a un precio inferior a los competidores;
- ii. Diferenciación del producto, es decir, la capacidad de ofrecer un producto distinto y más atractivo para los consumidores frente a los productos ofrecidos por los competidores.

Esta distinción permitió en los negocios detonar numerosas aportaciones sobre como determinar fuentes de ventajas competitivas, ya que constituye ser la pieza central del proceso estratégico, Porter hace énfasis en que esta puede lograrse por diferentes vías, las cuales denomino cadenas de valor³. La mayoría de los teóricos de la estrategia sostiene que las empresas pueden lograr ventajas competitivas que sean perdurables, permitiéndoles generar beneficios por encima de lo normal en el corto y largo plazo trazando estrategias clave para obtener ventajas competitivas, por ejemplo, mediante el liderazgo de costos y diferenciación de productos. Sin embargo, a criterio

³ Kaplinsky y Morris (2010) definen la cadena de valor como el conjunto de actividades necesarias para conducir un producto o servicio desde su creación inicial hasta su entrega al consumidor final, incluyendo las etapas intermedias de producción y su disposición o desecho final.

de Bansal & Desjardine (2014) los beneficios por encima de lo normal no pueden asegurarse con una visión sistemática, dado que los sistemas tienden a pasar por periodos de eficiencia y empobrecimiento.

Por su parte, Díaz (2009) menciona que la teoría basada en los recursos no niega que estas contribuyen en los costos y diferenciación que distingue Porter, sin embargo, hace énfasis en que la ventaja depende de poseer recursos, habilidades o competencias únicas. Es decir, es algo que la empresa realiza mejor que los competidores, que le permita coordinar los recursos para un uso productivo. Esta noción introduce un nuevo término en la literatura, “ventaja competitiva sostenibles”, la cual habla de una ventaja de largo plazo, de acuerdo con Barney (1991) esta puede llevarse a cabo a través de los siguientes aspectos:

- i. Implementar una estrategia para crear valor que no sea utilizada simultáneamente por ningún competidor actual o potencial (visión central de Porter),
- ii. Los competidores son incapaces de duplicar los beneficios de la estrategia que implementa la empresa en cuestión (nueva noción sobre las ventajas competitivas).

La ventaja competitiva es una estrategia de creación de valor que no está siendo aplicada simultáneamente por ningún competidor actual o potencial, pero esta ventaja se convierte en “sostenible” cuando esta estrategia es imposible de duplicar los beneficios por los competidores, en el largo plazo. A favor de la aplicación de estas estrategias Barney (1991) sugiere explotar los puntos fuertes internos de las organizaciones, responder a las oportunidades del entorno, y a la par neutralizar amenazas externas y evitan debilidades internas.

Cabe agregar una distinción importante, cuando se habla de ventaja competitiva “sostenible”, se hace referencia a la hegemonía ejercida sobre cualquier otra estratégica implementada por los competidores y que particularmente esta condición es permanente en el tiempo. Por tanto, la estrategia, los recursos y el valor son elementos centrales que discute la teoría de la ventaja competitiva sostenible, así, la relación entre estos aspectos contribuye al análisis del significado de una estrategia en la dirección empresarial.

Por otro lado, Mintzberg y Porter argumentan que la visión del mercado enfatiza la adaptación de las organizaciones a las fuerzas del entorno, permitiéndoles alcanzar al menos la

rentabilidad media del sector al enfrentar estas fuerzas. Por su parte, la teoría basada en los recursos prioriza también las condiciones externas, pero también internas de las organizaciones, centrándose en el dominio de competencias esenciales y superando las barreras del entorno para lograr una ventaja que permita alcanzar sus objetivos, incluso si estos son a largo plazo. Por tanto, mientras una perspectiva adopta una mirada “de afuera hacia adentro” también lo hacen “de adentro hacia afuera”.

En este sentido, continuando con la teoría de los recursos, Penrose (1959, citado en Suárez & Ibarra, 2002) afirma que la empresa no se limita a ser una unidad administrativa, es también una colección de recursos y capacidades. La teoría de los recursos y capacidades fue desarrollada por la economista británica Edith Penrose la cual que argumenta que lo fundamental para el éxito de una organización no es la propiedad en sí de sus recursos, sino más bien, como los utiliza para crear y mantener sus ventajas competitivas (Pulido, 2010). Desde esta perspectiva, los recursos se consideran activos físicos que la empresa puede adquirir, ya sea mediante compra, arrendamiento o transformación, para utilizarlos en su propio beneficio. Por otro lado, las capacidades representan las contribuciones que esos recursos hacen a las actividades productivas de la empresa.

En otras palabras, los recursos físicos, tecnológicos, humanos u organizativos que pueden ser controlados por las empresas, mientras que las capacidades son definidas como las habilidades que una empresa puede poseer, coordinar y utilizar eficazmente. Así, la ventaja competitiva dependerá tanto de activos tangibles como intangibles relacionados con los recursos, pero también de las capacidades de la empresa, siendo estos últimos los que configuran la base de la competitividad empresarial (Bueno & Morcillo, 1993 citado en Suárez & Ibarra, 2002).

Aunque el uso de la ventaja competitiva puede diferir, su objetivo sigue siendo crear valor corporativo, manteniendo así la misma esencia y función (Fernández, 2009). Para Bansal & Desjardine (2014) la mayoría de las teorías buscan describir las decisiones y actividades organizativas mediante el análisis de los resultados a nivel empresa, pero ignora por que el sistema en el que se inserta es amplio. Dichas teorías suelen concentrarse en único nivel de análisis, oculta la dinámica del sistema a largo plazo que es especialmente importante para comprender la sostenibilidad de las corporaciones.

No obstante, los enfoques teóricos centrados en el mercado y las nociones de la teoría basadas en recursos no son antagónicas, ni disímiles, integran un marco teórico que promete una interpretación sintética y analítica de la sostenibilidad como una estrategia que conduce a la creación de valor. Considerando lo anterior, Stuart Hart (1995) afirmó que existe una omisión grave al explicar los canales que conducen a las ventajas competitivas desde el enfoque de recursos, y de recursos y capacidades; aunque contemplan una variedad de recursos potenciales y posee una lógica integral, los enfoques pasan por alto la interacción entre las empresas y su entorno natural. En este sentido, Hart menciona que las estrategias y las ventajas competitivas en los próximos años se lograrán a través de las capacidades que facilitan una actividad económica ambientalmente sostenible, la cual denomina, una visión de la empresa basada en los recursos naturales.

Esta visión es representativa en los estudios de las estrategias corporativas sostenibles, lo que ha dado como resultado un auge en la reestructuración de las organizaciones que pretenden subsanar la relación entre empresa-medioambiente, en particular, sobre las organizaciones que incorporan los aspectos ESG en sus estrategias corporativas y objetivos estratégicos para el desarrollo sostenible. Por tanto, la teoría desarrollada por Hart es un marco de referencia significativa en el análisis de los objetivos de las organizaciones y las estrategias para obtener ventajas competitivas desde un enfoque de la sostenibilidad. En este sentido, la teoría es detallada a continuación como enfoque medular en el desarrollo de esta investigación.

2.1.1 Teoría de la visión de la empresa basada en los recursos naturales

Para comprender la teoría de la visión de la empresa basada en los recursos naturales de Hart (NRBV, por sus siglas en inglés, Natural-Resource-Based View of the Firm) es necesario partir del análisis de la teoría de la empresa basada en los recursos (RBV, por sus siglas en inglés, Resource-based view) que inicia con los aportes teóricos de la dirección estratégica de Penrose (1959), Ansoff (1965) y Wernerfelt (1984), para posteriormente profundizar el análisis sobre los argumentos expuestos por Hart que continúan tomando significancia en el campo y gestión de los negocios desde un enfoque sostenible.

Inicialmente, la RBV cuestiona los supuestos más aceptados en las ciencias administrativas en los años ochenta, suponía una ventaja competitiva sostenible que depende totalmente de la posición inicial de los mercados de productos. Esta idea general desprende dos líneas de

investigación que para Suárez & Fernández (1996) es importante reflexionar, en primera instancia, sobre el conocimiento de los recursos y sus características más relevantes desde el punto de vista estratégico; y segundo, sobre el papel de esos recursos en la construcción de ventaja competitiva sostenible.

En cuanto a los recursos de las empresas, Wernerfelt (1984) los describe como una fortaleza o debilidad que caracteriza a las empresas, son definidos como un activos tangibles e intangibles que están arraigados de forma semipermanente a la corporación. Algunos ejemplos son las marcas, la tecnología e investigación, personal especializado, lazos comerciales, el capital, por mencionar algunos.

Además, Wernerfelt (1984) explica que es sumamente importante para la administración estratégica tener conocimiento de la relación entre la rentabilidad y los recursos con los que cuenta, así mismo, la forma en cómo se gestiona la posición de estos recursos a largo plazo, esto vendría siendo parte de las estrategias corporativas y fuentes de ventajas competitivas sostenibles.

Con ello, las ventajas competitivas son “sostenibles” cuando los productos que oferta una empresa no pueden duplicarse o son muy costosos de imitar por un competidor potencial (Mukhsin & Suryanto, 2022). Según la RBV resulta ser estratégicamente esencial y útil en la construcción de ventajas competitivas sostenibles que los competidores no puedan imitar o replicar los recursos tangibles e intangibles de la organización en cuestión, de esta forma los productos o servicios que comercializa conservan una rareza valiosa en el mercado (Hossain et al., 2021). Un elemento central para el análisis de los recursos a largo plazo es diferenciar los recursos tangibles de los intangibles o invisibles. Al respecto, Hart (1995) hace una notable distinción refiriendo a que los recursos tangibles con “activos” y los recursos intangibles como aquellos que se hacen o se crean, es decir, “las competencias”.

Para Suárez & Fernández (1996), el enfoque de recursos centra su atención en los aspectos internos de las organizaciones y, en consecuencia, de los mercados de factores; es decir, se ha centrado en conocer los “activos” que contribuyen a la empresa en la construcción de ventajas competitivas. Para Shrivastava y Hart (1995) en el campo de la gestión se debate activamente sobre la importancia relativa de la capacidad interna de la empresa frente a los factores ambientales para lograr una competitividad sostenida. Sin embargo, la evidencia permite constatar que son tanto los

factores internos como los externos los que son cruciales para lograr un éxito competitivo a largo plazo.

Como parte de este razonamiento, la literatura sobre la gestión empresarial subraya que un enfoque puramente interno “competitivo” puede resultar inadecuado porque las cuestiones de legitimidad y reputación externa ligadas a cuestiones sociales que también son extremadamente importantes. Inclusive se ha reconocido que la ventaja competitiva debe crearse dentro de un ámbito más amplio de legitimidad social (Hart, 1995). No obstante, desde una perspectiva crítica, Santos (2021) argumenta que muchas veces es cuestionado el sentido de responsabilidad social y buenas prácticas sostenibles ya que únicamente son utilizados como ventajas “estratégicas” que “competitivas”, dejando de lado el compromiso auténtico para mejorar las condiciones ecológicas, sociales y económicas que sugiere el desarrollo sostenible.

Sin embargo, la ventaja competitiva se basa en recursos y capacidades de la empresa difíciles de imitar, argumentan que esta orientación externa, basada en la legitimidad, no pone en peligro la ventaja competitiva, puesto que puede reforzar y diferenciar la posición de la empresa gracias a los efectos positivos de una buena reputación corporativa (Shrivastava & Hart, 1995).

En consecuencia, para que un recurso o capacidad contribuya a una ventaja competitiva sostenida, debe poseer ciertas propiedades. En primer lugar, a juicio de Barney (1991), estos deben ser valiosos en cuanto a la explotación de oportunidades y/o neutralización de amenazas en el entorno; segundo, socialmente complejo y raro, entre la competencia actual y futura; tercero, debe ser inimitable; y cuarto, no puede haber sustitutos estratégicamente equivalentes para este recurso que sean valiosos pero que no sean imitables o sean imperfectamente imitables. En suma, estas propiedades conducen a las ventajas competitivas sostenibles.

No obstante, la visión basada en los recursos (RBV) considera que las capacidades y los recursos son el centro del posicionamiento competitivo organizacional de las industrias en las que compiten las empresas con activos y capacidades dispares los cuales determinan su eficiencia y eficacia productiva (Ferreira & Fernandes, 2017).

Siguiendo la perspectiva de Hart & Dowell (2011), la RBV descuida por completo la interacción entre una organización, el espacio biofísico y el uso de los recursos naturales, desde

hace apenas unas décadas se ha reconocido la influencia restrictiva del entorno natural en la creación de una ventaja competitiva y sostenible; la inferencia del medio ambiente en las actividades productivas se ha pronunciado con mayor notoriedad. En este sentido, la teoría de la visión de la empresa basada en los recursos naturales (NRBV) argumenta que, a largo plazo, las empresas y los mercados dependerán del entorno natural o biofísico por lo que las estrategias y la ventaja competitiva dependerán de las capacidades que faciliten una actividad económica ambientalmente sostenible (Hart, 1995; Hart & Dowell, 2011).

Como resultado, Hart (2011) sostiene que, en un contexto donde la sostenibilidad ambiental se convierte en un factor estratégico vital, las empresas pueden utilizar sus recursos y habilidades vinculados al medioambiente para obtener una ventaja competitiva. Por ello, la NRBV define tres estrategias fundamentales: prevención de la contaminación, gestión de productos y desarrollo sostenible (ver tabla 1).

Tabla 1

Capacidades estratégicas clave y proposiciones propuestas por la visión de la empresa basada en los recursos naturales.

Capacidades estratégicas	Fuerza impulsora
Prevención de la contaminación	Costos más bajos relacionados con un mejor manejo de desechos y emisiones durante el proceso de producción en lugar de limpiarlos.
Administración de producto	Requiere una capacidad organizativa que no solo permita coordinar diferentes áreas funcionales dentro de la empresa, sino también integrar las opiniones de actores externos clave, como ambientalistas, líderes comunitarios, medios de comunicación y reguladores, en el proceso de toma de decisiones sobre el diseño y desarrollo del producto.
Desarrollo sostenible	Busca causar menos daño ambiental y mantenerse indefinidamente en el futuro. Sobrepasa las preocupaciones medioambientales, también considera centrarse en las preocupaciones económicas y sociales.

Fuente: elaboración en base a Hart (1995).

Siguiendo a Hart (1995), la *prevención de la contaminación* hace referencia a la búsqueda de prevención de los desechos y emisiones en lugar de limpiarlos “al final de la tubería”, esto se asocia con costos más bajos. Por ejemplo, durante el proceso de producción se pueden eliminar

contaminantes que en suma aumentan la eficiencia al reducir los insumos requeridos, se simplifica el proceso y se reducen costos por incumplimiento y de responsabilidad.

Por su parte, la *administración de productos* implica ampliar el enfoque de la prevención de la contaminación para abarcar toda la cadena de valor o el “ciclo de vida” de los sistemas de productos de la empresa. A través de la participación de las partes interesadas, se puede incorporar la perspectiva ambiental de manera efectiva en el proceso de diseño y desarrollo del producto (Hart, 1995). Esta gestión crea la posibilidad de obtener una ventaja competitiva mediante una preferencia estratégica, como asegurar acceso exclusivo a recursos, como materias primas sostenibles, o establecer estándares que beneficien a la empresa (Hart & Dowell, 2011).

Por último, la estrategia del *desarrollo sostenible* consiste en causar menos daño ambiental manteniendo indefinidamente en el futuro, por su propia definición, no se limita a las preocupaciones ambientales, sino que también implica centrarse en las preocupaciones económicas y sociales de largo plazo (Hart, 1995; Hart & Dowell, 2011). En síntesis, la NRBV destaca la prevención de la contaminación como una ruta directa para la creación de valor y ventajas competitivas sostenibles. Al reducir costos y responsabilidades, esta práctica permite a las empresas aumentar la rentabilidad y, por ende, el valor para los accionistas, sin embargo, como reconoce Hart & Milstein (2003) las estrategias de administración del producto y desarrollo sostenible también son capacidades estratégicas claves y más amplias para las empresas sostenibles.

La primer estrategia clave considera todo el ciclo de vida del producto, ya que incluye desde la adquisición de materias primas hasta su producción, uso y eliminación final, extendiéndose más allá de los límites de la organización. Por su parte, la cuestión del desarrollo sostenible involucra un proceso de posicionamiento estratégico que establece vínculos entre las organizaciones y la sostenibilidad desde una visión compartida. Considerando lo anterior, en la tabla siguiente (ver tabla 2) se describen las fuerzas impulsoras de las capacidades estratégicas, los recursos clave y ventajas competitivas sostenibles alcanzadas.

Tabla 2*Marco conceptual de la visión de la empresa basada en recursos naturales*

Capacidad estratégica	Fuerza impulsora	Recursos clave	Ventaja competitiva sostenible
Prevención de la contaminación	Minimizar emisiones, efluentes y residuos	Mejora continua	Costos más bajos
Administración de producto	Menor costo del ciclo de vida del producto	Integración de las partes interesadas	Reputación y legitimidad
Desarrollo sostenible	Minimizar la carga medioambiental en el crecimiento y desarrollo de la empresa	Visión compartida	Posición futura

Fuente: en base a Hart & Milstein (2003), y Hart & Dowell (2011).

Retomando el marco conceptual de la NRBV, la prevención de la contaminación es impulsada a partir de la reducción de emisiones, efluentes y residuos, por ejemplo, la reducción de gases de efecto invernadero, la contaminación y desecho de residuos son fuerzas que modelan esta capacidad estratégica. Sin embargo, estas actividades logran ser ventajas competitivas sostenibles cuando logran costos más bajos en comparación con los competidores de la industria y difícilmente estos pueden ser imitados (Hart & Dowell, 2011).

Por su parte, al hablar de la administración de producto como capacidad estratégica se hace referencia a la integración de los intereses de los stakeholders en la gestión de producto, un menor costo del ciclo de vida del producto conduce a una mejor reputación y legitimidad corporativa en el mercado. Finalmente, la visión compartida del negocio genera una posición futura de la misma, establecer una capacidad estratégica vinculada con el desarrollo sostenible reúne elementos beneficios para la corporación y las partes interesadas de la empresa generando un círculo virtuoso en la gestión del negocio y de riesgo.

En lo que a Hart (1995) respecta, es inevitable que en el futuro las empresas y mercados se verán limitadas por la naturaleza. En este sentido, las estrategias y ventajas competitivas de las empresas en los próximos años se deben basar en capacidades que faciliten una actividad económica ambientalmente sostenible, como también lo hacen saber Baumgartner & Korhonen (2010), y Baumgartner & Rauter (2017). Por lo tanto, las tres capacidades estratégicas que propone

Hart toman vigencia en la medida que se integran en las corporaciones ambientalmente responsables y con una perspectiva estratégica corporativa de largo plazo.

De esta manera, la NRBV argumenta que las corporaciones pueden alcanzar y mantener una ventaja competitiva sostenible mediante la integración de criterios medioambientales y sociales tanto en sus estrategias como operaciones. Es así, como siguiendo a Baumgartner y Rauter (2017), el proceso estratégico debe asegurar la incorporación de la sostenibilidad en todos los niveles y sistemas corporativos relevantes, permitiendo así una adecuada captura de los valores empresariales y sociales.

Por otro lado, la NRBV sugiere que para lograr ventajas competitivas sostenibles las cuestiones de sostenibilidad se deben integrar en la cultura organizacional, la definición de objetivos estratégicos, los mecanismos de aprendizaje y retroalimentación, así como en las operaciones cotidianas de la empresa. Por tanto, la priorización de actividades económicamente sostenibles de las organizaciones supone un entorno empresarial en cual se favorecen el medioambiente, sociedad y empresas.

Para concretar esta idea, Hart & Milstein (2003) propone un marco de valor corporativo sostenible el cual vincula los retos del desarrollo sostenible en la creación de valor de la empresa otorgando una visión multidimensional del negocio en el que relaciona factores internos y externos junto con una visión actual y futura del negocio.

2.1.2 Marco para el valor corporativo sostenible desde la visión de la empresa basada en los recursos naturales

Para examinar el marco para crear valor corporativo desde el aspecto de la sostenibilidad se debe retomar los aspectos generales de la visión tradicional de la empresa, es decir, la creación de valor para el accionista. Inicialmente, la ideología teórica sobre crear valor para el accionista se materializó en Estados Unidos en el siglo XX durante la década de 1980, a criterio de Lazonick & O'Sullivan (2000) un segmento pequeño de grandes corporaciones generaba empleo a miles de personas por lo que habían dominado las economías nacionales y regionales de la época; estas corporaciones seguían un principio de gobierno corporativo conocido como “retener y reinvertir”,

generaron enormes ingresos, manteniendo tanto el dinero que ganaron como a los empleados y reinvertiendo en capital físico y recursos humanos.

A grandes rasgos, la visión sobre crear valor para el accionista establece que el objetivo central es maximizar las ganancias para los accionistas. Esta visión aún mantiene una fuerte influencia significativa en la gestión empresarial contemporánea. O'Connell & Ward (2020) afirma que la teoría de los accionistas prioriza los intereses de los propietarios o inversionistas mayoritarios sobre otros grupos de interés o stakeholders los cuales también están involucrados el éxito de las corporaciones, como empleados, proveedores, clientes y la sociedad. La teoría asume que los accionistas valúan los activos corporativos mediante dos métricas: el precio de las acciones y los dividendos.

Las empresas pueden lograr mejorar sus dividendos mediante una adecuada gestión de costos y riesgos operativos. Los gerentes se ven motivados por incrementar la participación de dividendos en la medida que logran garantizar la máxima utilidad después de las operaciones, métricas sobre rentabilidad y rendimiento funcionan como indicadores para conocer la capacidad de la empresa para crear valor. Así mismo, en cuanto a los precios de las acciones se refiere, en la actualidad la mayor disponibilidad de información ha contraído por un creciente interés en las inversiones de corto plazo aumentando así el precio de las acciones en el mercado bursátil o de valores producto de una creciente demanda, esto ha contraído que numerosas empresas obtengan una mayor liquidez.

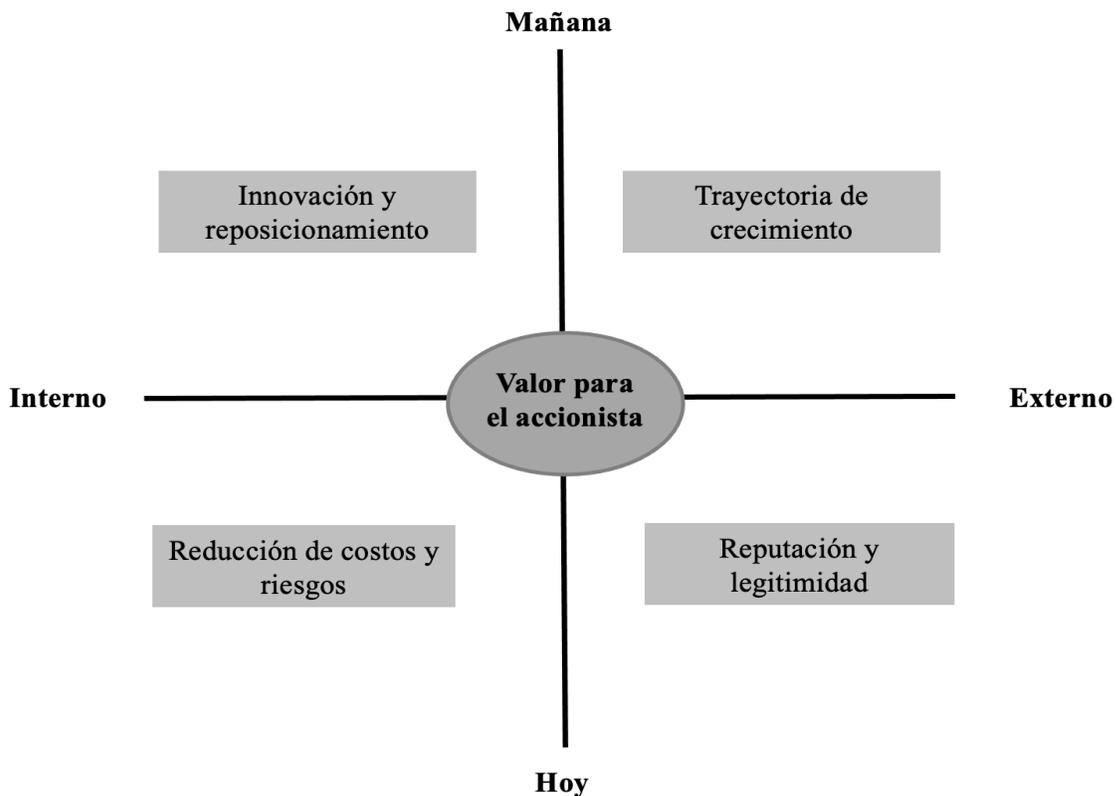
Por otro lado, la creación de valor desde la perspectiva de la teoría del accionista se obtiene mediante una gestión multidimensional que integra diferentes enfoques que vale la pena mencionar. La teoría del accionista muestra en la figura 1 los componentes básicos que lo integran. A saber, Hart & Milstein (2003) mencionan que “El eje vertical del modelo refleja la necesidad de la empresa de gestionar el negocio de hoy y, al mismo tiempo, crear la tecnología y los mercados de mañana. El eje horizontal refleja la necesidad de la empresa de desarrollar y proteger las habilidades y capacidades organizativas internas y, al mismo tiempo, impulsar a la empresa en nuevos conocimientos desde el exterior” (p. 57).

Este marco supone que el valor corporativo es, a criterio de Hart & Milstein (2003), “la yuxtaposición de estas dos dimensiones produce una matriz con cuatro dimensiones distintas de

desempeño cruciales para generar valor para los accionistas” (p. 58), éstas son la reducción de costos y riesgos, reputación y legitimidad, innovación y reposicionamiento, y finalmente, la trayectoria de crecimiento.

Figura 1

Marco para el valor del accionista



Fuente: Hart & Milstein (2003).

En este sentido, en el eje horizontal del modelo se refleja la necesidad de desarrollar habilidad o capacidades organizativas internas y externas, de esta forma los conductores de valor integran una perspectiva multidimensional de la construcción de valor; por su parte, el eje vertical muestra la necesidad de la empresa de gestionar estrategias hoy y mañana como una visión de corto y largo plazo para el negocio.

Tomando como punto de partida para el análisis del marco, se comienza a describir las estrategias del eje vertical, el cuadrante inferior y superior izquierdo describen las características internas de la organización para crear valor hoy y mañana. En el cuadrante inferior izquierdo se

incluye la *reducción de costos y riesgos* como estrategia de corto plazo, aspectos vitales para reducir pasivos y otras pérdidas financieras que imposibilitan aumentar la riqueza de los accionistas.

Por su parte, en el cuadrante superior izquierdo esclarece que los negocios actuales deben desarrollar competencias y tecnologías, así como adquirir habilidades que eficienticen su gestión, esto contraerá una mayor *innovación y reposicionamiento* en el mercado. Por otro lado, en el cuadrante inferior y superior derecho se describe la gestión de la organización desde el aspecto externo del negocio hoy y mañana. A juicio de Hart & Milstein (2003):

“El cuadrante inferior derecho también se centra en las dimensiones de rendimiento que son de naturaleza a corto plazo, pero se extiende para incluir a las partes interesadas más importantes externas a la empresa: proveedores y clientes en la cadena de valor inmediata, así como reguladores, comunidades, ONG y medios de comunicación. Si no se incluyen adecuadamente la perspectiva de los stakeholders y sus intereses, esto cuestiona el derecho de la empresa a operar. La inclusión creativa de estos intereses de las partes interesadas puede fomentar una posición diferenciada para la empresa, lo que conduce a la mejora de la reputación y la legitimidad crucial para la preservación y el crecimiento del valor de los accionistas” (p. 58).

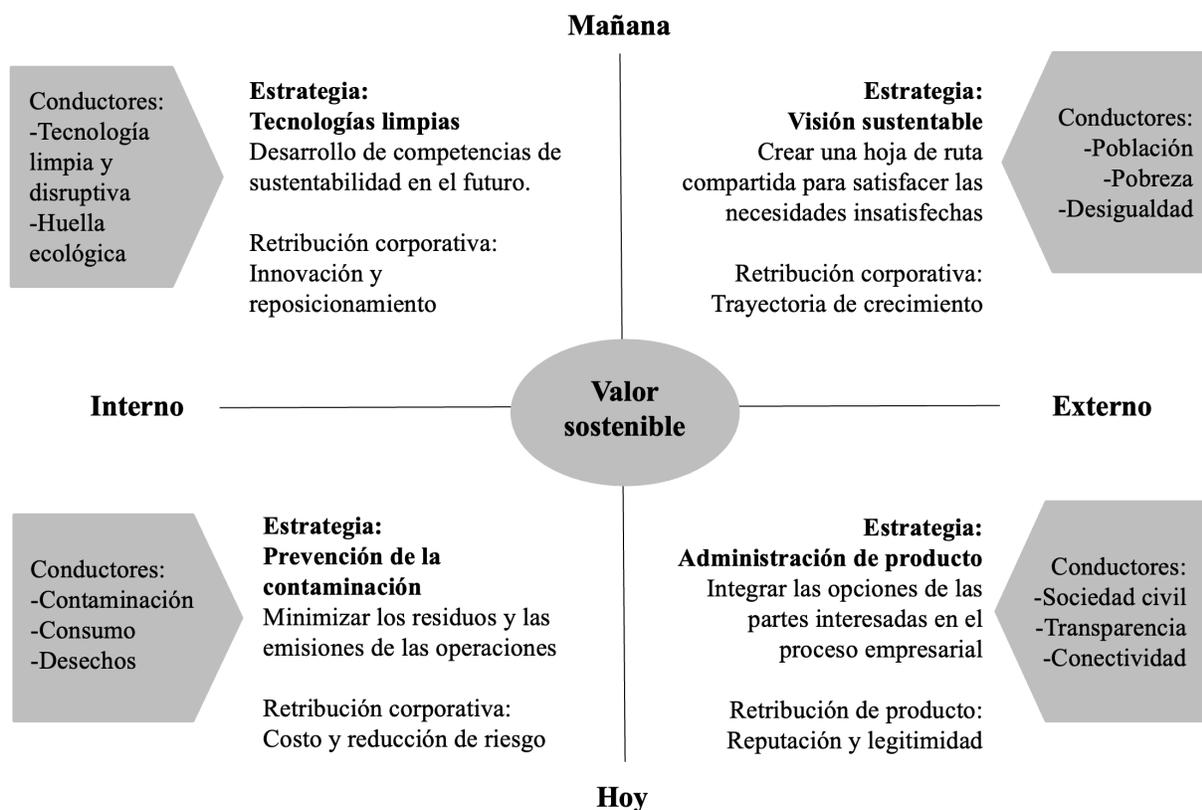
Finalmente, el cuadrante superior derecho muestra que el valor del accionista esta en función de la trayectoria de crecimiento que fije la empresa en cuanto a su esclarece las estrategias de largo plazo en los mercados. Para Hart & Milstein (2003) “una trayectoria de crecimiento convincente solicita que la empresa oferte nuevos productos a los clientes actuales o que se introduzca en mercados no atendidos anteriormente. La trayectoria de crecimiento proporciona orientación y guía para el desarrollo de nuevas tecnologías y productos” (p. 58).

Tomando en cuenta lo anterior, los autores elaboran un marco para generar valor sostenible, el cual aclara que la naturaleza y oportunidades del desarrollo sostenible vinculan cuatro dimensiones clave para la sostenibilidad corporativa y que a la par garantiza el aumento de la riqueza del accionista. Siguiendo a Muñoz & Geldes (2021) el valor sostenible es un enfoque alternativo al tradicional valor del accionista el cual fue propuesto por Hart & Milstein (2003) y

explica que son el conjunto de estrategias y prácticas empresariales que contribuyen a un mundo más sostenible y a la vez crear riqueza para los accionistas.

Figura 2

Marco para el valor sostenible



Fuente: Hart & Milstein (2003).

En la figura 2 se muestra las cuatro dimensiones clave para la crear valor corporativo desde el punto de vista de la sostenibilidad, cada cuadrante representa una estrategia que está integrada por conductores o fuerzas impulsoras de valor, las cuales en suma generan retribuciones corporativas desde la noción del modelo tradicional del accionista. Siguiendo a Hart & Milstein (2003) puntualizan que, para maximizar el valor a largo plazo, las empresas deben operar efectivamente en todos los cuadrantes del modelo de manera constante. El modelo postula que focalizar solo en uno o dos cuadrantes puede llevar a un rendimiento inferior e incluso al fracaso.

Comenzando a describir cada cuadrante, en el eje vertical del marco se muestra dos estrategias clave en el aspecto interno de la organización, *prevención de la contaminación* y

tecnologías limpias, y desde el aspecto externo la *administración del producto y administración de producto*. Tomando en cuenta lo anterior, citando a Hart & Milstein (2003) se explica cada cuadrante:

Estrategias internas y externas actuales del negocio (eje horizontal)

En cuadrante inferior izquierdo muestra la estrategia de *prevención de la contaminación*; esta hace referencia a las operaciones internas del negocio, enfatiza la importancia de la reducción de los residuos y de emisiones generados por las operaciones. Menos residuos implican un uso más eficiente de los recursos, lo cual se traduce a un menor costo de materias primas y eliminación de residuos. Esto trae como resultado que se le retribuya a la corporación un liderazgo de costos y una mejor gestión de riesgo de negocio. Algunos conductores de valor asociados a esta estrategia son la gestión de contaminación, consumo y desechos, reconocidos como aspectos clave en la reducción del riesgo de la corporación.

Por su parte, Hart & Milstein (2003) argumentan que mientras que la *prevención de la contaminación* se centra en las operaciones internas, la *administración de los productos* va más allá de los límites de la organización para incluir todo el ciclo de vida del producto, desde el acceso a las materias primas, pasando por los procesos de producción, hasta el uso del producto y la eliminación de los productos usados. En este cuadrante se muestra que la demanda de información y transparencia por parte de la sociedad civil y demás interesados son fuerza impulsora para el desarrollo de esta estrategia.

Además, en el marco de valor sostenible de Hart & Milstein (2003) se muestra que la retribución corporativa que suscita de una adecuada administración de producto es una mayor y mejor reputación corporativa y legitimidad en el mercado. Autores como Barney (1986; 1991) y Porter (1980) se han pronunciado a favor de una reputación positiva en el ámbito empresarial debido a que es fuente de ventaja competitiva crucial para las organizaciones ya que permite obtener beneficios superiores a la media del sector, además, generar confianza y preferencia entre proveedores y clientes que contribuye a la cadena de valor de la organización (De Castro & Navas López, 2006).

En síntesis, mientras que el primer cuadrante se enfoca en mejorar la eficiencia ambiental de los productos y procesos existentes al interior de la organización, el segundo hace referencia a la administración adecuada de los productos que integra la perspectiva de valor de las partes interesadas de la empresa y el ciclo de vida del producto desde el aspecto externo de la firma (Hart, 1995; Hart & Milstein, 2003).

Estrategias internas y externas futuras del negocio (eje vertical)

El cuadrante superior izquierdo muestra las *tecnologías limpias y disruptivas* como estrategias internas que pueden ser desarrolladas en el mediano o largo plazo por una empresa, a juicio de Hart & Milstein (2003), “las competencias sostenibles que surgen de la búsqueda de tecnologías limpias son fundamentales para que una empresa repositone su conjunto de competencias internas para el desarrollo y la explotación de futuros mercado” (p. 62). De esta manera, las tecnologías limpias y disruptivas retribuirán a la empresa mediante la innovación y reposicionamiento de la empresa en los mercados competitivos.

Por otro lado, en el cuadrante superior derecho, la estrategia de visión sostenible hace referencia a la incorporación de la perspectiva del desarrollo sostenible en la organización, esto es, trazar una trayectoria de crecimiento del negocio donde se manifieste un compromiso con las necesidades actuales y futuras de los stakeholders, sociedad en general y medioambiente, asegurando la supervivencia del negocio a largo plazo. Los vínculos de la corporación con el desarrollo sostenible garantizan que las empresas legitimen sus operaciones en el mercado. En suma, el marco del valor sostenible otorga los siguientes beneficios a las organizaciones que implementan las cuatro estrategias que plantea el marco de valor sostenible de Hart & Milstein (2003):

- Aumento de los beneficios y reducción del riesgo mediante la prevención de la contaminación.
- Mejora en la reputación y legitimidad mediante la administración de producto.
- Acelerar la innovación y el reposicionamiento a partir de la implementación de tecnologías limpias y disruptivas.
- Cristalizar el camino y trayectoria de crecimiento de la empresa mediante una visión sostenible.

Cabe agregar que la implementación simultánea de estrategias no es una tarea resuelta, desde el punto de vista empresarial, el modelo de negocio debe incluir las exigencias de avanzar hacia la sostenibilidad tomando en cuenta el desarrollo del marco de valor sostenible, sin embargo, no debe de olvidar que el compromiso con los accionistas. Finalmente, el marco de valor sostenible es una valiosa herramienta para examinar y valorar las actividades de la empresa desde la óptica del desarrollo sostenible.

2.2 Paradigmas teóricos sobre gobierno corporativo

El *gobierno corporativo* se ha convertido en un factor crucial para establecer principios fundamentales que definan el propósito de las empresas y cómo se administran. Este modelo incluye la integración de la ética empresarial en las cadenas de valor, la protección de los derechos humanos, la prevención de la corrupción y el soborno, y la atención a las preocupaciones ambientales relacionadas con el cambio climático como parte de la agenda corporativa (Shrivastava & Addas, 2014).

Siguiendo a Awalluddin & Maznorbalia (2024) el gobierno corporativo es definido como “el conjunto de reglas, principios y procesos que supervisan la administración, control y funcionamiento de una empresa, con el objetivo de promover la rendición de cuentas, la transparencia y la toma de decisiones efectiva” (p. 3). Además, para Correa et al. (2020) “el gobierno corporativo es considerado la forma en que los accionistas protegen sus intereses con el fin de que las decisiones tomadas por los directivos no se desvíen de los objetivos de los propietarios y demás grupos de interés, dado que las decisiones tomadas por la junta directiva pueden estar influenciadas por intereses particulares, lo que afecta la transparencia, la toma de decisiones y el desempeño financiero de una entidad” (p. 42).

En este contexto, la OCDE (2016) señala que para que un gobierno sea eficaz, es necesario contar con un marco legislativo, normativo e institucional robusto en el cual los actores del mercado puedan confiar al establecer relaciones contractuales privadas. Este marco de gobernanza generalmente se fundamenta en leyes, reglamentos, sistemas de autorregulación, compromisos voluntarios y prácticas empresariales que surgen de las circunstancias, historia y tradiciones particulares de los países anfitriones.

Es así como un buen gobierno corporativo involucra todas las esferas de la sociedad y entorno empresarial en su gestión y puede considerarse como un entorno de confianza, ética, valores morales y confianza, como un esfuerzo sinérgico de todos los relacionados con la empresa, incluido el público en general, profesionistas, proveedores de servicios y sector empresarial (Aras & Crowther, 2008).

De este modo, el gobierno corporativo es objeto de análisis por numerosos estudios empíricos debido a que existe un interés incipiente en conocer como los diferentes marcos de gobierno influyen en el desempeño económico-financiero de las organizaciones; los resultados no son coincidentes, algunos estudios demuestran un vínculo positivo, mientras que otros indican un vínculo negativo o ninguna asociación (Dzingai & Fakoya, 2017).

Para el caso de empresas que cotizan en bolsas en mercados de bajo desarrollo se reconoce una relación causal que actúa en ambas direcciones con la calidad de gobierno corporativo, es decir, un efecto tanto positivo como negativo. Este hecho puede ser explicado por el deficiente gobierno corporativo que los caracteriza, por lo que se genera una reducción en la demanda de títulos, o bien, el escaso desarrollo del mercado desalienta la entrada de inversores extranjeros ante la percepción de bajas expectativas sobre los premios que puedan ocasionar buenas prácticas de gobierno corporativo (Santoliquido et al., 2014).

Como explica Pinzón et al. (2018), para una indispensable buena gobernanza se requiere un óptimo funcionamiento, así como un mayor divulgación de la información y transparencia en las negociaciones. Por su parte, Torres & Correa (2021) precisan que la inadecuadas gestión del gobierno corporativo ha desencadenado problemáticas como la corrupción, violación de derechos contra accionistas minoritarios y pérdidas del valor empresarial, las empresas emisoras que enfrentan estos problemas pueden sufrir una reducción en el flujo de capitales que compromete sus inversiones.

En este sentido, la responsabilidad trasciende en una mera transacción e influye directamente en la toma de decisiones dentro de las empresas. En el mercado de valores, se han implementado mecanismos de buen gobierno corporativo como una medida de control, con el objetivo de asegurar los derechos de todos los inversionistas que participan en dicho mercado (Pinzón et al., 2018). La limitada información sobre el tema plantea un panorama aún más

preocupante para Latinoamérica, ya que genera diversas dudas sobre cómo se está llevando a cabo la adopción de este sistema y sus distintas herramientas y mecanismos, cuyo objetivo es proteger y cumplir con los derechos y necesidades establecidos (Moraga & Roper, 2018).

Desde una perspectiva teórica, Portalanza (2013) sostiene que existen diversas teorías que buscan explicar el comportamiento y las funciones de los diferentes actores dentro de las empresas. Estas teorías contribuyen a la creación de valor, tanto para los accionistas como para otras partes interesadas. Las teorías relacionadas con el estudio del gobierno corporativo son la Teoría de la Agencia (Jensen & Meckling, 1976), Teoría de la Dependencia de Recursos (Pfeffer & Salancik, 1978), Teoría de los Stakeholders (Freeman, 1984) y la Teoría del Stewardship (Donaldson & Davis, 1991).

Tabla 3

Teorías relacionadas con el estudio del gobierno corporativo

Teoría	Autor(es)	Descripción
Teoría de la agencia	Jensen & Meckling (1976)	Existe un contrato entre accionistas y gerentes.
Teoría de la dependencia de los recursos	Pfeffer & Salancik (1978)	Una empresa debe crear valor utilizando los recursos de su exterior.
Teoría de los Stakeholders	Freeman (1984)	Una empresa debe crear valor para todas las partes interesadas.
Teoría del Stewardship	Donaldson & Davis (1991)	Los gerentes trabajan como administradores en nombre del mejor interés de los propietarios.

Fuente: Younas (2022).

La Teoría de la Agencia se considera la base fundamental de todas las demás teorías relacionadas con el gobierno corporativo. Esta teoría se centra en la naturaleza de la relación contractual entre los accionistas y la dirección (o gerentes) (Younas, 2022). El papel de agencia de los directores hace referencia a la función de gobierno de la junta directiva al servir a los accionistas ratificando las decisiones tomadas por los gerentes y monitoreando la implementación de esas decisiones (Mohan, 2021).

No obstante, la teoría hace notar un conflicto de intereses entre el accionista y gerentes, los accionistas están interesados en aumentar su riqueza, mientras que los directivos trabajan para los accionistas, pero su prioridad es aumentar su remuneración y no sólo la riqueza de los accionistas. Si bien, las estructuras de gobierno corporativo difieren entre los países, el dilema central que enfrentan los accionistas cuando dependen de la administración es asegurar que los gerentes efectivamente cumplan sus objetivos y desempeñen un buen funcionamiento en los asuntos de la corporación en el día a día (Gutterman, 2023).

Por su parte, la Teoría de la Dependencia de los Recursos de Pfeffer & Salancik (1978) centran su interés en la cuestión de la accesibilidad de los recursos como aspecto crucial en el debate sobre el gobierno corporativo, por lo que reconoce que la junta directiva desempeña un papel importante en la adquisición y obtención de recursos críticos de la empresa mediante su vínculo con el entorno externo. Por lo tanto, la junta directiva aporta diferentes tipos de recursos, como habilidades, información, materias primas, y utiliza su experiencia para conectar las empresas con los recursos (Younas, 2022).

Por otro lado, la Teoría del Stewardship fue desarrollada por Donaldson & Davis (1991), en contraste con la teoría de la agencia, en términos generales esta teoría sugiere que no existen conflictos de interés entre accionistas y directores. Los gerentes son considerados administradores que actúan a favor de los intereses de los accionistas, y en la medida de estos lograr tener éxito, también se beneficiarán en términos de remuneraciones.

Finalmente, a juicio de Mohan (2021), la Teoría de las partes interesadas o *stakeholders* logra explicar mejor el papel del gobierno corporativo en la construcción de valor que la teoría de la agencia al resaltar los diferentes componentes de una empresa; estos son un grupo amplio de interesados que Díaz & Castaño (2015) definen como “las personas, grupos, participantes, accionistas, inversores, trabajadores, las familias de estos, proveedores, entre otros, que tienen relación esencial con las decisiones y actividades de una empresa” (p. 95). La teoría de los stakeholders reconoce que la relación estrecha con partes interesadas es útil para hacer frente a los tipos de cambio que enfrentan las corporaciones. Como bien hace saber Freeman (2004):

“Un enfoque de partes interesadas enfatiza la importancia de invertir en las relaciones con quienes tienen intereses en la empresa. La estabilidad de estas relaciones depende en

compartir, al menos, un núcleo de principios o valores. Por lo tanto, la teoría de las partes interesadas permite a los gerentes incorporar valores personales en la formulación e implementación de planes estratégicos” (p. 234).

Desde una perspectiva más amplia sobre el tema, Almagtome et al. (2020) afirma que el gobierno corporativo está diseñado para fomentar el entorno de inversión y crear un estado financiero estable en los mercados de capital mejorando la confiabilidad, la transparencia y la rendición de cuentas a nivel de empresa. El enfoque de gobierno corporativo establece la relación entre las distintas partes involucradas y la empresa, incluida la gestión del negocio, los accionistas y otras partes interesadas. Para maximizar el valor para las partes interesadas, la junta directiva debe comprender la naturaleza de las consecuencias sociales y ambientales que emanan de las operaciones de la empresa.

Por tanto, el gobierno corporativo no se limitará a la rendición de cuentas de la junta directiva, sino también a tomar decisiones imparciales y trabajar para aumentar las ganancias en la medida que incluye otros aspectos relacionados con la responsabilidad corporativa, sociales y ambiental, asegurando que otras partes interesadas como clientes, empleados, comunidad, medio ambiente y proveedores también se beneficien (Pandey et al., 2022). Tomando en cuenta lo anterior, esta investigación parte del análisis de utilización de la teoría de los stakeholders como marco de referencia para el estudio de la gobernanza para la sostenibilidad.

2.2.1 Teoría de las partes interesadas

La teoría de las partes interesadas o *stakeholders* fue desarrollada por Freeman en 1984, la cual surge como una propuesta antagónica a visión tradicional de la empresa. Desde la perspectiva de Freeman, la empresa debe considerar que tiene responsabilidades hacia un conjunto más amplio de partes interesadas, no solo hacia los accionistas. A juicio de Portalanza (2013), esta teoría ha servido como base para entender el papel que desempeña el gobierno y la dirección en las organizaciones en los objetivos de crecimiento de corto y largo plazo, busca conocer cuál es la coordinación que requieren los intereses múltiples de las diversas partes interesadas que la componen.

Esto conlleva a examinar los supuestos básicos que conforman la teoría de los stakeholders para otorgar un marco introductorio en la relación entre el gobierno corporativo, el desempeño sostenible y el rendimiento financiero. Tomando en cuenta lo anterior, coexisten dos perspectivas teóricas formalmente establecidas en el ámbito de los negocios, que a criterio de Fernández (2008), se resumen de dos grandes arquetipos de modelo empresarial:

- a. Las teorías de los accionistas o *shareholder value*, enfocada en la maximización de valor de la empresa a favor del accionista que contribuye al denominado “modelo accionarial o financiero” relacionado con la agencia estándar accionistas-directivo;
- b. Las teorías de las partes interesadas o *stakeholders value*, adopta una perspectiva plural dirigida a un grupo más amplio de partes interesadas que conciernen con la empresa, es decir, el accionista mayoritario o propietario, pero también los inversores minoristas, acreedores, proveedores, empleados, clientes, y en general, cualquier actor involucrado con las corporaciones.

El modelo accionario tradicional que propone la teoría de los accionistas fue postulado por el economista Milton Friedman el cual comenzó a gestarse en los años ochenta y tuvo auge como forma de gobierno de las sociedades anónimas cotizadas en la década de los noventa; estableció que la prioridad de los directivos y el consejo de administración es proteger y hacer crecer los activos de las empresas en beneficio de los propietarios o accionistas, los cuales son medidos a través de dos parámetros: los dividendos y el precio de las acciones. Esta perspectiva deja de lado los intereses de otras partes interesadas de la empresa, como los empleados, los proveedores, los clientes y la sociedad en general (Morgestein, 2012; O’Connell y Ward, 2020).

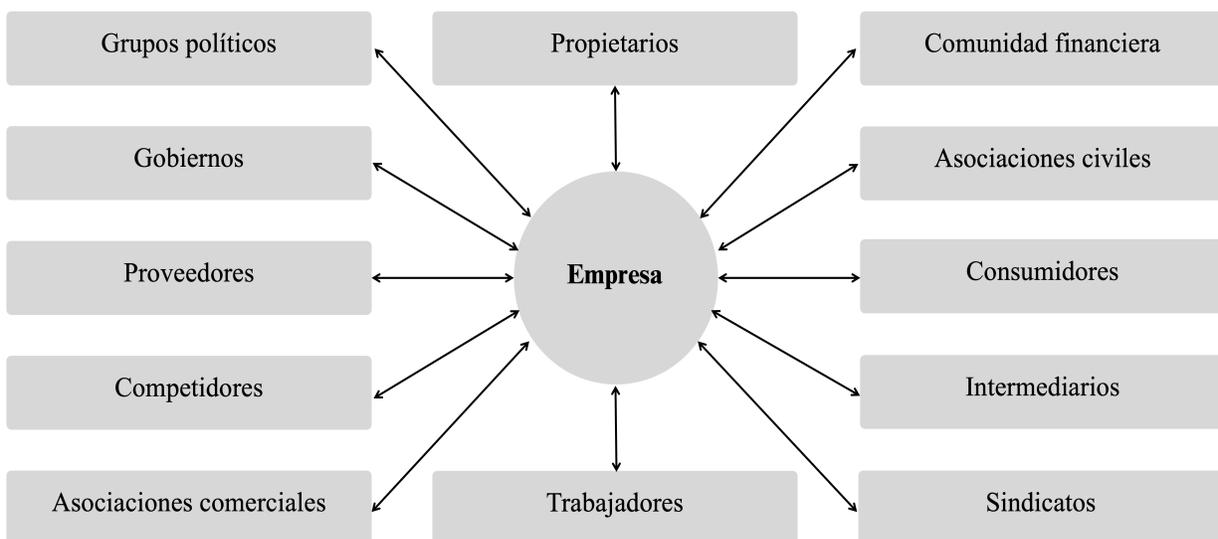
Por su parte, la teoría de los stakeholders suele yuxtaponerse a la teoría de los accionistas, inclusive la palabra *stakeholder* se contraponen de *shareholder* para señalar que las empresas pueden tener obligaciones más amplias de lo que la teoría económica tradicional ha supuesto (Freeman, 2015). De esta forma, el modelo financiero tradicional de la empresa puede ser entendido como la visión estándar de la firma, es decir, los accionistas (principales) ejercen primacía en las decisiones y rumbo de la organización, tienen derecho a controlar en exclusiva el consejo de administración así como supervisan las acciones de los directivos (agentes) para lograr que la compañía no se desvíe del objetivo principal de crear valor (Fernández, 2008), este es denominado como *shareholder value model* o modelo de maximización del valor para los accionistas.

Por su parte, Freeman (1984) afirma que *stakeholder* significa “cualquier grupo o individuo que puede afectar o ser afectado por la consecución de los objetivos de la empresa” (p. 1), estos pueden los clientes, proveedores, empleados, entidades financieras, comunidades y administradores los cuales interactúan para crear y comerciar valor en forma conjunta (Portales et al., 2009; Fernández & Bajo, 2012; Hörisch et al., 2020).

Sin embargo, Freeman (2014) reconoce un grupo amplio de interesados vinculados a un tema estratégico, por lo que ejemplifica el caso de las grandes empresas estadounidense; en la figura siguiente se ilustran los involucrados tales como los propietarios, grupos (o partidos) políticos, gobiernos, proveedores, competidores, asociaciones comerciales, empleados o trabajadores, sindicatos, intermediarios, asociaciones civiles y comunidad financiera.

Figura 3

Esquema de las partes interesadas de la empresa



Fuente: Freeman (2014).

Cada una de estas partes interesadas genéricas involucran un número amplio de actores específicos de acuerdo con las operaciones de las empresas, por ejemplo, las asociaciones civiles interesadas por la gestión de una empresa de la industria petroquímica pueden ser los grupos ambientalistas, de derechos humanos, sobre seguridad y salud en la comunidad en la que se desenvuelve. No obstante, sí se refiere a una empresa transnacional, exportadora de bienes de consumo perecederos, como partes interesadas genéricas de mayor peso en sus operaciones serían

las asociaciones comerciales, pero también, los propietarios, proveedores, competidores, intermediarios, entre otros, que, a su vez, participan otros actores específicos en la gestión empresarial.

De esta manera, Freeman se apoyó en varias fuentes, como la planificación corporativa, la teoría de sistemas y la responsabilidad social corporativa, para desarrollar un enfoque de partes interesadas en el que infieren un abanico amplio de interesados que dependerá del giro de cada empresa (Laplume et al., 2008).

Por otro lado, Freeman (1984) consideró que no hay un adecuado desarrollo en las teorías de la gestión, debido a que los marcos teóricos existentes pasan por alto los cambios del entorno como el incremento del activismo, las preocupaciones ambientales, la competencia extranjera, las reformas institucionales, el auge de las agencias supranacionales y los efectos de una mala percepción de los consumidores tienen una fuerte inferencia en las organizaciones.

Freeman (1984) realiza una fuerte crítica a la teoría de los accionistas, oponiendo la teoría de los stakeholders a la visión neoclásica de Friedman (1970). Según Friedman, la única responsabilidad de la empresa es maximizar las ganancias para sus socios o accionistas, sin considerar la necesidad de atender las demandas de otros grupos de interés. En esta perspectiva, aspectos como la calidad del servicio al cliente, la formación de empleados, el cumplimiento con proveedores, la seguridad de los productos, el respeto por las normativas medioambientales o la prevención de riesgos laborales se vuelven secundarios, aunque pueden ser determinantes para el futuro de la organización (Gómez, 2016).

Rodríguez (2008) señala que diversos académicos de la teoría de los stakeholders, basándose en los trabajos de Evan & Freeman (1993) y Freeman (2004), han defendido un enfoque normativo en relación con el gobierno corporativo y la responsabilidad social corporativa. Estos académicos proponen principios orientadores, como el de legitimidad corporativa, la participación de las partes interesadas y la responsabilidad fiduciaria de administradores y directivos, entre otros.

Por otro lado, la severa afirmación que realiza Freeman (1984) hacia la teoría de los accionistas suscribe la teoría de los stakeholders como contraposición a la visión neoclásica de Friedman (1970), ya que sostiene que la única responsabilidad que tiene la empresa es la de

maximizar el beneficio para sus socios o accionistas, y no considera que la dirección de la compañía debe atender también las diversas demandas de los distintos grupos de interés.

Así, aspectos como la calidad del servicio ofrecido al cliente, la formación de sus empleados, el cumplimiento con los proveedores de las condiciones negociadas para el suministro, la salubridad de sus productos, la observancia de la normativa medioambiental o la prevención de riesgos laborales pasan a segundo término, sin embargo, estos pueden marcar el devenir de la organización (Gómez, 2016).

De acuerdo con Rodríguez (2008), distintos académicos de la teoría de stakeholders parten de los argumentos de Evan & Freeman (1993), y Freeman (2004) los cuales consideran desde hace años un enfoque normativo (no instrumental) relacionado con el gobierno corporativo y responsabilidad social corporativa, sugiriendo ciertos grandes principios orientadores al respecto, entre ellos, el principio de legitimidad corporativa, de la participación con las partes interesadas, de la responsabilidad fiduciaria de los administradores y directivos, por mencionar algunos.

Freeman & Harrison (1984) argumentan que la teoría de los stakeholders tiene mucho que decir sobre la gestión estratégica, ya que los stakeholders ofrecen una alternativa que puede mejorar la perspectiva económica moderna. Esto a través de reconocer la inferencia de las partes interesadas en el proceso de creación de valor de las corporaciones.

En un inicio Freeman intento ofrecer un enfoque pragmático de estrategia que incitará a las organizaciones a ser conscientes de los stakeholders para alcanzar un desempeño superior. En este sentido, la noción de los stakeholders surge como parte de una visión general que utilizan los gerentes para desarrollar políticas y acciones sociales con propósitos estratégicos. Una tesis fundamental de los argumentos basados en partes interesadas es que las organizaciones deben ser gestionadas en interés de todos sus constituyentes, no solo en interés de los accionistas, esto conllevará a vincular sus estrategias de crecimiento a largo plazo (Laplume et al., 2008).

Ciertamente, para algunos investigadores la teoría de los stakeholders tiene una carga ética empresarial más allá de índole gerencial y de maximización de ganancias, por lo que también se le relaciona con la ética empresarial y/o el desempeño social corporativo (Friedman & Miles, 2002). A juicio de Parmar et al. (2010) esto se debe a lo siguiente:

“La teoría de las partes interesadas ofrece una nueva forma de pensar sobre la teoría de gestión. Para proporcionar un núcleo normativo defendible, los investigadores deben demostrar que es simultáneamente defendible tanto en un sentido normativo (es decir, que encarna un conjunto de normas y principios morales defendibles) como en un sentido instrumental (es decir, que poner en práctica estos principios y normas probablemente ayudará a la empresa a generar valor económico y le permitirá mantenerse como una empresa rentable de manera sostenible)” (p. 6).

El enfoque de los stakeholders se sujeta de la carente moralidad que embarga la teoría de la gestión actual, ya que tiene poco espacio para integrar la ética plenamente en la conversación y discusión de las perspectivas de crecimiento y maximización de ganancias del accionista. Por tanto, Friedman & Miles (2002) afirman que la teoría de los stakeholders funciona como ese puente entre el análisis de las cuestiones éticas y el desempeño financiero corporativo.

Al respecto, Parmar et al. (2010) considera que la teoría de los stakeholders forma parte de la teoría de gestión y debe basarse explícitamente en sus teorías y métodos, pero también es un componente esencial de la teoría ética y moral, que de forma imperante se relaciona con el desempeño financiero o económico de la firma. Por tanto, esta debería emplearse como un modelo para ampliar y cuestionar las teorías de las organizaciones existentes.

Así mismo, la teoría de los stakeholders está estrechamente vinculada con la sostenibilidad corporativa. Un factor clave para el éxito de la gestión sostenible de los stakeholders es la creación de valor en los ámbitos económico, social y ambiental, lo cual está intrínsecamente relacionado con la identificación y vinculación estratégica. El concepto de valor se desarrolla tanto en los niveles estratégicos como en los operativos o tácticos, por lo que este debe estar alineado con prácticas que fortalezcan las relaciones con los stakeholders (Díaz & Castaño, 2015). En este sentido, se debate la conexión entre la sostenibilidad corporativa y la creación de valor, considerando la importancia de analizar estas cuestiones desde la perspectiva de las partes interesadas.

2.3 Relación entre la sostenibilidad corporativa, stakeholders y creación de valor

En el campo semántico de los negocios el término “crear valor” es reconocida en la teoría de la empresa en el siglo XX, donde se estudiaba como las empresas podían aumentar su riqueza a partir de una gestión eficiente, la innovación y tecnología que desencadenaba en la época valor añadido a las empresas; el valor en este momento estaba alineado al valor para el accionista. Así, la idea sobre crear valor aparece reiteradamente en textos académicos y profesionales de la dirección de la empresa, habitualmente este es definido en la literatura desde el aspecto económico-financiero (Salas, 2011). Desde hace algunas décadas, cuestiones como la responsabilidad social, ética empresarial y progreso social se han arraigado a las estrategias de creación de valor corporativo.

Indiscutiblemente en este proceso la principal valoración recae sobre una buena gestión empresarial y es lógico contemplar que las políticas corporativas son coherentes con este objetivo, maximizar beneficios y el patrimonio de los accionistas mayoritarios, no obstante, cada vez se hace notoria la participación de otros interesados en creación de valor (Manríquez, Gallegos & Valenzuela, 2005). No obstante, la perspectiva teórica de los stakeholders se amplía el núcleo de análisis involucrando en el proceso de creación de valor corporativo la influencia de múltiples actores e instituciones que dirigen y participan en el futuro del negocio, es así que en las últimas décadas el enfoque de gestión empresarial ha cambiado notablemente con el paso del tiempo, hoy en día se habla de otra práctica que exceden la visión cortoplacista de la empresa: la teoría de la empresa basada en los recursos naturales la cual expresan tácitamente como crear valor social, ambiental o sostenible influye en la trayectoria del negocio en el mercado.

De este modo, retomando el modelo neoclásico y el análisis microeconómico de las elecciones y maximización de utilidad, la perspectiva economicista sostiene que la creación de valor económico se logra a partir del excedente del productor y depende ampliamente de este margen. No obstante, es reconocido por muchos autores de las ciencias administrativas que la cuestión del valor no solo se maximiza a partir del excedente del consumidor o productor, sino también de un abanico amplio de interesados los cuales reciben una cuantía (Argandoña, 2011).

Considerando lo anterior, en la postura neoclásica las empresas rara vez abordan los problemas de la sociedad y ambiente desde la perspectiva de valor, por lo que se limitan a tratarlos

como temas periféricos (Porter y Kramer, 2006). El ímpetu por maximizar las utilidades, observadas desde el aspecto interno de la empresa, imposibilita obtener una mirada a futuro de las inversiones considerando el “entorno” como un factor importante.

Además, los estudios que examinan la relación entre la cuestión económica y medioambiental han sido etiquetados de diferentes maneras en la literatura, siendo una preocupación central en la comunidad científica de las ciencias económico-administrativas. Siguiendo a Pihl & Lundgård (2011), los tópicos de interés en la relación al tema son delimitados bajo el enfoque de desempeño, las ventajas competitivas, ganancias, rentabilidad, valor sostenible, valor para los accionistas a largo plazo y de valor agregado económico de la sostenibilidad, cada uno incurre en diferentes contextos de aplicación desde el aspecto teórico-conceptual, no obstante, su análisis y estudio está relacionado.

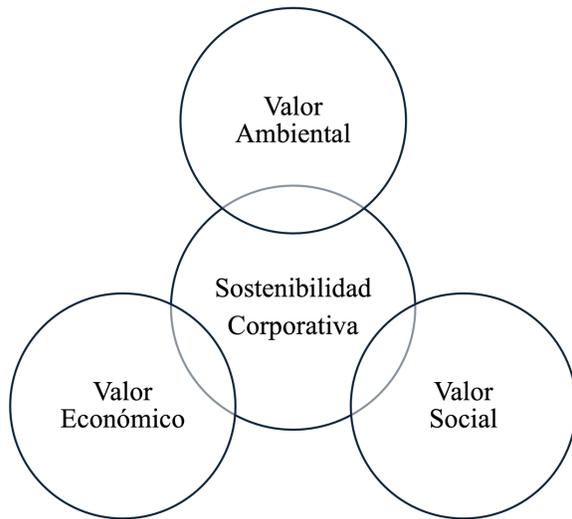
Por tanto, tradicionalmente crear valor en las corporaciones ha sido referido al aumento del beneficio y rentabilidad, pero se reivindica en época reciente en la percepción un grupo amplio de interesados o de la perspectiva de los stakeholders, por ejemplo, Payne et al. (2001) reconoce como partes interesadas clave en la creación de valor corporativo: el valor que asignan los empleados, los clientes (o consumidores) y de los accionistas.

No obstante, esto no significa que no existan otros actores involucrados en la creación de valor desde la perspectiva de los stakeholders, por lo que la construcción de ventajas competitivas sostenibles requiere una visión holística que reconozca todos los componentes que lo integran. De esta forma, Elkington (1997) propone un marco para evaluar la sostenibilidad denominado Triple Cuenta de Resultado (TBL) el cual incluye tres aspectos que crear valor corporativo: economía, sociedad y medioambiente (ver figura 4).

La TBL se sustenta en que la sociedad depende de la economía y ésta a su vez del ecosistema global cuya salud está representada en la última línea del TBL. Bajo este enfoque, la sociedad se tendría que contemplar desde su relación con la economía y el medioambiente (García-López, 2015). De esta forma, estas tres esferas contribuyen a la sostenibilidad corporativa creando valor desde el aspecto social, económico y ambiental.

Figura 4

Esferas de la Triple Cuenta de Resultado



Fuente: adaptado de Elkington (1997).

Según Barcellos de Paula (2011), el componente económico del modelo TBL se centra en la gestión empresarial, integrando códigos de buen gobierno corporativo, transparencia y cumplimiento legal. Estos elementos permiten identificar y gestionar riesgos, lo que asegura la supervivencia del negocio a mediano y largo plazo. En el ámbito social, las empresas valoran la filantropía, las acciones sociales y la gestión de recursos humanos, todas ellas relacionadas con la responsabilidad social corporativa. Por último, en lo que respecta al medio ambiente, se analiza la ecoeficiencia en los procesos de producción, garantizando la protección del medioambiente y la preservación de los recursos para las generaciones futuras.

Finalmente, para Baumgartner & Rauter (2017) las empresas persiguen objetivos medioambientales y sociales por dos razones principales. En primer lugar, pueden estar obligadas a hacerlo por los propietarios, la legislación, las partes interesadas o la presión del mercado. En segundo lugar, pueden optar voluntariamente por la sostenibilidad, ya sea por motivación intrínseca o con la expectativa de obtener beneficios económicos.

Capítulo 3. Revisión de literatura

Capítulo 3. Revisión de literatura

El mercado de capitales ha experimentado altas tasas de crecimiento en los últimos años, este comportamiento se asocia a la transparencia de información exhaustiva por parte de empresas emisoras a lo largo del mundo, particularmente se observa una mayor divulgación sobre información no financiera relacionada con los aspectos ESG (Núñez et al., 2022); la divulgación periódica del estado financiero y extra-financiero de las compañías ha generado un interés incipiente entre académicos, gobiernos, instituciones financieras e investigadores de mercado por explorar los resultados que contraen para las organizaciones exteriorizar sus aspectos fuertes y débiles en el proceso de creación de valor corporativo bajo una estrategia sostenible.

Una vez establecidas las teorías y contextualizada la investigación, en este capítulo se desarrolla análisis de los registros empíricos que examinan las variables de interés con el propósito de establecer y justificar las hipótesis planteadas. Este capítulo tiene como objetivo abordar la literatura del tema de investigación examinando los registro empíricos en diferentes contextos de aplicación, por lo que, en primera instancia, se explora los efectos de los criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo en el desempeño financiero empresarial de empresas alojadas en diferentes países y regiones. Así mismo, después se examina los resultados sobre el papel del gobierno corporativo como variable que modera los vínculos entre el desempeño sostenible y el desempeño financiero de emisoras. Finalmente, se anexa la justificación del modelo de investigación.

3.1 Revisión de estudios empíricos

Los factores ESG son retomados en múltiples investigaciones que examinan si la sostenibilidad pueden o no afectar el valor de la corporación (Dowell et al., 2000; Fatemi et al., 2018; Loh et al., 2017; Lo & Sheu, 2007); otros estudios, por ejemplo, se enfocan en conocer el papel que representa el gobierno corporativo en las estrategias corporativas sostenibles y rentabilidad financiera (Nguyen et al., 2021), o bien, conocer la influencia de la calificación ESG en la reducción del riesgo (Kim & Li, 2021), la transparencia financiera y percepción de los stakeholders (Oncioiu et al., 2020). La evidencia en estas investigaciones demuestra el interés por

explorar bajo que circunstancias las estrategias corporativas sostenibles ESG tienen una influencia positiva y significativa con el desempeño financiero empresarial, y particularmente en la creación de valor operativo-financiero, comercial y de mercado.

No obstante, siguiendo a Cherkasova & Nenuzhenko (2022), gran parte de estos estudios han cubierto el análisis de los efectos de puntuaciones ESG en el desempeño financiero de empresa en mercados desarrollados, manteniendo la laguna en las investigaciones científicas sobre lo que sucede en mercados en vías de desarrollo. Así, los autores consideran que un nuevo grupo de estudios reúne en sus estimaciones empresas emisoras provenientes de diferentes tipos de mercados (Ferrero et al., 2015; Yu et al., 2018).

De esta manera difícilmente es posible conciliar los resultados encontrados en estos estudios que, aunque son robustos en cuanto al número de observaciones y tratamiento de la información, dificultan la interpretación de los hallazgos debido a que las empresas provenientes de países subdesarrollados y emergentes se caracterizan por tener marcos institucionales, políticos y económicos dispares.

Ante este reconocimiento, vale la pena mencionar algunas investigaciones que centran su atención en mercados emergentes, por ejemplo, Mohammad & Wasiuzzaman (2021) analizó la relación entre los criterios ESG, el desempeño y ventaja competitiva en empresas que cotizan la bolsa de Malasia “Bursa Malaysia Berhad”; como resultados encuentran que la divulgación de datos ESG mejora el Q de Tobin, incluso después de controlar la ventaja competitiva el resultado es favorable. Por otro lado, Sultana et al. (2018) explora las preferencias de los inversionistas sobre la adquisición de activos de empresas que divulgan aspectos ESG en Bangladesh, encontrando que existe una inclinación de los inversionistas hacia este tipo de inversión sostenible.

Estos trabajos demuestran la influencia positiva que tiene una mayor calificación ESG en la construcción de valor corporativo y obtención de ventajas competitivas, no obstante, es relevante hacer mención que estos resultados no son unánimes cuando se trata de empresas provenientes de mercados emergentes. Por ejemplo, Duque & Aguilera (2021) retoman el caso de empresas multinacionales provenientes de cinco países de América Latina demostrando una relación significativamente negativa, hecho que contrapone la postura expuesta por los resultados de Mohammad & Wasiuzzaman (2021) y Sultana et al. (2018).

Por tal motivo, los efectos de la calificación ESG en el desempeño financiero empresarial demuestran la bidireccionalidad en los registros empíricos, aun sí estos se centran en examinar su relación en un mismo tipo de mercado. Sin embargo, en el caso de los mercados desarrollados los resultados son más consistentes y consensados entre ellos, la sostenibilidad corporativa se muestra como una estrategia que permite crear valor corporativo particularmente porque mejora la relación entre empresa-stakeholders, reducción del riesgo financiero, o bien, conduce a una preferencia por parte de los inversionistas en su construcción de cartera.

Por ejemplo, Zhao et al. (2023) encuentra que el desempeño ESG mejora el riesgo empresarial en empresas de China a través de tres canales, la reputación empresarial, transparencia de la información y control interno. No obstante, para el caso de los bancos chinos, Weber (2017) encuentra una relación bidireccional entre los resultados de sostenibilidad y los resultados financieros. Por otro lado, Lu (2020) analiza empresas estadounidenses encontrando que el gobierno corporativo modera la relación del desempeño sostenible y financiero de manera positiva y significativa.

Así mismo, investigaciones como la de Carnini et al. (2022) y Duque & Aguilera (2021) incorporan el efecto individual de los aspectos ESG como variables explicativas en sus modelos de regresión de panel para evaluar su efecto en métricas financieras como el rendimiento operativo, por ejemplo, sobre el ROA y EBIT.

En cuanto al aspecto de gobernanza, Dzingai & Fakoya (2017), Arévalo et al. (2020), San Martín & Flores (2020), y Agovino et al. (2021) demuestran su influencia positiva y moderadora entre la relación del desempeño sostenible y financieros. Este apartado compila estudios en diferentes tipos de mercados sobre la sostenibilidad corporativa y su efecto en el desempeño financiero empresarial, no obstante, se examina con particular atención los efectos de cada una de las dimensiones ESG sobre los resultados financieros, así mismo, sobre el efecto moderador del desempeño del gobierno en el desempeño sostenible y financiero.

3.1.1 Efecto de los criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo en el desempeño financiero empresarial

Investigaciones recientes sugieren que una gestión sólida de los aspectos ESG (ambientales, sociales y de gobernanza) puede estar relacionada con un mejor desempeño financiero. Las empresas que adoptan prácticas sostenibles y responsables pueden beneficiarse de una mayor eficiencia operativa, mitigación de riesgos y una mejor reputación en el mercado (Zhao et al., 2023; Bahadori et al., 2021; Danso et al., 2019; Dorfleitner et al., 2015). Por lo tanto, este análisis busca explorar cómo la integración de los criterios ESG puede influir en los resultados financieros, ofreciendo una visión integral de su impacto potencial en la creación de valor y el desempeño financiero.

En el contexto europeo, Carnini et al. (2022) demostraron, a partir de un estudio sobre empresas italianas, que la divulgación de información ESG impacta positivamente en el desempeño financiero calculado a partir de los Beneficios antes de Intereses e Impuestos (EBIT, por sus siglas en inglés). Además, su análisis de cada una de las dimensiones del ESG reveló que los pilares ambiental y social tienen un impacto positivo en el desempeño de las empresas, mientras que no se encontró evidencia significativa para el pilar de gobernanza.

Respecto al contexto de economías emergentes, los aportes de argumentan que la sostenibilidad corporativa contribuye significativa y positivamente al valor de la firma marcando un precedente sobre los beneficios que conllevan las prácticas socialmente responsables en el organizaciones que realizan oferta pública. En varios estudios se ha argumentado que la sostenibilidad corporativa contribuye de manera significativa y positiva al valor de la empresa, marcando un precedente sobre los beneficios de las prácticas socialmente responsables en organizaciones que realizan oferta pública (Bahadori et al., 2021; Correa et al., 2020; Dzingai & Fakoya, 2017; Hernández & Correa, 2018; Mohammad & Wasiuzzaman, 2021).

Particularmente, Bahadori et al. (2021) recopilaron una amplia muestra de emisoras en países emergentes, incluyendo Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú y México que divulgan criterios ESG. Según los autores, este estudio, al abarcar un gran número de empresas, sectores e industrias, permite generalizar los resultados. Los hallazgos demostraron que la puntuación ESG

influye positivamente en el rendimiento del activo (ROA) y también conduce a una mejor reputación y legitimidad corporativa.

A partir de estos resultados, otras investigaciones en América Latina, como las de Hernández & Correa (2018), Meneses, Orozco, Muñoz & Pareja (2022), y Meneses, Carabali, Pérez & Caracas (2021), también demostraron un impacto positivo y estadísticamente significativo entre los aspectos ESG y el desempeño financiero. Hernández & Correa (2018) identificaron una relación positiva entre la presentación de informes de sostenibilidad, el gobierno corporativo y la generación de valor en firmas de Colombia y Chile. A su vez, Meneses et al. (2022) y Meneses et al. (2021) encontraron resultados similares en Colombia y Brasil, respectivamente.

Sin embargo, también se encuentra evidencia de una relación negativa, por ejemplo, en Duque & Aguilera (2021) se revela que existe una relación negativa entre el desempeño financiero y los puntajes medioambiental, social y de gobierno corporativo en una muestra de 104 empresas multinacionales de Latinoamérica.

En este sentido, en la siguiente tabla se compila y resume algunos estudios que examinan el efecto de los criterios ESG en variables como el ROA, ROE, EBITDA y Q de Tobin para explorar si efectivamente las practicas sostenibles son apremiadas y se reflejan en los resultados financieros positivos de las corporaciones en diferentes contextos de aplicación, con ello, evaluar si existe un consenso en los resultados que dichas prácticas permite crear valor corporativo (ver tabla 4).

Tabla 4

Revisión de investigaciones previas sobre el efecto de la sostenibilidad a partir de los ESG en el desempeño financiero empresarial.

Autor(es)	País o región	Resultado	Relación
Bahadori, N., Kaymak, T., & Seraj, M. (2021).	24 mercados emergentes líderes	Después de utilizar como variable control el tamaño de la empresa y el aplacamiento, las empresas con mayores puntuaciones ESG experimentan mayores niveles de rentabilidad financiera.	Positiva, controlando el tamaño de la empresa y apalancamiento.
Carnini et al. (2022)	Italia	Existe un impacto positivo entre la divulgación de información medioambiental, social y de gobierno con el rendimiento de la empresa medido por el EBIT.	Positiva entre las puntuaciones ESG y EBIT.

Danso et al. (2019)	Ghana, África subsahariana.	Las compañías que siguen la estrategia de diferenciación pueden impulsar positivamente el rendimiento con la orientación a la sostenibilidad medioambiental, que sin la estrategia de diferenciación.	Positiva, dependiendo de la estrategia de diferenciación implementada.
Duque & Aguilera (2021)	Brasil, Chile, Colombia, México y Perú	Al examinar las cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza por separado para determinar con precisión la relación de cada variable con el desempeño financiero de las multilatinas, los resultados revelan una relación negativa.	Negativa entre cada uno de los puntajes ESG y el desempeño financiero.
Hernández & Correa (2018)	Colombia y Chile	La presentación de informes de sostenibilidad y gobierno corporativo permite generar valor de las firmas.	Positiva.
Jyoti, G., & Khanna, A. (2021).	India	Los resultados del estudio indican una relación negativa significativa entre las puntuaciones ESG y el rendimiento de los activos (ROA) y el rendimiento del capital empleado (ROCE) de las empresas seleccionadas.	Positiva, entre los ESG y el desempeño financiero medido por el ROA y ROCE.
Meneses, Carabali, Pérez & Caracas (2021)	Colombia	La implementación de buenas prácticas ESG por parte de las empresas nacionales conduce a un funcionamiento más eficaz en su entorno y en relación con sus grupos de interés, lo que se traduce en un mejor desempeño empresarial a lo largo del tiempo.	Positiva
Meneses, Orozco, Muñoz & Pareja (2022)	Brasil	Las prácticas ESG tienen una fuerte correlación positiva con la rentabilidad, el valor de las empresas y el acceso a funcionamiento a largo plazo.	Positiva.
Weber (2017)	China	Los resultados muestran una causalidad bidireccional entre los resultados de sostenibilidad de las empresas y los resultados financieros de los bancos chinos.	Negativa y positiva entre la sostenibilidad y resultados financieros.

Fuente: elaboración propia en base a autores.

Se ha observado que existe una bidireccionalidad entre los resultados financieros y el desempeño sostenible, medido por los aspectos ESG. Investigaciones como las de (Weber, 2017) y Duque & Aguilera (2021) evidencian esta dualidad, mostrando tanto relaciones positivas como negativas entre estas variables. Sin embargo, en la mayoría de los contextos estudiados, se encuentra mayor evidencia de que esta relación tiende a ser positiva.

Además, estudios realizados en regiones con distintos niveles de desarrollo han utilizado los pilares ESG como métricas separadas para evaluar las preferencias de los inversionistas respecto a cada uno de ellos. Por ejemplo, Sultana et al. (2018) evaluaron los puntajes ESG y su efecto en las decisiones de inversión en el mercado de valores de Bangladesh. Los resultados mostraron que los inversionistas tienen una preferencia más fuerte por las cuestiones de gobernanza en comparación con los pilares social y medioambiental. Sin embargo, en lo que respecta al pilar medioambiental, los inversores tienden a preferir oportunidades de mercado que surjan de procesos y tecnologías ambientales avanzados.

Otro conjunto de investigaciones ha centrado su atención en la influencia del aspecto social en el desempeño financiero, particularmente en relación con la Responsabilidad Social Corporativa (RSC). Estudios como los de Hapsoro & Fadhilla (2017), Fauzi et al. (2007), y Fauzi (2009) se enfocan en el efecto de la RSC en la rentabilidad de las empresas, encontrando una influencia positiva en compañías de Indonesia. Específicamente, Hapsoro & Fadhilla (2017) concluyen que la divulgación de RSC influye directamente en el volumen de negociación de acciones, lo que sugiere que una mayor transparencia en estas prácticas puede aumentar la confianza de los inversionistas y, en consecuencia, su interés en negociar las acciones de la empresa.

En cuanto al aspecto de gobernanza corporativa, el estudio de Mukhtaruddin et al. (2019), realizado con emisoras que cotizan en la Bolsa de Valores de Indonesia, muestra que estas empresas se ven significativamente fortalecidas en su valor gracias a buenas prácticas de gobernanza corporativa y RSC. Asimismo, un estudio realizado en Pakistán por Iqbal & Javed (2017) revela que un índice de gobierno corporativo modera positiva y significativamente el vínculo entre la estructura de capital y el desempeño financiero, medido a través del ROE.

Por otro lado, también se ha encontrado evidencia de que las prácticas ambientalmente sostenibles, junto con una mayor inversión en Investigación y Desarrollo (I+D), mejoran la capacidad de las empresas para tomar riesgos (Banerjee & Gupta, 2017). Danso et al. (2019), en su estudio en Ghana, África, indican que las compañías que implementan estrategias de diferenciación pueden mejorar positivamente su rendimiento financiero mediante la orientación a la sostenibilidad medioambiental. Además, los resultados sugieren que, en Ghana, incluso sin una estrategia de diferenciación, las empresas pueden potenciar el efecto de la sostenibilidad medioambiental en sus resultados financieros mediante el uso de estrategias de bajo costo.

La evidencia recopilada sugiere que los vínculos entre los criterios ESG y el desempeño financiero de las empresas es bidireccional, con estudios que muestran tanto impactos positivos como negativos. No obstante, en la mayoría de los contextos analizados, especialmente en regiones emergentes y en mercados desarrollados, se observa que la integración de prácticas sostenibles y responsables tiende a mejorar el valor de las empresas, incrementando la confianza de los inversionistas y fortaleciendo su posición en el mercado.

Además, el análisis de cada pilar del ESG revela que, aunque los inversores muestran una mayor preferencia por las cuestiones de gobernanza, el impacto positivo de las prácticas medioambientales y sociales también es significativo, particularmente cuando se combinan con estrategias empresariales como la diferenciación y la inversión en I+D. Por lo tanto, la adopción de una gestión integral de los criterios ESG no solo es relevante para mejorar el rendimiento financiero, sino también para fomentar un desarrollo sostenible a largo plazo.

Finalmente, tomando en cuenta los resultados de las investigaciones descritas se marcan un precedente significativo sobre la relación entre el desempeño sostenible medido a partir de la calificación ESG global e individual y sus efectos en el desempeño financiero empresarial. Con el propósito de esclarecer la propuesta y modelo de investigación se plantea la siguiente hipótesis de investigación:

H1: La sostenibilidad corporativa, medida a través de la calificación medioambiental, social, y de gobierno corporativo (ESG), tiene un efecto positivo y significativo en el desempeño financiero de las emisoras sostenibles del MILA.

En conclusión, considerando el análisis y discusión de las diversas investigaciones científicas en este apartado se considera que los aspectos ESG tienen la capacidad de otorgar beneficios operativos, financieros o económicos que contrae esta práctica y que va de la mano con la buena gestión y gobernanza corporativa. Así mismo, la calificación ESG es utilizada como una métrica en los mercados para definir los avances de las empresas en materia de sostenibilidad corporativa. A continuación, se analizan la participación del gobierno corporativo en el desempeño sostenible y financiero en diferentes países.

3.1.2 Efecto moderador del gobierno corporativo con el desempeño sostenible y financiero empresarial

En la revisión de la literatura revela un número significativo de estudios que incluyen el gobierno corporativo como una variable moderadora en la relación entre el desempeño sostenible y los resultados financieros. Por ello, en esta investigación se adopta esta perspectiva, analizando cómo el gobierno corporativo influye en el posicionamiento estratégico y en la creación de valor corporativo desde la perspectiva del TBL.

Comenzando con el estudio de Lu (2020), que incluyó una muestra de 456 de las empresas públicas más grandes de Estados Unidos, se demostró que un gobierno corporativo más sólido influye positivamente en el desempeño sostenible, otorgando un mayor valor a la empresa, lo que a su vez conduce a un mejor desempeño financiero. Además, Lu (2020) argumenta que el consejo de administración juega un papel crucial en el seguimiento y asesoramiento de la toma de decisiones estratégicas, incluida la sostenibilidad.

De manera concordante, Zhao et al. (2023) realizaron un estudio en empresas chinas que mostró que los aspectos ESG contribuyen a una mejor gestión de riesgos. En este contexto, se demostró que el poder de los directores ejecutivos (CEO, por sus siglas en inglés, chief executive officer) tiene una influencia significativa en las estrategias de sostenibilidad enfocadas en ESG, identificándose un efecto moderador del poder del CEO sobre el desempeño ESG, así como su impacto en la reputación corporativa y la transparencia.

Por otro lado, Xie et al. (2018) investigaron emisoras en países desarrollados como Estados Unidos, China y Japón, encontrando que la divulgación de información ESG está asociada positivamente con la eficiencia empresarial, pero solo en niveles moderados de divulgación, más que en niveles altos o bajos. En resumen, la relación entre ESG y el desempeño financiero empresarial es positiva y está moderada por el nivel de divulgación del gobierno corporativo.

Tabla 5

Revisión de investigaciones previas sobre el efecto moderador del gobierno corporativo en el desempeño de sostenibilidad y desempeño financiero empresarial.

Autor(es)	País o región	Resultado	Relación
Lu, L. W. (2021)	Estados Unidos	Los resultados muestran que las empresas con un gobierno corporativo más fuerte tienen más probabilidades de tener un mayor rendimiento de la sostenibilidad corporativa y que el gobierno corporativo contribuye al valor de la empresa.	Positiva, moderada por el gobierno corporativo.
Nguyen et al. (2021)	China	El tamaño del consejo de administración y las reuniones del consejo de administración están asociados positivamente con los resultados medioambientales de las empresas chinas, mientras que la independencia del consejo de administración y la diversidad de género tienen una asociación positiva, pero insignificante, con los resultados medioambientales de las empresas.	Negativa y positiva, moderada por el gobierno corporativo.
Rezaee et al. (2021)	Estados Unidos	Los resultados indican una asociación negativa entre el desempeño sostenible y el riesgo de la empresa, esta relación es moderada por la independencia de la junta directiva como una de las prácticas de gobierno corporativo.	Positivo, moderado por el gobierno corporativo.
Xie et al. (2018)	Estados Unidos, China y Japón	La información ESG tiene una asociación positiva con la eficiencia empresarial en el nivel moderado de divulgación, más que en el nivel alto o bajo de divulgación. La divulgación de información sobre gobernanza tiene la relación positiva más fuerte con la eficiencia empresarial, seguida de la divulgación de información social y medioambiental.	Positiva, moderado por el nivel de divulgación sobre el gobierno corporativo.
Zhao et al. (2023)	China	Un mejor desempeño ESG reduce el riesgo empresarial a través de tres canales: reputación de la empresa, transparencia de la información y control interno. Cuando los directivos ejecutivos tienen mayor poder (poder del CEO), se potencia el efecto de reducción de riesgos de forma significativa.	Positiva, moderada por el gobierno corporativo.

Fuente: elaboración propia.

Así mismo, Rezaee et al. (2021) exploró los efectos de diversas prácticas de gobierno corporativo encontrando que la independencia de la junta directiva modera la asociación negativa entre la sostenibilidad ambiental y el riesgo en empresas estadounidenses, siendo otras prácticas como la dualidad del CEO y el tamaño de la junta no significativas. No obstante, en el estudio de Nguyen et al. (2021) desarrollado en China encuentra un efecto positivo y negativo entre algunas práctica del gobierno corporativo en los resultados medioambientales.

Por otro lado, los resultados en Arévalo et al. (2020) y Arango (2019) enfatizan que algunas prácticas del gobierno corporativo impactan positivamente en el desempeño financiero de las empresas en el contexto latinoamericano. Considerando lo anterior, se plantea la siguiente hipótesis de investigación.

H2: El gobierno corporativo (G) modera la relación entre los aspectos ambiental-sociales (ES) y el desempeño financiero, tanto operativo (ROE) como de mercado (Q de Tobin), de las emisoras sostenibles del MILA.

3.2 Conceptualización de las variables de estudio

La *sostenibilidad corporativa* reconoce que el crecimiento y la rentabilidad son cruciales, pero también exige que las empresas persigan objetivos sociales, especialmente aquellos vinculados al desarrollo sostenible, como la protección ambiental, la justicia social, la equidad y el desarrollo económico, con el fin de lograr un valor corporativo a largo plazo (Wilson, 2003). Aunque los términos sostenibilidad y desarrollo sostenible se han utilizado de manera intercambiable para abordar cuestiones medioambientales, también se aplican a las dimensiones social y económica (Scade, 2012).

El Informe Brundtland define el desarrollo sostenible como “el desarrollo que satisface las necesidades del presente sin comprometer la capacidad de las generaciones futuras para satisfacer sus propias necesidades” (CMMAD, 1987, p. 59). De este modo, se considera la inclusión de tanto las generaciones actuales como las futuras.

Para Baumgartner & Rauter (2017), la definición anterior involucra varios actores de la sociedad, entre ellos, las empresas. No obstante, a la luz de los grandes retos globales sobre el

medioambiente y la sociedad, el desarrollo sustentable ofrece un marco genérico que carece de una orientación clara o específica sobre las estrategias que las corporaciones deben de llevar a cabo.

En este sentido, la sostenibilidad en el ámbito de los negocios se trata de un paradigma de gestión empresarial que reconoce la importancia incrementar la rentabilidad, pero también poner énfasis en el desempeño social y ambiental e incorporarlos en los objetivos de la empresa. Siguiendo a Morales et al. (2021), la sostenibilidad de las empresas se define como “la administración eficiente y racional de los recursos, ya sean naturales, económicos y sociales, con el objetivo de mejorar el bienestar de la población actual y elevar la calidad de vida de las generaciones futuras, en relación tanto con la sociedad como con sus clientes y posibles inversionistas” (p. 162).

En otras palabras, la definición de sostenibilidad desde la perspectiva de los negocios otorga una visión a largo plazo de la firma mediante el aprovechamiento de recursos naturales de forma que garantice su uso actual y futuro. Considerando la diferenciación entre conceptos, es importante definir los elementos que propician la sostenibilidad en las organizaciones.

En este sentido, considerando el interés de la investigación, el aspecto de la gobernanza es un elemento relevante para el desarrollo de prácticas sostenibles. Desde la visión estándar del gobierno corporativo, Tirole (2017) afirma que parte de la defensa de intereses de los accionistas, no obstante, como identifica Portalanza (2013), sin considerar la perspectiva desde donde se estudie en la academia, su objetivo central es velar por los intereses de todos los involucrados, es decir, los stakeholders, con ello, asegurar la supervivencia del negocio en el corto y largo plazo.

Tabla 6

Definición conceptual y operacional de las variables de estudio.

Variable	Definición conceptual	Definición operacional
Sostenibilidad corporativa	Modelo de negocio que busca crear valor a largo plazo para los accionistas de una empresa mediante el aprovechamiento de oportunidades y la gestión eficaz de los riesgos inherentes al desarrollo económico,	<i>Dimensión ambiental:</i> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Emisión y huellas de carbono ▪ Gestión y producción de residuos ▪ Energías renovables y mitigación del cambio climático ▪ Uso de energía, recursos y agua

	medioambiental y social (Andreu & Fernández, 2011).	<i>Dimensión social:</i>
	Es el enfoque de negocio que busca la entrega de valor a largo plazo por parte de una empresa en términos financieros, sociales, ambientales y éticos (Haffar & Searcy, 2017).	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Comunidad de cliente ▪ Diversidad ▪ Ética y cumplimiento ▪ Salud y seguridad ▪ Capital Humano
Gobierno corporativo	El gobierno corporativo trata fundamentalmente de cuestión de cómo, para qué y para quiénes se dirige las actividades e interés de la empresa, así como la incorporación de cuestiones más amplias sobre la ética a lo largo de toda la cadena de valor, corrupción, derechos humanos, cambio climático, entre otros (Elkington, 2006).	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Género del director general ▪ Tamaño del consejo de administración ▪ Número de reuniones del consejo de administración ▪ Independencia del consejo de administración

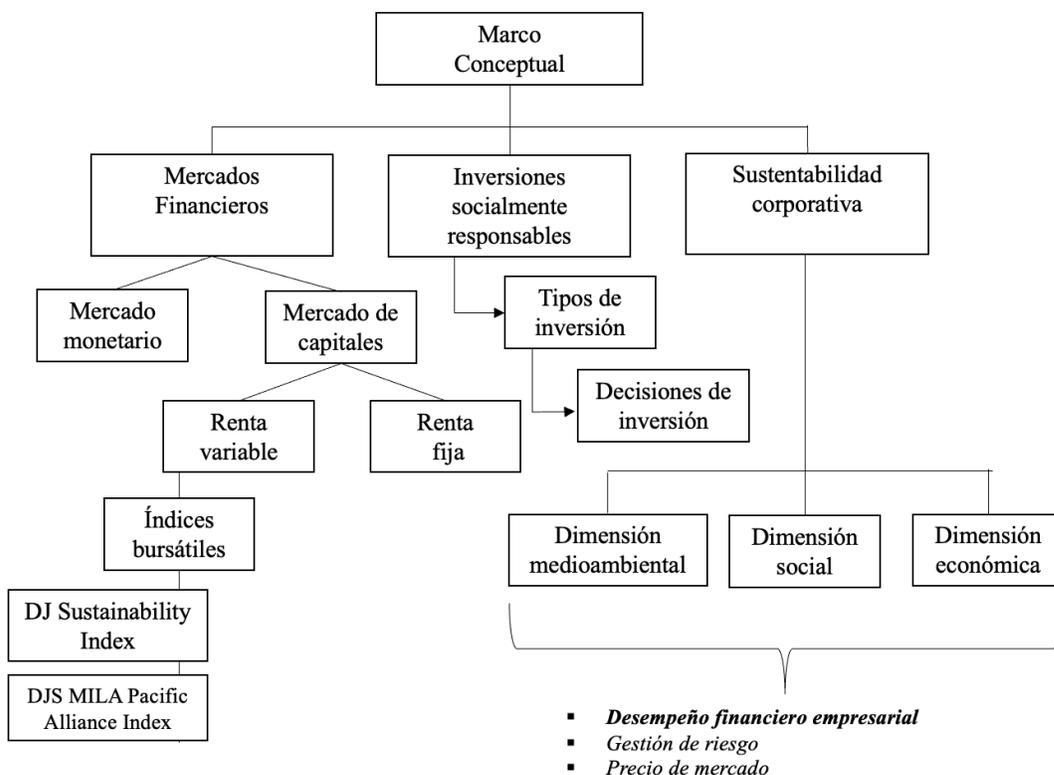
Fuente: elaboración propia en base a autores.

La tabla anterior muestra las definiciones operacionales de cada concepto, por ejemplo, la sostenibilidad involucra una dimensión ambiental y social. En la primera, las emisiones y huellas de carbono, gestión de residuos, uso de energía, entre otros, son aspectos evaluados desde este enfoque al cual se le suman más de acuerdo con las características particulares del giro de las empresas. La segunda dimensión, el aspecto social involucra aspectos relacionados con la responsabilidad social de la empresa, por ejemplo, la responsabilidad con los clientes, la diversidad, ética, cumplimiento, salud, entre otros.

En relación con el gobierno corporativo, es importante destacar que su operacionalización se basa en las actividades que lleva a cabo el consejo de administración y en el conjunto de decisiones que toman los directores dentro de la empresa. En cuanto a la conceptualización de la sostenibilidad, Baumgartner y Ebner (2010) explican que existen dos enfoques para evaluar la relación entre las actividades empresariales y la integración de la sostenibilidad corporativa en el ámbito académico: primero, la identificación y análisis de cuestiones relacionadas con las dimensiones económica, ecológica y social de la sostenibilidad; y segundo, el desarrollo de estrategias específicas que se centran en el compromiso de sostenibilidad, tanto desde una perspectiva externa como interna.

Figura 5

Marco contextual de la investigación



Fuente: elaboración propia.

Por lo tanto, la figura 5 ilustra la ruta conceptual de la sostenibilidad corporativa que se presenta en esta investigación, destacando los mercados financieros y las Inversiones Socialmente Responsables como elementos del marco contextual del estudio. En el análisis de los mercados financieros, en el mercado de capitales de renta variable se han desarrollado algunos índices bursátiles de sostenibilidad, por lo que esta investigación parte de los índices desarrollados por Dow Jones en materia de sostenibilidad. Por otro lado, las ISR han sido un campo de estudio relacionado con la estudio de la sostenibilidad corporativa en el mercado financiero, por tanto, su valoración se desarrolla ampliamente en el siguiente capítulo.

3.3 Modelo general de la investigación

El modelo de investigación, diseñado después del planteamiento de las hipótesis, corresponde a una regresión de panel. En este modelo, se incluyen como variables explicativas la

calificación individual ESG, así como variables de control como el tamaño de la empresa, antigüedad y sector de procedencia. Para abordar la hipótesis 2, se incorpora el efecto moderador del gobierno corporativo.

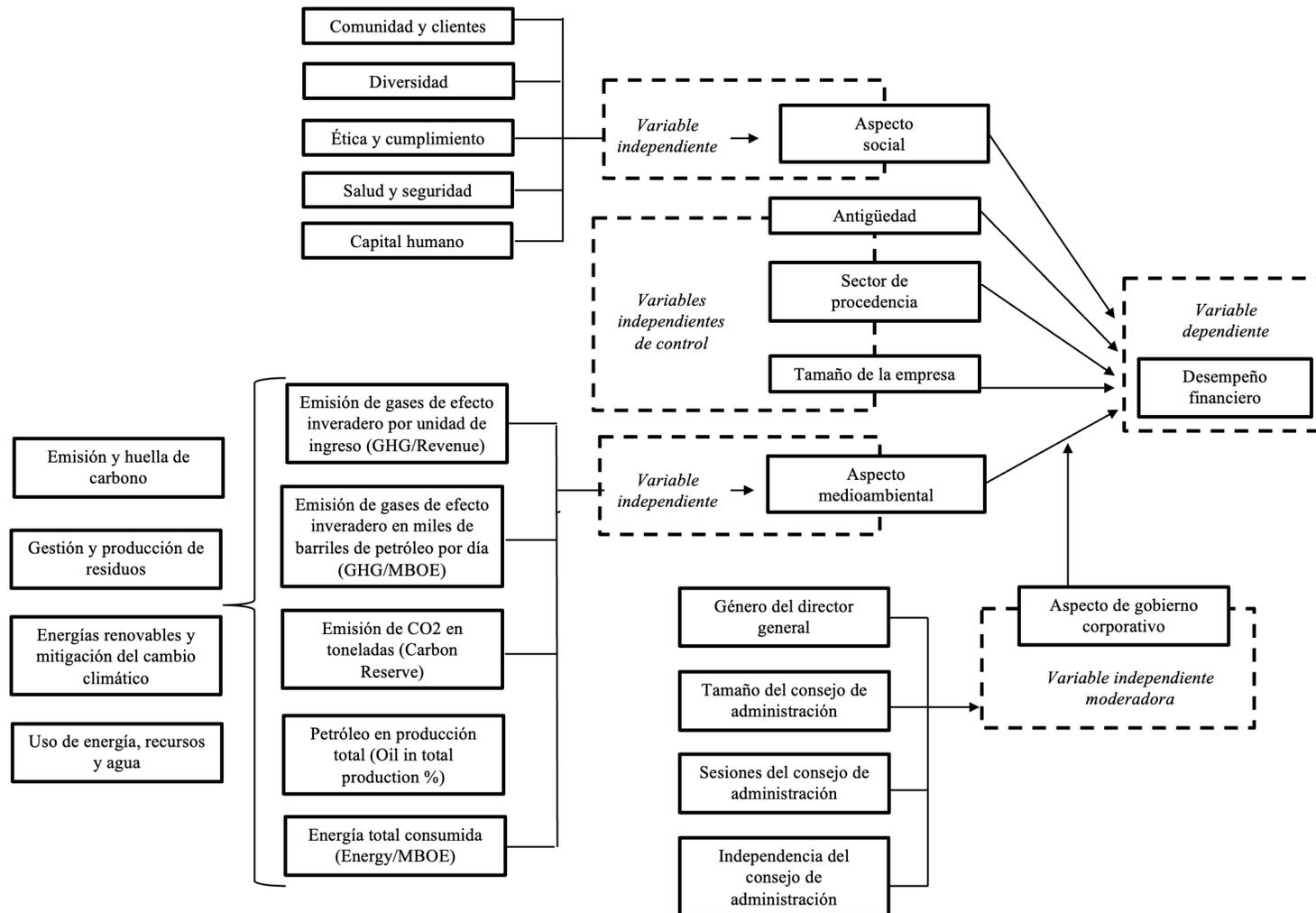
Dentro de cada uno de los pilares ESG, se desarrollan subcategorías específicas, basadas en los cuestionarios de Bloomberg. En cuanto a la dimensión social, se evalúa en relación con los atributos de la RSC, considerando ítems relacionados con los clientes, diversidad, aspectos éticos, salud, seguridad, capital humano, entre otras, los cuales varían según el sector y tipo de industria en la que se desempeñan las empresas emisoras.

Para la dimensión medioambiental, el modelo incluye variables relacionadas con la emisión de gases de efecto invernadero (GHG), emisiones de CO₂, y el consumo total de energía. Finalmente, en la dimensión de gobernanza corporativa, los elementos evaluados comprenden el género del director general, el tamaño del consejo de administración, el número de sesiones del consejo, y la independencia de este, entre otros aspectos relevantes. Las variables de control se conforman por dos variables numéricas y una variable categórica, basadas en registros empíricos y modelos econométricos desarrollados en diversos contextos de estudio.

De esta forma, el modelo de investigación propuesto analiza el impacto de las calificaciones ESG en las empresas, considerando variables de control y el efecto del gobierno corporativo. Al incluir diversas dimensiones y subcategorías en los pilares ESG, permite una evaluación detallada y contextualizada, ofreciendo una base sólida para comprender la relación entre las prácticas ESG y el rendimiento empresarial que es coincidente con el manifestado en la evidencia empírica.

Figura 6

Propuesta del modelo de la investigación



Fuente: elaboración propia

3.4 Justificación de la selección del modelo e hipótesis

La divulgación de criterios ESG ha adquirido una creciente popularidad en los fondos y portafolios de inversión (Swiss Sustainable Finance, 2017), son considerados la base de las estrategias de Inversión Socialmente Responsables (ISR) más grande del mundo (Danso et al., 2019; Linnenluecke, 2022), su divulgación representa ser una nueva medida de rendición de cuentas que reflejan un compromiso voluntario con objetivos no financieros vinculados con el desarrollo sostenible.

Para Duuren et al. (2016), los resultados medioambientales de una empresa reflejan sus intentos de reducir el uso de recursos y las emisiones de gases de efecto invernadero. Los resultados sociales de una empresa, por su parte, reflejan el grado en que la empresa respeta las condiciones de empleo, derechos humanos, responsabilidad de los productos y vínculos con la comunidad. Por último, los resultados del gobierno corporativo de una empresa indican cómo los directivos cumplen sus obligaciones y protegen los derechos de los accionistas.

Tomando como referencia la descripción de Duuren, los criterios ESG son un valioso esfuerzo por medir la sostenibilidad de las empresas desde una visión multidimensional y vinculada a la perspectiva teórica de la TBL. Considerando el marco general con la que la sostenibilidad de las empresas es medida a partir de las puntuaciones ESG, surge a la par una creciente exposición de estudios empíricos que examinan el efecto del puntaje o la calificación en los resultados financieros, y particularmente, sobre su rentabilidad.

En este sentido, es preciso mencionar que la rentabilidad de las empresas es una medida mayormente utilizada en la literatura para conocer el desempeño financiero empresarial. Para medirla se utilizan diferentes métricas como el Retorno en Activos (ROA, por sus siglas en inglés, *return on assets*) y Retorno de Capital (ROE, por sus siglas en inglés, *return on equity*) (Fernández & Regúlez, 2019). El ROA es un indicador que muestra qué tan rentable es una empresa en relación con sus activos totales, en porcentaje, y muestra que tan eficiente es la gestión para usar sus activos para generar beneficios.

Estudios como los de Bahadori et al. (2021), Jyoti & Khanna (2021) y Lu (2021) utilizan el ROA como variable explicativa en sus modelos para explicar el efecto de la calificación ESG en el

desempeño financiero empresarial, mientras otros tantos utilizan el ROE para medir la cantidad de beneficios que genera el capital de la empresa, este indica la eficiencia de la gestión a través del uso de la riqueza de los accionistas (Iqbal & Javed, 2017).

Analizando los múltiples factores que impactan en la rentabilidad y competitividad de las empresas, inicialmente se puede mencionar la clasificación de Aragón & Rubio (2005) que distinguen dos tipos de factores: *externos* e *internos*. Para los autores, los factores externos son aquellas variables que se derivan del entorno de actuación de la empresa (sociales, económicas, políticas y legales), y los factores internos se muestran como los que más peso tienen en la determinación de los beneficios, es decir, las variables propias de cada firma, como los recursos (físicos, técnicos, o financieros) que determinan el tamaño, las habilidades y conocimientos.

Huerta et al. (2014) presentan otro enfoque que clasifica tres categorías que influyen en la rentabilidad: los *factores macroeconómicos*, que se relacionan con el entorno económico general; los *factores sectoriales*, que se refieren a la actividad económica en la que opera la empresa; y los *factores empresariales*, que consideran los recursos y capacidades que poseen las organizaciones, generando así heterogeneidad entre ellas y, por ende, variaciones en sus resultados. Los factores identificados por Aragón y Rubio (2005) y Huerta et al. (2014) revelan tanto elementos tangibles como intangibles de las empresas que afectan su comportamiento en términos de rentabilidad.

El análisis de los factores que impactan la rentabilidad empresarial revela que tanto elementos externos como internos desempeñan un papel crucial. Mientras que Aragón & Rubio (2005) subrayan la importancia de los recursos específicos de cada empresa, Huerta et al. (2014) amplían la perspectiva al incluir factores macroeconómicos y sectoriales. Estos enfoques complementarios destacan como la rentabilidad es el resultado de una interacción compleja entre el entorno y las capacidades internas, abarcando tanto aspectos tangibles como intangibles de las organizaciones.

Así mismo, considerando la clasificación anterior, la cuestión de los ESG puede ser descrito como un *factor interno y empresarial* ya que funciona como un recurso y capacidad que una empresa puede utilizar para maximizar los beneficios económicos, sociales y ambientales de su organización. En este contexto, existe una gran cantidad de investigaciones que se enfocan en probar el efecto de la sostenibilidad, operacionalizados a través de los criterios ESG, en el

desempeño financiero empresarial comúnmente medido a partir el ROA, ROE, Q de Tobin, EBITDA, entre otros.

Como parte de la revisión de literatura empírica de los últimos años, las tablas 4 y 5 muestra algunos de los estudios previos que investigan el impacto de los aspectos ESG (en la rentabilidad financiera de las empresas, específicamente en métricas como el ROA, ROCE, ROE, EBITDA y el Q de Tobin. Los estudios abarcan diversas regiones y países, incluyendo China, Estados Unidos, Europa y mercados emergentes, lo que permite observar el comportamiento o tendencia global entre las variables de estudio.

Como resultado, en general, los estudios revisados muestran una tendencia positiva entre los criterios ESG y la rentabilidad financiera, pero esta relación está a menudo moderada por factores como el gobierno corporativo, la transparencia en la divulgación y estrategias empresariales específicas. Aunque en China algunos estudios muestran resultados mixtos (positivos y negativos), la tendencia global apunta a que las empresas que adoptan prácticas ESG, respaldadas por un buen gobierno corporativo, tienden a mejorar su desempeño financiero. Sin embargo, las condiciones específicas del mercado y la implementación de estas prácticas juegan un papel crucial en determinar el impacto final.

Este resumen, considerando las variaciones en las relaciones entre criterios ESG y la rentabilidad según la región, los cuales están condicionados por variables moderadoras como el gobierno corporativo. Debido a que la exposición de argumentos teóricos y sobre los resultados encontrados en estas investigaciones se discute en el siguiente capítulo los principales desarrollos sobre sostenibilidad y gobierno corporativo en el MILA.

Capítulo 4. Los principales desarrollos en materia de sostenibilidad corporativa en el Mercado Integrado Latinoamericano

Capítulo 4. Los principales desarrollos en materia de sostenibilidad corporativa en el Mercado Integrado Latinoamericano

El objetivo de este apartado es abordar los principales desarrollos en materia de sostenibilidad corporativa en el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). Para ello, inicialmente se realizará un recorrido sobre la consolidación del término “desarrollo sostenible” en el marco internacional de las agendas políticas y empresariales. Posteriormente, se analizará la evolución de los índices de sostenibilidad en el mercado de capitales considerando la trayectoria de los criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) en el mercado bursátil, para contextualizar su desarrollo en la región.

Además, se examinarán los marcos, metodologías y estándares regulatorios de divulgación ESG utilizados por las emisoras sostenibles del MILA, con el fin de indagar sobre los aspectos de materialidad financiera que proponen las empresas calificadas en el mercado financiero, enfatizando en el caso de mercados considerados emergentes y/o subdesarrollados. En síntesis, este capítulo elabora un marco contextual de las métricas ESG en el mercado de capitales desde el aspecto internacional, regional y local sobre la unidad de análisis de esta investigación con la finalidad de establecer la ruta que consolida estos criterios como parte de las estimación de la sostenibilidad de grandes corporaciones en los mercados y la academia.

4.1 Antecedentes del desarrollo sostenible y sostenibilidad corporativa

El conocimiento del término *desarrollo sostenible* tiene sus cimientos en diversos eventos internacionales que subrayan la necesidad de priorizar el cuidado del medioambiente, mitigar el cambio climático y abordar problemas sociales como la desigualdad en los estilos de desarrollo económico de los países. Las exposiciones en cumbres, congresos y reuniones internacionales han servido como un llamado a empresas, sociedad y responsables de toma de decisiones para implementar estrategias que permitan alcanzar los Objetivos del Desarrollo Sostenible (ODS).

Comenzando con la publicación del Informe Brundtland, este es un documento que otorgo notoriedad internacional al término *desarrollo sostenible*, definido por como “el desarrollo que satisface las necesidades del presente sin comprometer la capacidad de las generaciones futuras

para satisfacer sus propias necesidades” (Comisión Mundial sobre Medio Ambiente y Desarrollo, 1987, p. 59); a partir del Informe Brundtland se marcó un hito sobre la importancia del desarrollo sostenible en todas sus dimensiones: económica, social, política y ambiental.

Siguiendo a Garzón & Ibarra (2014), a partir de la publicación del Informe Brundtland se creó el Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (PNUMA) con el objetivo de coordinar actividades en favor del medioambiente mediante la implementación de políticas ambientales. En esta labor, el PNUMA incentivó a los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) a asumir un compromiso político para fomentar la inversión, estableciendo en 1976 las Directrices para las Empresas Multinacionales. Según la OCDE (2013), “las directrices tomaron como objetivo promover la contribución positiva de las empresas al progreso económico, medioambiental y social en todo el mundo” (p. 3). De esta forma, las directrices no solo buscar regular las actividades de las empresas multinacionales, sino que también aspiran a que estas contribuyan de manera significativa al desarrollo sostenible, abarcando aspectos económicos, ambientales y sociales a nivel global.

Durante la década de los 90 ocurrieron varios acontecimientos que impulsaron la promoción de la sostenibilidad en los negocios. La International Organization for Standardization (ISO) y la International Electrotechnical Commission (IEC) lideraron la certificación de sostenibilidad empresarial. En 1993 se fundó el Comité Técnico de ISO para la gestión ambiental, y en 1996 se lanzó la norma ISO 14001 (Gil & Barcellos, 2011). Garzón & Ibarra (2014) afirman que la evolución del desarrollo sostenible en los negocios fue gradual, alcanzando un punto de inflexión en los años 90. Según los autores:

“En los años 70 la gestión sostenible se explicaba por el cumplimiento de los estándares regulatorios; para la siguiente década gran cantidad de empresas fueron más allá del mero respeto de la normativa con la intención de ser consideradas como buenos ejemplos de ciudadanía corporativa; y hasta la década de los 90 se mostró una respuesta proactiva de las empresas a las cuestiones del entorno, considerando que estas podrían beneficiarse al ser ambientalmente conscientes” (p. 54).

En este sentido, Garzón & Ibarra (2014) menciona que durante los años 90 se consolidaron importantes iniciativas en el ámbito de la sostenibilidad. La Convención Marco sobre el Cambio

Climático condujo a la adopción del Protocolo de Kyoto en 1997 y del Pacto Mundial en 1999. Este último promovió la implementación de diez principios fundamentales en áreas como derechos humanos, trabajo, medio ambiente y lucha contra la corrupción, integrándolos en la estrategia y operaciones diarias de las corporaciones. Según los autores, fue en esta década cuando las empresas comenzaron a integrar la sostenibilidad en sus estrategias como un componente clave del proceso de creación de valor corporativo.

Cantú-Martínez (2013) subraya que el Pacto Mundial destacó tres aspectos clave en la participación empresarial en temas ambientales: el apoyo a métodos preventivos ambientales, la adopción de iniciativas de responsabilidad ambiental, y la promoción de tecnologías respetuosas con el medioambiente. La sostenibilidad corporativa, según el Pacto Mundial, no solo implicaba abordar la contaminación “al final de la tubería”, sino también gestionar iniciativas sostenibles como parte de los objetivos de creación de valor a largo plazo.

Hoy en día, el desarrollo sostenible está respaldado por diversos convenios, acuerdos e iniciativas que han seguido una trayectoria consistente desde su aparición. Este compromiso se materializa actualmente a través de los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) para 2030, aprobados durante la Cumbre de las Naciones Unidas sobre el Desarrollo Sostenible en 2015. Esta cumbre impulsó la cooperación multinivel y la participación de múltiples actores a nivel global, con la adhesión de muchos países, incluidos los del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).

La sostenibilidad corporativa está impulsada por el objetivo de cumplir con los ODS. Más allá del alcance internacional de los eventos para la promoción de acciones ambientales y contra el cambio climático, la sostenibilidad en los negocios se percibe como un proceso inevitable hacia el que las empresas deberán transitar eventualmente.

Como reconoce Wilson (2003), el desarrollo sostenible es un concepto amplio que involucra aspectos relacionados con el medioambiente, pero también con la economía, la justicia social, derecho, política, y gestión empresarial. Por tanto, no debe dejarse exclusivamente en manos de los reguladores gubernamentales, sino también involucrar a la industria, que históricamente ha sido el motor del crecimiento económico. La sostenibilidad corporativa se ha consolidado tanto teórica como empíricamente como una propuesta prometedora para la creación de valor organizacional, siendo adoptada incluso en el mercado de capitales. Los diversos acontecimientos internacionales

son un importante esfuerzo para lograr el desarrollo sostenible en todas sus dimensiones, por lo que las empresas juegan un papel estelar en esta tarea.

4.2 Evolución de las inversiones socialmente responsables e índices bursátiles de sostenibilidad

Para analizar la evolución de los índices bursátiles de sostenibilidad se debe comenzar con la historia de las inversiones sostenibles o inversiones socialmente responsables (ISR), debido al interés que han mostrado desde hace algunas décadas los inversionistas en activos de empresas altamente comprometidas con el medioambiente y sociedad, es relevante hacer énfasis en sus raíces. Retomando a Ulrich (2016), el interés por las ISR comienza en 1938 cuando el gobierno de Holanda estableció la obligatoriedad para las empresas de incluir información sobre riesgos ambientales y de capital humano en sus reportes anuales, sin embargo, es hasta finales de la década de los 70 cuando se establece formalmente el concepto de ISR.

Tabla 7

Evolución de la sostenibilidad en el mercado bursátil

Año	Acontecimiento
1938	Los actores gubernamentales holandeses ordenaron la divulgación de riesgos ambientales y humanos en los informes anuales corporativos.
Finales de los 60	Un grupo de estadounidenses exigen a los inversionistas de universidades dejar de invertir en empresas militares como consecuencia de la guerra en Vietnam.
Década de los 70	Aparecen las Inversiones Socialmente Responsables (ISR) motivados por organizaciones religiosas convencida que sus actividades de inversión deben reflejar sus valores.
1989	El derrame de petróleo por parte del Exxon Valdez en un arrecife de coral propició el surgimiento de movimientos ambientalistas.
1999	Se lanza el Dow Jones Sustainability Index dando así el primer paso hacia la concientización sostenible en el ámbito corporativo. También en este año La OCDE creó los Principios de Gobierno Corporativo de la G20.
2006	Las Naciones Unidas presenta los Principios para la Inversión Responsable (PRI) con el objetivo de ayudar a los inversionistas en sus decisiones de inversión.
2008	El mercado bursátil se desploma y los inversionistas se enfocan en los criterios ESG.
2009	Las Naciones Unidas establece la iniciativa de Bolsas de Valores Sostenibles con el fin de promover inversiones responsables en los mercados emergentes.

	Se lanza el S&P Carbon Efficient Select Index, el primer índice en abordar el cambio climático.
2012	S&P Índices y Dow Jones Indexes se fusionan para combinar dos sólidas series de índices de sostenibilidad
2017	Se formó el One Planet Sovereign Wealth Group a partir de seis fondos soberanos con la finalidad de transitar hacia una economía baja en emisiones para contrarrestar el efecto invernadero.

Fuente: Ulrich (2016) y Jiménez & Rojas (2019).

Siguiendo a Jiménez & Rojas (2019), las instituciones religiosas fueron quienes motivaron la tendencia de inversiones en empresas con una visión ética y convicciones sociales arraigadas que se definían como mejores prácticas empresariales (ver tabla 7). Dos décadas más tarde en los 80 comenzó a crecer el movimiento moderno por las ISR. El interés en el mercado bursátil sobre activos de sostenibilidad en Inglaterra comenzó a ganar impulso en los años 80, en Estados Unidos se mostrando un auge hasta la década de los 90 a partir de la definición de criterios negativos y positivos a los títulos listados en bolsa (Ulrich, 2016).

Según Fuertes (2016), el primer índice bursátil fue creado en Estados Unidos en 1884 por la empresa Dow Jones. Este índice ofrecía un promedio ponderado de la capitalización bursátil de una selección de empresas, con el objetivo de servir como referencia para los actores del mercado de valores. Posteriormente, esta misma empresa lanzó en 1999 el primer índice bursátil de sostenibilidad, diseñado para inversionistas interesados en el desempeño de las acciones de empresas comprometidas con prácticas sostenibles.

Fue así como la compañía Standard & Poor's en colaboración con Dow Jones (S&P DJI) lanzan el primer índice bursátil de sostenibilidad vinculado a la divulgación de criterios ESG, denominado Dow Jones Sustainability World Index (DJSI World) el cual incluyó el 10% superior de empresas de cada industria del Dow Jones World Index. Según Steadman et al. (2020), la Evaluación Global de Sostenibilidad Corporativa (CSA) llevada a cabo por SAM⁴ lideró la

⁴ RobecoSAM (antes SAM), es la primer empresa experta en investigación y con información sobre las dimensiones ESG de S&P DJI, desde que se lanzaron los primeros índices Dow Jones de Sustentabilidad en 1999. RobecoSAM fue fundada en 1995 y es uno de los líderes globales en inversión e investigación en sostenibilidad (S&P DJI BMV, 2019).

metodología del índice innovador DJSI World, promocionado que más compañías incorporarán los factores ESG en sus decisiones más allá de las consideraciones financieras de corto plazo.

Años más tarde, la ONU presentó los Principios para la Inversión Responsable (PRI) en 2006 que consolida la participación de las empresas en la sostenibilidad, situándose como estrategias y prácticas para añadir los factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo en su gestión activa de la propiedad (Principles for Responsible Investment, 2021). Un número significativo de corporaciones integran como parte de sus estrategias de creación de valor las cuestiones ESG en la toma de decisiones financieras, tal como lo suponen los Principios para la Inversión Responsable de las Naciones Unidas (PRI) (Bose, 2020).

Así, como reconoce Ballesteros et al. (2021), el auge de los aspectos ESG se presentó después del PRI por lo que llegó a convertirse en la actualidad en el eje articulador de las estrategias de sostenibilidad y en un marco de *reporting* estandarizado a nivel internacional. Sin embargo, es hasta 2009 cuando la ONU estableció la iniciativa para que las bolsas de valores sean sostenibles con la finalidad de lograr promover inversiones responsables en todos los mercados, además, en ese mismo año se lanzó el S&P Carbon Efficient Select Index, el primer índice en abordar el cambio climático.

Para 2012, Standard and Poor's Indices (S&P Índices) y Dow Jones Indices se fusionan para combinar dos sólidas series de índices de sostenibilidad, mismos que son un referente en la actualidad para las inversiones sostenibles y construcción de carteras (Ulrich, 2016). Los índices bursátiles de sostenibilidad, al igual que los índices bursátiles tradicionales, son indicadores de la evolución de los precios de las acciones más representativas del mercado de valores de emisoras que destacan por cumplir estándares más altos de sostenibilidad. Actualmente, los índices más reconocidos a nivel internacional son Dow Jones Sustainability Indices, Domini 400 Social Index y FTSE4Good⁵, diseñados para satisfacer las diversas necesidades de criterios ESG de los inversores (BBVA, 2021; FTSE Russell, 2021).

La clasificadora de riesgo bajo el sello S&P DJI han desarrollado familias de índices e índices bursátiles de renombre considerados marcos de referencia para las ISR, tal es el caso de

⁵ En 1985, el FTSE4Good Index fue uno de los primeros índices creados para medir el rendimiento de las empresas que cumplen con ciertos criterios de sostenibilidad y responsabilidad social.

Dow Jones Sustainability Europe Index, Dow Jones Sustainability US Composite, Dow Jones Sustainability Emerging Markets Index, Dow Jones Sustainability MILA Pacific Alliance Index y Dow Jones Sustainability North America Composite Index (ver tabla 8).

Tabla 8

Principales índices que conforman el Dow Jones Sustainability Indices

Nombre del índice	Descripción	Compañías invitadas	Número de compañías
Dow Jones Sustainability World Index	Es un índice mundial compuesto por líderes identificados en el S&P Global a través de la CSA. Representa el 10% superior de las 2,500 empresas más grandes del S&P Global BMI según criterios económicos y ESG.	El universo elegible se deriva de la evaluación de las 2,500 empresas más grandes que cotizan en bolsa en términos de capitalización flotante libre en el Dow Jones Global Total Stock Market Index.	Listadas 65 compañías de Estados Unidos, 21 de Reino Unido, 13 de Alemania, 9 de Suiza, 27 de Taiwan, 36 de Japón, 24 de Corea del Sur, 14 de España, 14 de Australia, entre otras.
Dow Jones Sustainability Europe Index	Está compuesto por líderes europeos en sostenibilidad identificados por S&P Global a través de la CSA.	Considera las 600 mayores empresas de los mercados desarrollados en Europa en el índice S&P Global BMI.	Listadas 30 compañías de Reino Unido, 23 de Francia, 19 de Alemania, 13 de Suiza, 7 de Países Bajos, 13 de España, 15 de Italia, 12 de Suecia, 6 de Finlandia, 3 de Dinamarca, 1 de Irlanda, 2 de Portugal, 4 de Noruega, 1 de Austria y 2 de Bélgica.
Dow Jones Sustainability US Composite	Índice diseñado para rastrear activos de Estados Unidos con altos estándares de sostenibilidad.	El índice rastrea el desempeño del 20% superior de las 600 empresas estadounidenses más grandes en el índice Dow Jones Sustainability North America, seleccionado por S&P Global ESG Score.	Listadas 137 compañías estadounidenses.
Dow Jones Sustainability Emerging Markets Index	Es un índice de mercados emergentes que exhibe un sesgo sostenible minimizando la región,	Las 8,000 mayores empresas de economías emergentes en el índice S&P Global BMI	Listadas 28 compañías de China, 47 de Taiwan, 36 de Brasil, 44 de Tailandia, 12 de México, 11 de

	industria y tamaño en relación con los puntos tradicionales de mercados emergentes.		África del Sur, 4 de Indonesia, 8 de Chile, 2 de Perú, 3 de Malasia, 5 de Turquía, 4 de Filipinas, 2 de India, y 1 de Emiratos Árabes Unidos.
Dow Jones Sustainability MILA Pacific Alliance Index	Busca medir el desempeño de las compañías consideradas las mejores en su clase que son miembro del S&P MILA Pacific Alliance Composite y que cumplen con ciertos requisitos de sostenibilidad.	Los componentes del índice se eligen del Universo de Empresas Elegibles con la intención de seleccionar un mínimo de 30% de las compañías elegibles.	Listadas 67 empresas de las cuales 23 son de México, 27 de Chile, 10 de Colombia y 7 de Perú.
Dow Jones Sustainability North America Composite Index	Comprende a los líderes de sostenibilidad de América del Norte identificados por S&P Global a través de la CSA.	Representa el 20% superior de las 600 empresas más grandes de América del Norte en S&P Global BMI en criterios ESG a largo plazo.	Listadas 137 compañías de Estados Unidos y 18 de Canadá.

Fuente: elaboración propia.

Siguiendo a S&P Dow Jones (2023), los índices de referencia del DJSI se dividen en tres desgloses geográficos: mundial, regional y por país. Los índices dentro de estas divisiones geográficas emplean distintas metodologías en cuanto a muestra y cálculo de percentiles en la elección de empresas mejor posicionadas según el S&P Global CSA Score descritos en la tabla anterior, por tanto, los índices en mercados específicos como los regionales o nacionales no se limitan al subíndice del Dow Jones Sustainability World Index (DJSI World).

Cabe agregar, que en el año en el que nace el Dow Jones Sustainability World Index, en 1999, se crearon tres importantes índices: el Dow Jones Sustainability Europe Index con la finalidad de evaluar a las empresas europeas más sostenibles, el Dow Jones Sustainability North America Composite Index, el cual incluye empresas de Norteamérica que destacan en sostenibilidad (Canadá y Estados Unidos), y Dow Jones Sustainability US Composite centrado en empresas sostenibles de Estados Unidos.

El Dow Jones Sustainability Emerging Markets Index fue introducido hasta 2013 con el propósito de evaluar a las empresas de mercados emergentes. Este índice incluye varias compañías de América Latina, como Vale de Brasil, Grupo Bimbo y CEMEX de México, Bancolombia y Ecopetrol de Colombia, Southern Copper Corporation de Perú, y Falabella de Chile, entre otras provenientes de China, India, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Malasia y Filipinas. Por su parte, en lo que respecta al Dow Jones Sustainability MILA Pacific Alliance Index este nace en el 2017, incluyendo a empresas de países de la Alianza Pacífico.

Cabe mencionar que el MILA de la Alianza Pacífico fue creado en 2009 con la finalidad de consolidar un bloque de mercado regional con negociación de títulos de renta variable de Chile, Colombia y Perú, sin embargo, es hasta 2014 a partir de la Alianza del Pacífico México oficializó su incorporación fortaleciendo el MILA entre los principales mercados de gran capitalización bursátil a la par del mercado de capitales brasileño (Rivas et al., 2021). Considerando lo anterior, este país también formó parte años después al Dow Jones Sustainability MILA Pacific Alliance Index.

Este índice ha servido como referencia para inversores interesados en las empresas de la Alianza Pacífico que cumplen con estándares altos de sostenibilidad y particularmente sobre empresas que lideran las prácticas ESG. Las empresas de estos mercados son un referente para que otras se sumen a las prácticas corporativas sostenibles e integren regionalmente una mayor cooperación económica y empresarial a favor del medioambiente con miras de obtener ventajas competitivas en el mercado regional y global.

Como describe Sepúlveda (2023) la integración de los países en un mercado específico de capitales tuvo como objetivo fortalecer y expandir las bolsas de valores de los países miembro, siendo en la actualidad un mercado de gran peso. Como se puede constatar en la ficha que divulga S&P Dow Jones Indices (2024), llegó a alcanzar un total de 8,680.62 millones de dólares de capitalización bursátil de activos de renta variable para abril de 2024.

A manera de conclusión, Bloomberg (2022) reconoce al índice Dow Jones Sustainability MILA Pacific Alliance Index como el más representativo de la región de América Latina, el cual está ponderado por capitalización de mercado ajustada por flotación y mide el desempeño de las

emisoras elegidas según los criterios de divulgación ESG y consideradas bajo el método de “mejores de su clase”, por tanto, este índice será detallado a continuación.

4.2.1 Índices bursátiles de sostenibilidad en el mercado latinoamericano

Los índices bursátiles de sostenibilidad se han transformado en catalizadores del desarrollo sostenible ya que fomentan un comportamiento empresarial responsable para las grandes industrias y mercados; en la contemporaneidad existe una amplia gama de índices y agencias calificadoras de riesgo que proporcionan evaluaciones en aspectos ESG aunado a las elaboradas bajo el sello de S&P DJI, por lo que vale la pena indagar sobre cada uno de los desarrollos de las bolsas de valores que conforman el MILA como objeto de estudio.

En este contexto, el Dow Jones Sustainability Indices (DJSI), reconocido como el pionero en indexación sostenible en el mercado bursátil (Gavira et al., 2020), ha introducido versiones regionales e índices locales de gran relevancia. Por ejemplo, en México, el S&P/BMV IPC Sustentable se ha destacado como un referente en el ámbito local, con el objetivo de resaltar a las empresas que cumplen con altos estándares de sostenibilidad. Esta iniciativa ha inspirado a otras compañías a mejorar sus enfoques ESG para ser incluidas en los índices de referencia de empresas sostenibles (Panario et al., 2021).

El “IPC Sustentable” o S&P/BMV IPC Sustentable fue el primer índice bursátil sostenible de la región y de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). Lanzado el 9 de diciembre de 2011, inicialmente estuvo constituido por 23 emisoras destacadas en desempeño ambiental, responsabilidad social y gobierno corporativo (Gavira et al., 2020). En junio de 2020, fue reemplazado por el S&P/BMV Total Mexico ESG Index, diseñado para medir el desempeño de las compañías dentro del S&P/BMV Total Mexico Index que cumplen con criterios de divulgación sostenible.

Por su parte, la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) también cuenta con un índice de rendimiento que promueve los principios de sostenibilidad corporativa, medidos a través de puntuaciones ESG: el índice COLIR. Este índice, lanzado en 2013, sigue siendo utilizado para comparar las acciones de empresas que buscan superar su compromiso con los inversionistas. En el mercado colombiano, el índice COLIR es el único de su tipo en el país y forma parte de la

categoría ESG de las acciones reconocidas por la BVC. Además, su valor se calcula sumando el precio de cada acción en la canasta del índice, multiplicado por el peso relativo ajustado por un factor de enlace. El índice está compuesto por 28 compañías nacionales (Bolsa de Valores de Colombia, 2024).

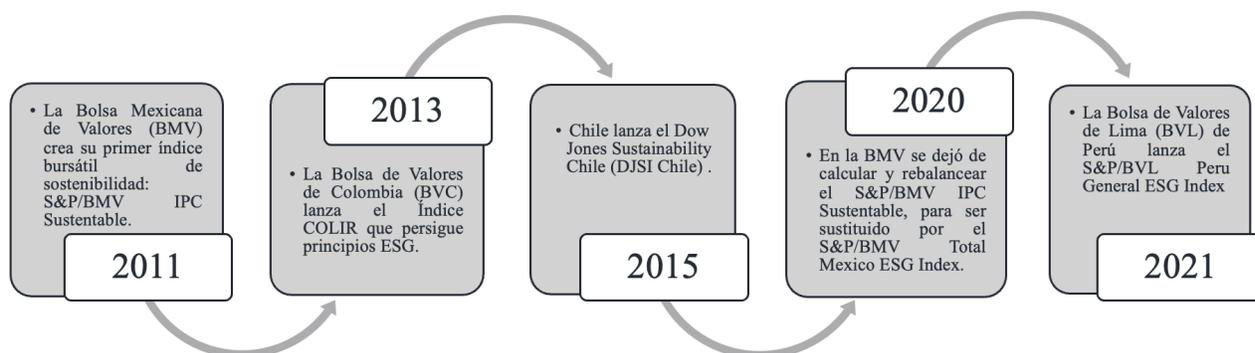
La Bolsa de Comercio de Santiago de Chile (BCS) cuenta con el índice bursátil de sostenibilidad Dow Jones Sustainability Chile (DJSI Chile), lanzado en 2015, que es el primero de su tipo en el país. Según S&P Global (2022), este índice está ponderado por la capitalización de mercado ajustada al capital flotante y mide el desempeño de las emisoras del Índice General de Precios de Acciones de la Bolsa de Santiago (IGPA) que conforman el "universo subyacente" y cumplen con los requisitos mínimos de sostenibilidad. El DJSI Chile fue desarrollado en colaboración con las empresas calificadoras S&P, Dow Jones y RobecoSAM, utilizando la metodología de cálculo de los Dow Jones Sustainability Indices. Es el primero en basarse en el Índice de Precios Selectivo de Acciones (IPSA) (Bolsa de Santiago, 2024).

En cuanto a la Bolsa de Valores de Lima (BVL) en Perú, hasta 2021 lanzó su primer índice bursátil de sostenibilidad, denominado S&P/BVL Perú General ESG. Este índice sigue la metodología de S&P DJI e incorpora compañías que cumplen con los altos estándares de sostenibilidad establecidos por la CSA de la empresa RobecoSAM. Actualmente, está compuesto por aproximadamente 15 empresas que obtienen puntuaciones ESG iguales o superiores a la mediana del S&P/BVL Perú General.

Los índices bursátiles de sostenibilidad en los países que conforman la Alianza del Pacífico (MILA) surgieron solo en la segunda década del siglo XXI (ver figura 7). A diferencia de los mercados desarrollados, que han establecido *benchmarks* para la sostenibilidad en el mercado de capitales durante más de tres décadas, la historia de los índices de sostenibilidad en Latinoamérica ha mostrado una rápida aceptación y preferencia por parte de inversionistas mayoristas y minoristas en la construcción de carteras.

Figura 7

Evolución de los índices bursátiles de sostenibilidad en los países del MILA



Fuente: elaboración propia.

En este sentido, el índice más representativo en América Latina es el Dow Jones Sustainability MILA Pacific Alliance Index el cual tiene como objetivo medir el desempeño sostenible de empresas de Alianza del Pacífico. Dicho índice integra cuatro índices subyacentes: S&P/BMV Total Mexico Index, S&P/BVL Perú General, S&P/CLX IGPA y S&P Colombia BMI los cuales fueron descritos con anterioridad; la metodología de los Dow Jones Sustainability Indices fue actualizada en 2022, incorporando cambios en los puntajes de S&P Global ESG DJI y ajustes en el proceso de rebalanceo⁶.

Como conclusión, dado que la aparición de los índices de sostenibilidad en las bolsas de los países de la Alianza del Pacífico se realizó de manera gradual, su integración en el MILA representa una acción acertada que consolida un importante bloque de inversión en el mercado de capitales de América Latina. Así mismo, al igual que la Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) en Brasil, el MILA también ofrece activos enfocados en ESG representando una capitalización significativa en esta región. Esto conlleva a que cada vez más empresas de la región se inspiren en adoptar prácticas de sostenibilidad corporativas y las incorporen como parte de sus estrategias empresariales.

⁶ El rebalanceo se refiere al proceso de ajuste en la composición en un índice bursátil por lo que las emisoras participantes pueden mantener su adherencia considerando los cambios en las normativas o lineamientos establecidos por las calificadoras; durante este periodo de revisión, las emisoras pueden realizar cambios para ajustar a los requerimientos de los componentes del índice.

4.3 Desarrollos sobre criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo

Los informes ESG experimentan hoy en día una importante evolución y transformación en los últimos años, impulsados por la creciente demanda de los inversores y las partes interesadas de transparencia con respecto a las prácticas a favor del cuidado del medioambiente, la cuestión de responsabilidad sociales y de gobernanza de las empresas. Hanson (2013) explica que los criterios ESG son considerados un marco de referencia en los mercados para evaluar el valor, atributos y/o activos corporativos que van más allá de los que se ofrecen en los estados financieros, por tanto, denotan juicios sobre el poder de ganancias y ventajas competitivas sostenibles. Por otro lado, a juicio del autor, existe evidencia de un vínculo correlacional entre desinversión y descarbonización. La desinversión obliga a las empresas a actuar más rápidamente en términos de volver a agradar al mercado y, por lo tanto, son más entusiastas en la implementación del cambio. En este contexto, las empresas pueden tratar los aspectos ESG sólo como una preocupación a corto plazo.

De esta forma, se propician fenómenos tales como el *Greenwashing* o “lavado verde”, estrategia corporativa que consiste en ocultar el desempeño ESG global al revelar grandes cantidades de datos para engañar a sus partes interesadas. Este hecho vislumbra empresas aparentemente transparentes, pero publican un desempeño deficiente en aspectos ESG (Yu et al., 2020). Ante este panorama, los equipos de gestión pueden verse incentivados a reforzar su desempeño ESG para pasar una prueba de detección, aunque no tengan mucho hincapié en desarrollar acciones ESG reales. Un estudio que ISS ESG publicó en mayo de 2021 muestra la fuerte correlación entre los perfiles ESG corporativos y tanto la rentabilidad corporativa como la rentabilidad para los accionistas (Institutional Shareholder Services ESG, 2022).

Aunque la desinversión puede acelerar la adopción de prácticas corporativas sostenibles, impulsándolas a mejorar su desempeño en términos de ESG para atraer de nuevo al mercado, también puede llevar a una superficialidad en el enfoque. La presión por cumplir con los criterios ESG a corto plazo puede fomentar prácticas como el *greenwashing*, donde las empresas ocultan un desempeño deficiente mediante la divulgación de grandes cantidades de datos que aparentan ser transparentes. Además, los equipos de gestión podrían estar más enfocados en pasar pruebas de detección que en implementar acciones sostenibles reales. A pesar de estos desafíos, estudios recientes han mostrado una fuerte correlación entre el desempeño ESG y la rentabilidad

corporativa, lo que sugiere que un enfoque genuino en las prácticas ESG puede resultar beneficioso tanto para la rentabilidad a corto como a largo plazo.

Por otro lado, para Jiménez & Rojas (2019) la afinidad de estas prácticas se suscita en el interés creciente que demuestra los inversores experimentan por activos que además de ser rentables, sean social y ambientalmente responsables; los índices bursátiles de sostenibilidad se crearon principalmente para satisfacer necesidades de los distintos tipos de sectores e industria de la inversión socialmente responsable (ISR) o sostenible, que, como concepto, se ha desarrollado de manera fuerte y consolidada en el mercado de capitales incorporando factores extra-financieros en el análisis de la administración de activos (Panario et al., 2021).

Ulrich (2016) señala que la oferta de activos sostenibles ha permitido la entrada de más participantes al mercado del sector sostenible. Como lo hace saber la Institutional Shareholder Services ESG (2022), el cambio demográfico ha desempeñado un fuerte papel en el auge de los ESG marcando una clara preferencias de la generación *millennial* a medida que se van incorporando en el mercado financiero. Consecuente con este hecho, un estudio de Institutional Shareholder Services MI Advisory en 2022 demostró que tan solo el 26% de los inversores de 40 años o más hablaron de los ESG con sus asesores de inversión, mientras que una parte importante de los inversores menores de 40 años los incorporaron en sus preferencias.

Por último, la modificación de los marcos jurídicos ha sido un factor clave para impulsar los criterios ESG. Los marcos que regulan la gobernanza corporativa han promovido que las decisiones de inversión sean más transparentes y responsables, lo que ha favorecido el crecimiento de las inversiones ESG tanto en los mercados de renta fija como variable (Núñez et al., 2022).

En general, los informes ESG están evolucionando hacia una mayor estandarización, integrando métricas financieras y la capacidad de respuesta a las necesidades de las partes interesadas, aunque persisten desafíos en materia de comparabilidad y consistencia. Como principales tendencias en materia de los ESG se destaca de acuerdo con Bose (2020) lo siguiente:

- Una mayor demanda de información no financiera, los inversores buscan cada vez más divulgaciones ESG estandarizadas para fundamentar sus decisiones de asignación de capital.

- Un mayor desarrollo de marcos divulgación y estándares.
- Desafíos en la comparabilidad, aunado a estándares clave como Global Reporting Initiative (GRI), Sustainability Accounting Standards Board (SASB) y Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), existen dificultades sobre la exposición de resultados, no son claros respecto a los impactos financieros, por ejemplo, el impacto financiero de los desafíos del clima.
- Existe una tendencia hacia la integración de los informes ESG con los informes financieros tradicionales. Esta integración ayuda a proporcionar una visión más completa del desempeño y los riesgos de una empresa, alineando los factores ESG con los resultados financiero, sin embargo, este proceso aún continúa en proceso de construcción.
- Los gobiernos y los organismos reguladores exigen cada vez más divulgaciones ESG, lo que está impulsando a las empresas a adoptar prácticas de informes estandarizados. Se espera que esta presión regulatoria continúe dando forma al panorama de los informes ESG.

A pesar de los avances y desafíos que esclarece Bose (2020), persisten desafíos significativos en términos de comparabilidad y consistencia, especialmente en relación con la medición de impactos financieros y climáticos. La evolución hacia la integración de informes ESG con informes financieros tradicionales ofrece una visión más holística del desempeño y los riesgos de las empresas, alineando factores ESG con resultados financieros.

Además, la presión creciente de gobiernos y organismos reguladores está impulsando a las empresas a adoptar prácticas de informes más estandarizados. Se espera que estos factores continúen moldeando el panorama de los informes ESG, con un enfoque creciente en la transparencia y la alineación con las expectativas de un grupo amplio de interesados.

4.4 Estándares de los códigos de buen gobierno corporativo

Inicialmente, el gobierno corporativo como objeto de estudio tiene sus raíces en la crisis de Wall Street de 1929. Este evento, por lo tanto, destacó la necesidad de transparencia y de mecanismos para que los directivos comuniquen a sus accionistas sobre sus prácticas empresariales (Portalanza, 2013). En consecuencia, a comienzos de la década de 1930, se comenzaron a establecer los principios fundamentales que dieron forma al concepto moderno de gobierno corporativo, como coinciden Berle & Means (1932) y Portalanza (2013).

En términos generales, el gobierno corporativo se enmarca en la “ética empresarial”, un concepto que, según Garzón (2021), hace referencia a la calidad humana y la excelencia de las acciones dentro de la organización. Así, las prácticas de buena conducta empresarial se reflejan en los “códigos de ética”, que establecen un conjunto de valores destinados a beneficiar a la empresa en su conjunto.

La OCDE (2016) define el gobierno corporativo como "el establecimiento de un conjunto de relaciones entre la dirección de la empresa, su consejo de administración, sus accionistas y otros actores interesados" (p. 9). Los llamados "principios empresariales" actúan como una guía para los legisladores al evaluar y mejorar los marcos legislativo, reglamentario e institucional del gobierno corporativo. Su objetivo es promover la eficiencia económica, la estabilidad financiera y el crecimiento económico sostenible, ofreciendo a accionistas, directivos e intermediarios financieros incentivos adecuados dentro de un sistema de controles y equilibrios.

Por su parte, el buen gobierno corporativo se define como la implementación de una filosofía empresarial basada en procesos que permiten a los interesados evaluar los objetivos, riesgos y oportunidades de una organización (Ganga & Vera, 2008). Además, según la OCDE (2016), una gestión corporativa efectiva no solo reduce los costos de acceso al capital, facilitando el crecimiento de la empresa, sino que también aumenta la confianza de los inversionistas, resultando en una mayor aportación de capital y, en última instancia, en la generación de valor para la compañía.

En cuanto a los marcos regulatorios para un buen gobierno corporativo, surgieron inicialmente con el Informe Hampel en Inglaterra, el cual se centró en la independencia y responsabilidad del consejo de administración. Posteriormente, en 1999, la OCDE publicó los primeros principios para el buen gobierno corporativo, que incluyen el salvaguarda de los derechos de los accionistas, la equidad, la transparencia y la responsabilidad del consejo de administración. Más adelante, en 2016, la OCDE revisó estos principios y, con un enfoque renovado, incorporó aspectos adicionales como la equidad, la transparencia y la rendición de cuentas en las prácticas empresariales (OCDE, 2016). En consecuencia, los principios de gobierno corporativo se agrupan en cinco ejes: derechos de los accionistas, tratamiento equitativo, papel de los stakeholders, divulgación precisa de información y transparencia, y responsabilidad del consejo (ver tabla 9).

Tabla 9*Principios básicos del Gobierno Corporativo*

Principios de la OCDE	Descripción
Protección de los derechos de los accionistas	Involucra la protección y salvaguarda de los derechos de los accionistas y el mantenimiento de la confianza de los inversores en todo momento de forma que se garantice la entrada del capital necesario.
Trato equitativo a los accionistas	Se relaciona con el tratamiento equitativo para todos los inversores de capital, incluidos los accionistas minoritarios.
El papel de las partes interesadas en gobierno corporativo	Implica la consideración hábil y el equilibrio de los intereses de todas las partes interesadas, incluidos empleados, clientes, socios y la comunidad local.
Divulgación precisa de información y transparencia	Implica la divulgación precisa y oportuna de información clara, consistente y comparable en los buenos y malos tiempos.
Ejercicio diligente de las responsabilidades del consejo	Las elecciones de la junta deben estar totalmente libres de interferencia política y los miembros de la junta deben ejercer sus responsabilidades de manera diligente e independiente.

Fuente: OCDE (1999).

Los principios básicos del gobierno corporativo de la OCDE (2016) establecen directrices esenciales para asegurar prácticas empresariales responsables y transparentes. Primero, la *protección de los derechos de los accionistas* garantiza que sus derechos sean respetados y que se mantenga la confianza de los inversores, facilitando la entrada continua de capital necesario para el crecimiento de la empresa. En segundo lugar, el principio de *trato equitativo a los accionistas* asegura que todos los inversores, incluidos los minoritarios, reciban un tratamiento justo y equitativo, evitando prácticas que puedan perjudicar a aquellos con menor poder.

El principio relacionado con el *papel de las partes interesadas en el gobierno corporativo* enfatiza la importancia de considerar y equilibrar los intereses de todos los grupos afectados por la empresa, tales como empleados, clientes, socios y la comunidad local. Además, la *divulgación precisa de información y transparencia* es crucial para que la empresa informe de manera clara y oportuna sobre su desempeño, tanto en tiempos buenos como difíciles, permitiendo a los inversores y otras partes interesadas tomar decisiones informadas (OCDE, 2016). Finalmente, el *ejercicio*

diligente de las responsabilidades del consejo requiere que las elecciones de la junta sean libres de influencias políticas y que sus miembros actúen con diligencia e independencia en el mejor interés de la empresa y sus accionistas.

Estos principios, son de acuerdo con Camilleri (2015), una guía a los formuladores de políticas, reguladores y participantes del mercado en la mejora de su marco legal, institucional y regulatorio, por lo que estos principios proporcionan un marco fundamental para prácticas corporativas responsables, promoviendo la confianza y la sostenibilidad a largo plazo en el entorno empresarial. El gobierno corporativo es una dimensión más en la evaluación del compromiso con la sostenibilidad corporativa de grandes emisoras que realiza oferta pública, por lo que mantiene un peso igual de significativo que la cuestión medioambiental y social dentro de los índices o métricas globales de rendimiento corporativo de divulgación ESG.

4.5 La materialidad de los criterios ESG

La premisa central de la divulgación del estado financiero es presentar el estado actual del patrimonio de la empresa, su situación contable y resultados financieros obtenidos con el fin de que sea benéfico para una abanico de usuarios para las decisiones de inversión particulares (Álvarez-Pérez, 2018). Sin embargo, además del estado de situación, de resultados y los flujos de la empresa incluidos en los reportes financieros de las empresas, en las últimas décadas las corporaciones también han comenzado a incluir información relacionada con aspectos no financieros, particularmente aquellos enfocados en los criterios ESG, cambio climático y de responsabilidad social corporativa.

Las empresas buscan comprender su capacidad para influir en los grupos de interés y determinar si la información financiera que divulgan es realmente relevante para la toma de decisiones de los usuarios. Por ello, el concepto de “materialidad” o importancia relativa de la información financiera, se ha convertido en un tema de interés investigativo en ascenso.

Desde la perspectiva de Eccles et al. (2012), la contabilidad de una empresa puede utilizar un umbral numérico, por ejemplo, el 5% de las ganancias antes de impuestos sobre la renta para resaltar el poder de ganancia de la organización, no obstante, la determinación de lo que es material debe reflejar, a juicio del autor, tanto la magnitud como la naturaleza de una partida.

Es así, que la materialidad financiera está sujeta a diferentes interpretaciones y hace referencia a la importancia que designan los grupos de interés de los estados financieros de una entidad o emisora, consignado un asunto como “material” sí existe una probabilidad alta de que una persona racional tome decisiones o considere importante este hecho (Eccles et al., 2012).

Siguiendo a Madison & Schiehl (2021) ninguna agencia de calificación ha aplicado hasta la fecha una metodología desarrollada específicamente para considerar la materialidad financiera de los riesgos y oportunidades ESG. El homogeneizar la materialidad financiera en la evaluación ESG permitiría distinguir entre empresas que abordan cuestiones sustanciales de aquellas que abordan cuestiones ESG principalmente simbólicas que no son financieramente importantes para su negocio. Ciertamente, existe una gran cantidad de investigaciones disponibles que abordan este tema, pero aún queda mucho por conocer a medida que todo el panorama ESG continúa evolucionando y madurando (Institutional Shareholder Services ESG, 2022). La materialidad en el contexto de los estándares de sostenibilidad se refiere a la relevancia de aspectos económicos, ambientales y sociales en la operación y desempeño de una organización. En pocas palabras, se trata de identificar y priorizar los temas que son más relevantes para una empresa y sus partes interesadas en términos de sostenibilidad.

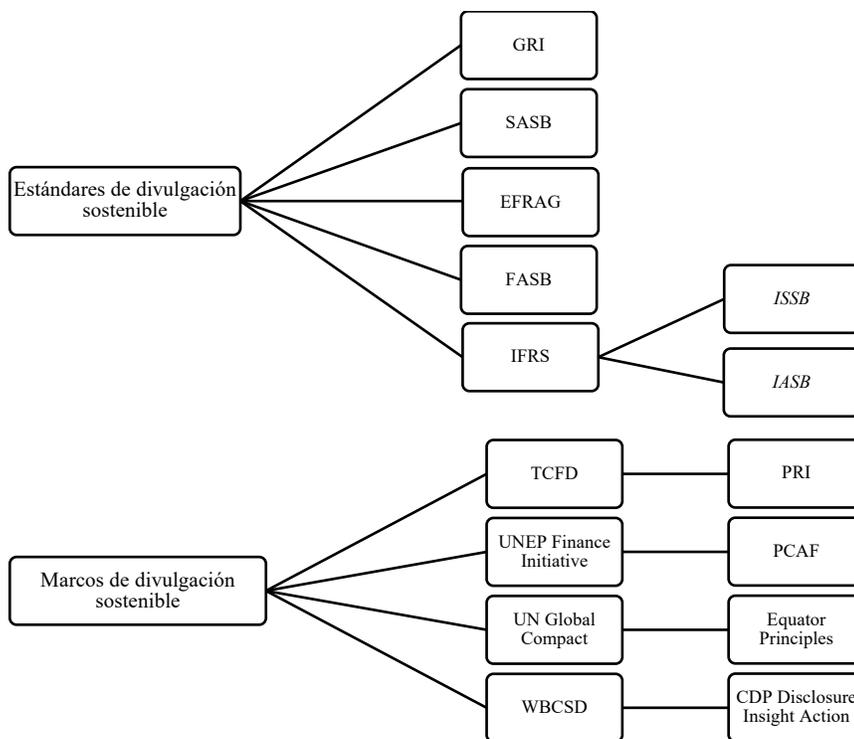
La materialidad implica además determinar qué asuntos son significativos para la empresa, pero también para empleados, inversores, la sociedad y medio ambiente, en general, esto implica evaluar impactos directos e indirectos de las actividades empresariales en estos diferentes aspectos. La valorización de los criterios materiales de divulgación tanto para la empresa como los *stakeholders* permitirá ser una herramienta útil para la prestación de informes corporativos y si estos están enfocados en divulgar criterios ESG, valorar estos aspectos sirven como medida para lograr la transparencia y la verificación de terceros que contribuye a la calidad de los informes, tal como lo estipula la Iniciativa de Reporte Global (GRI, por sus siglas en inglés, Global Reporting Initiative) (Machmuddah & Wardhani, 2020).

En este sentido, vale la pena distinguir dos métodos utilizados para la divulgación sostenible, estos son los estándares y los marcos de divulgación sostenible. Los estándares de divulgación sostenible determinan, de acuerdo con Global Reporting Initiative (2022), el nivel de calidad requerido para que las entidades cumplan con sus obligaciones de reporte en los mercados. Estos estándares incluyen criterios o métricas específicas para informar en cada área. En general, los

informes corporativos comparten características importantes como el enfoque en el interés público, independencia y consulta pública, lo que fortalece la relación de la información proporcionada. Por su parte, los marcos de divulgación sostenibles pueden considerarse como un conjunto de principios que brindan orientación y moldean el pensamiento de las personas sobre cómo abordar un tema específico, pero carecen de una obligación de reporte definida. Dichos marcos proporcionan un esquema general contextualizados de la información de divulgación de las empresas (GRI, 2022).

Figura 8

Estándares y marcos de divulgación sostenible



Fuente: elaboración propia.

En este sentido, en la figura anterior se mencionan el nombre de los estándares y marcos de divulgación sostenibles existentes en el mercado. Algunos de los estándares de divulgación sostenible más populares son Global Reporting Initiative (GRI), Task Force on Climate-related Financial Disclosures (FASB), European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG), Sustainability Accounting Standards Board (SASB), Financial Accounting Standards Board (FASB), y los emitidos por la Fundación IFRS, International Accounting Standards Board (IASB), y International Sustainability Standards Board (ISSB).

Respecto a los marcos de divulgación existentes, se encuentra Carbon Disclosure Project (CDP), Task Force on Climate Related Financial Disclosures (TCFD), Principal Responsible Initiative (PRI), The United Nations Global Compact (UN Global Compact), United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP Finance Initiative), World Business Council for Sustainable Development (WBCSD), Partnership for Carbon Accounting Financials (PCAF) y Equator Principles.

Las empresas de la Alianza del Pacífico que cotizan en MILA suelen utilizar una combinación de estándares internacionales, por ejemplo, el GRI, SASB y TCFD, junto con marcos locales de sostenibilidad promovidos por las bolsas de valores en cada país. Los estándares GRI son considerados los más utilizados en el mundo para la elaboración de Informes de Sostenibilidad (Machmuddah & Wardhani, 2020). Los GRI son una organización internacional independiente que ayuda a las empresas y gobiernos de todo el mundo a comprender y comunicar su impacto en cuestiones críticas de sostenibilidad, como el cambio climático, los derechos humanos, la gobernanza y el bienestar social, entre otros.

Por otro lado, SASB al igual que los GRI, ofrece un conjunto de estándares específicos por industria, centrados en la relevancia financiera de los riesgos y oportunidades ESG para los inversionistas y también son utilizados por las empresas de la Alianza Pacífico. Así mismo, las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS), junto con los ISSB son ampliamente utilizados en esta región. Finalmente, cabe agregar que algunas de las empresas que conforman el MILA están empezando a adoptar las recomendaciones del TCFD, particularmente aquellas con mayor exposición a riesgos climáticos y que operan en sectores relacionados, como la energía, minería y agricultura.

En conclusión, la divulgación de información financiera y no financiera, particularmente en relación con los criterios ESG, se ha vuelto crucial para las empresas que buscan alinearse con las expectativas de sus grupos de interés y el creciente enfoque en sostenibilidad. La materialidad de estos informes ha tomado un rol central en el ámbito, ya que permite identificar qué aspectos son realmente relevantes para la toma de decisiones de los inversionistas y otros actores. Aunque existen múltiples estándares y marcos de divulgación los cuales buscan estandarizar y mejorar la calidad de los informes, aún persisten desafíos en la comparabilidad y homogeneización de estos reportes.

Las empresas de la Alianza del Pacífico que cotizan en el MILA han adoptado una combinación de estos estándares internacionales y marcos locales de sostenibilidad. Esta evolución en los reportes empresariales no solo responde a una mayor demanda de transparencia, sino también a la necesidad de demostrar un compromiso real con la sostenibilidad, evitando prácticas como el *greenwashing* y un mayor compromiso con el desarrollo sostenible.

Capítulo 5. Estrategia Metodológica

Capítulo 5. Estrategia Metodológica

El presente capítulo se describe la estrategia metodológica utilizada en la investigación, la cual tiene como objetivo conocer el efectos de los criterios medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en el desempeño financiero de las empresas del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). Para lograrlo se detalla la metodología utilizada, el proceso de recopilación y tratamiento de la información que permite probar o rechazar las hipótesis planteadas en capítulos anteriores. En este sentido, se describen cuáles son las variables de estudio, el modelo, población y muestra, así como la técnica de análisis de información que consiste en una regresión de panel utilizando información financiera y de mercado de emisoras sostenibles del MILA de la Alianza Pacífico durante un periodo de análisis del 2015 al 2021, con datos anuales.

5.1 Unidad de análisis

Las unidades de análisis conforman las empresas que cotizan en el mercado de valores que son consideradas compañías con más altos estándares de sostenibilidad en la región, es decir, aquellas que divulgan criterios medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) de la Alianza Pacífico. Estas empresas pertenecen a México, Chile, Colombia y Perú, las cuales forman parte de índices de gran envergadura como el DJS MILA Pacific Index.

5.2 Diseño de la investigación

El presente estudio emplea la metodología cuantitativa a través de un diseño de tipo longitudinal, es decir, combina datos transversales y temporales de empresas emisoras sostenibles del MILA los cuales cuentan con una calificación ESG en el periodo de estudio. Debido a que los estudios longitudinales muestran una cantidad mayor de datos, más variabilidad, y menos colinealidad entre variables, resulta ser conveniente su utilización en esta investigación. Así mismo, el diseño corresponde al empleado en diferentes investigaciones que utilizan la calificación ESG para evaluar el efecto o impacto de la sostenibilidad corporativa en el desempeño financiero.

Tabla 10*Propuesta metodológica*

Diseño de la investigación	Correlacional-Explicativo
Unidad de análisis	Empresas emisoras sustentables del Mercado Integrado Latinoamericano
Enfoque	Cuantitativo, mediante la recopilación de datos de fuentes secundarias
Tipo de estudio	Longitudinal
Técnica de análisis de la información	Regresión de datos panel

Fuente: elaboración propia.

En la tabla anterior se describe la propuesta metodológica la cual consiste en una investigación de alcance correlacional-explicativo, es decir, busca examinar la relación entre las variables de estudio, así como explicar el impacto de las variables independientes del modelo sobre la dependiente, es decir, como impacta la calificación ESG global e individual en el desempeño financiero medido a partir de la Rentabilidad del Capital (ROE) y Q de Tobin. La técnica consiste en una regresión de datos panel a partir de la utilización del software estadístico STATA.

5.3 Medición de variables

La selección de variables dentro del modelo de regresión con datos panel se debe a la revisión de literatura teórica, pero también empírica, la cual examina la relación de los efectos de las prácticas corporativas sostenibles y buen gobierno corporativo en el desempeño financiero empresarial. La teoría de la visión de la empresa basada en los recursos naturales (Hart & Milstein, 2003), y el paradigma teórico del gobierno corporativo (Freeman, 1984) sustenta la selección de variables e indicadores que incluye cuentas contables y ratios financieros objeto de estudio.

Además, respecto a los trabajos empíricos se encuentran algunas coincidencia en modelos desarrollados en diferentes contextos de aplicación (Hernández & Correa, 2018; Correa et al., 2020; Bahadori et al., 2021; Qiu et al., 2021), autores concretan algunos ítems y métricas o ratios financieros que analizan como variables explicativas, como el retorno sobre los activos (ROA, por sus siglas en inglés *Return on assets*), los beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones

y amortizaciones (EBITDA, por sus siglas en inglés, *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*), y particularmente, el retorno sobre el capital propio (ROE, por sus siglas en inglés, *Return on equity*), este último es de interés para la investigación.

Para agregar, los trabajos de Gavira et al. (2020), Hussain et al. (2018), y Lu (2021) ofrecen modelos más alineados al análisis de la sostenibilidad sobre el desempeño financiero de las empresas, para ello emplean como método de regresión múltiple con datos panel en México y Estados Unidos, respectivamente, destacando algunos elementos que serán considerados en esta investigación. Se describe a continuación dos indicadores asociados al estudio del desempeño financiero.

Indicadores asociados al desempeño financiero empresarial

Tradicionalmente, se considera que los ingresos generados por las empresas son el resultado de una utilización eficiente de los recursos financieros en un periodo determinado. Para analizar la evolución de las tasas de rentabilidad, se suele emplear una metodología basada en ratios financieros, calculados a partir de datos contables agregados (Sánchez & Lazo, 2018). En finanzas, un ratio es el cociente entre dos cifras, ambas derivadas de partidas de los estados financieros (Beaver, 1966). Los indicadores financieros son fundamentales en el mundo empresarial para evaluar la capacidad de una empresa de cumplir con sus obligaciones tanto a corto como a largo plazo. Un diagnóstico financiero permite conocer la situación actual de una entidad, facilitando decisiones sobre inversiones o solicitudes de crédito. En términos generales, el análisis financiero mejora el proceso de toma de decisiones en áreas como inversión, financiamiento y planificación, permitiendo identificar fortalezas y debilidades en las organizaciones (Herrera et al., 2016; Barrera, Parada & Serrano, 2020).

Los indicadores más utilizados para conocer el desempeño financiero empresarial son el rendimiento del capital o financiero (ROE), la rotación de activos (ROA), utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA), Q de Tobin, razón circulante o de liquidez, razón de solvencia y razón de endeudamiento.

Inicialmente, tanto el retorno del capital (ROE) como el retorno de activos (ROA) son utilizados para conocer el desempeño financiero operativo de una empresa debido a que ofrecen

una aproximación similar a la situación financiera de las organizaciones. En el caso de la ROA, autores sugieren calcularla a través de la utilidad antes responder a las obligaciones financieras y tributarias, es decir, la utilidad antes de impuestos sobre el activo total. Esta medida es expresada en porcentaje y muestra la capacidad de la empresa de generar cierto retorno por cada peso de activo invertido.

Por su parte, el ROE mide la rentabilidad obtenida por la empresa sobre su patrimonio. Esta se calcula a través de la utilidad o beneficio neto de la empresa (después de cubrir sus obligaciones) sobre el patrimonio total, es expresada en porcentaje. A diferencia del indicador financiero ROA, esta medida incorpora las utilidades netas de la empresa y del patrimonio total (Activos Totales – Deuda). El ROE demuestra que tan capaz es la corporación para crear beneficios por cada peso invertido o depositado en su organización, medida que es sumamente relevante para analizar la conveniencia de la empresa para generar riqueza. La razón financiera es la siguiente:

$$ROE = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Fondos propios}} \quad (1)$$

Para Bloomberg, el ROE es una medida que calcula, en porcentaje, el retorno que una inversión genera en el caso de las aportaciones de capital. Indica en qué medida es eficaz una empresa a la hora de convertir el capital en beneficios. Bloomberg genera tres tipos de cálculos de acuerdo con el tipo de industria al que pertenece la compañía: a) industriales y de servicios públicos, b) bancos, financieras y *reits*, y c) seguros.

El cálculo del ROE para las empresas industriales y de servicios públicos es el siguiente:

$$\left(\frac{\text{Beneficio (pérdida) netos} + \text{Interés minoritario} + \text{Gastos de interés} * \left(1 - \frac{\text{Tipo impositivo efectivo}}{100} \right)}{\text{Promedio del capital total}} \right) * 100 \quad (2)$$

Donde el beneficio o pérdida neta, interés minoritario, gastos de interés y el tipo impositivo de efectivo está expresado en cifras de los últimos 12 meses. El promedio del capital total es de los saldos iniciales y finales. Los valores de los últimos 12 meses tienen en cuenta los últimos 4 trimestres, 2 últimos semestres o el año. Para bancos, financieras y *reits* el cálculo es el siguiente:

$$\left(\frac{\text{Beneficio (pérdida) netos} + \text{Interés minoritario}}{\text{Promedio del capital total}} \right) * 100 \quad (3)$$

Donde el beneficio o pérdida neta, y el interés minoritario está expresado en cifras de los últimos 12 meses. Finalmente, el cálculo del ROE para compañías de seguros es la siguiente:

$$\left(\frac{\text{Superávit de asegurados} + \text{Beneficio (pérdida) netos} + \text{Interés minoritario} + \text{Gastos de interés} \cdot \left(1 - \frac{\text{Tipo impositivo efectivo}}{100}\right)}{\text{Promedio del capital total}} \right) * 100 \quad (4)$$

Por su parte, la Q de Tobin es métrica que es utilizada para evaluar y comparar una empresa en cuanto al valor de mercado con su valor contable por lo que arroja información sobre las expectativas del mercado respecto a la empresa. Está refleja el desempeño financiero de una organización desde la perspectiva del mercado. Valores menores a 1 indican que la empresa esta infravalorada, el mercado valora la empresa menos que lo que constaría reemplazar sus activos; valores mayores a 1 indica que el mercado valora la empresa más de lo que costaría reemplazar sus activos, está sobrevalorada. De esta forma, se plantea el siguiente fórmula para su cálculo:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valor de mercado de los activos}}{\text{Costo de reemplazo de los activos}} \quad (5)$$

De la misma forma que el cálculo de la ROE, el Q de Tobin adapta la fórmula dependiendo de los datos disponibles y metodologías específicas de cada industria, por lo que otra forma de implementar su cálculo en la plataforma o terminal Bloomberg es la siguiente:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valor de mercado del patrimonio neto} + \text{Pasivos totales}}{\text{Activos totales}} \quad (6)$$

Puntuaciones medioambientales, sociales y de gobernanza

Las puntuaciones o calificación medioambiental, social y de gobernanza (ESG) se obtiene de un promedio de cada resultados de los cuestionarios aplicados a las diferentes dimensiones. Para Machmuddah & Wardhani (2020) las calificación de desempeño medioambiental de la empresa se mide a través de la puntuación de divulgación medioambiental vista desde las actividades operativas y su impacto, considerando las emisiones de carbono, gases de efecto invernadero, divulgación de los riesgos causados por las actividades de la empresa y su contribución al cambio climático, licencias comerciales, otros tipos de contaminación, de energías renovables, agotamiento de los recursos naturales, gestión de desechos, uso de químicos, entre otros.

Los indicadores que miden el desempeño social de la empresa están relacionados con el bienestar ambiental, trabajo infantil, discriminación, diversidad de empleados y junta directiva, problemas salariales, remuneración de ejecutivos, entre otros. Finalmente, el gobierno corporativo está relacionado con la remuneración de ejecutivos, los derechos de las artes interesadas, la división de cargos, transparencia, autoridad del directos, gerentes, accionistas y otras partes interesadas.

5.3.1 Variables y operacionalización de variables

La sostenibilidad y el gobierno corporativo son dos variables de interés en esta investigación, por lo que su medición consiste en la calificación que otorgan los criterios ESG, que se conforma la puntuación medioambiental, social y de gobierno corporativo (ver tabla 11). Respecto a la variable dependiente, se plantea correr dos modelos de regresión, el primero consiste en la variable “Rentabilidad del capital” (ROE) como variable dependiente, y el segundo, el utilizar la variable Q de Tobin como dependiente.

Tabla 11

Operacionalización de las variables

Variables	Indicadores	Ítems	Fuente
Variable dependiente			
Desempeño financiero empresarial	Operativo	Retorno del capital (ROE)	Bloomberg
	De Mercado	Q de Tobin	Bloomberg
Variables independientes			
Aspecto medioambiental (E)	Desempeño ambiental corporativo	Puntaje medioambiental (AMBIENTAL)	Bloomberg
Aspecto social (S)	Desempeño del social corporativo	Puntaje social (SOCIAL)	
Aspecto de gobernanza corporativa (G)	Desempeño del gobierno corporativo	Puntaje del gobierno corporativo (GOBIERNO)	Bloomberg
		Tamaño del Activo (TAMAÑO)	

Variables de control	Industria (SECTOR)	BMV, BVC, BVL y BVSC
	Antigüedad de la empresa (ANTIGUEDAD)	

Fuente: elaboración propia. Nota: Bolsa Mexicana de Valores (BMV), Bolsa de Valores de Colombia (BVC), Bolsa de Valores de Lima (BVL) y Bolsa de Valores de Santiago de Chile (BVSC).

5.4 Especificación del modelo

Considerando que se empleará una regresión múltiple de datos panel, se plantean tres modelos para atender los objetivos e hipótesis planteadas al comienzo de la investigación. Para recopilar datos sobre las variables de estudio se utilizan fuentes secundarias de información que provee la plataforma *Bloomberg*. Así mismo se recopila información de sitios oficiales de las bolsas de valores de las emisoras del MILA, como información del índice bursátil de sostenibilidad que proporciona las calificadoras Standard & Poor's Financial Services, LLC. y Dow Jones Indexes, LLC. Inicialmente, considerando que está investigación busca conocer el impacto de los criterios ESG en el desempeño financiero tanto operativo como de mercado, se plantea el siguiente modelo de regresión:

$$DF_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 Precio_{it} + \beta_3 Tamaño_{it} + \beta_4 Antigüedad_{it} + \beta_5 Sector_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Donde, “*i*” representa a cada una de las 54 empresas de la muestra, y “*t*” para cada periodo anual. Cabe agregar que debido a la poca variabilidad en la calificación ESG, los datos de la muestra son bianuales por lo que los periodos de estudio comprenden el 2015, 2017, 2019, y 2021. Así mismo, el modelo incluye el parámetro fijo o intercepto (β_0), coeficientes de regresión (β_n), y el término de error (ε). El desempeño financiero es la variable dependiente del modelo DF_{it} , medido a partir de dos métricas: el retorno del capital (*ROE*) y *Q de Tobin*. Considerando que el desempeño financiero puede ser evaluado a partir de dos perspectivas, se utiliza como variable dependiente el retorno del capital (ROE_{it}) para medir el desempeño financiero operativo de las empresas, y para como variable desempeño de mercado se utiliza la *Q de Tobin*.

Las variables independientes son la calificación global medioambiental, social y de gobierno corporativo (ESG_{it}) recuperada de la terminal *Bloomberg*, y el último precio de la acción expresado en dólares ($Precio_{it}$). El modelo además incluye tres variables control: tamaño de la

empresa ($Tamaño_{it}$), la antigüedad ($Antigüedad_{it}$) y una variable categórica el sector de procedencia de las empresas ($Sector_{it}$).

No obstante, la variable “tamaño de la empresa” es medida de dos formas: por el activo total de la empresa (expresado en dólares estadounidense), y a partir del número de empleados de la organización. Ambas métricas son utilizadas en el modelo como variable *proxy* del tamaño de la empresa. Para especificar, el modelo (8) y los subsecuentes utilizarán el ROE como una métrica para conocer el desempeño financiero desde el aspecto operativo de la organización, y debido a que también se tiene el interés por evaluar el efecto de las variables independientes del modelo en el desempeño financiero desde la perspectiva “del mercado”, se empleará la Q de Tobin $_{it}$ como variable dependiente ya que este indicador financiero es utilizado para medir la relación entre el valor de mercado de una empresa y el costo de reemplazo de sus activos. Por otro lado, considerando que la investigación tiene como objetivo específico evaluar el efecto individual de los criterios ESG en la variable dependiente DF, se plantea el siguiente modelo:

$$DF_{it} = \beta_0 + \beta_1Ambiental_{it} + \beta_2Social_{it} + \beta_3Gobierno_{it} + \beta_4Precio_{it} + \beta_5Tamaño_{it} + \beta_6Antigüedad_{it} + \beta_7Sector_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Donde las variables independientes $Ambiental_{it}$, $Social_{it}$, y $Gobierno_{it}$ reflejan la calificación individual de los criterios ESG que proporciona *Bloomberg*, la cual toma valor entre 0 y 100. Por último, se plantea el siguiente modelo con la finalidad de conocer el efecto moderador del gobierno corporativo entre el desempeño sostenible y el financiero, por ello, se plantea lo siguiente:

$$DF_{it} = \beta_0 + \beta_1ES_{it} + \beta_2Gobierno_{it} + \beta_3ES_{it} * Gobierno_{it} + \beta_4Precio_{it} + \beta_5Antigüedad_{it} + \beta_6Tamaño_{it} + \beta_7Sector_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Donde $ES_{it} * Gobierno_{it}$ refleja la moderación entre el puntuación medioambiental-social (ES), con el de gobierno corporativo (G). Además, el modelo incluye las mismas variables independientes y de control de los modelos anteriores: precio de la acción, antigüedad, tamaño y sector de procedencia. Estos modelos son un esbozo inicial, los cuales después serán retomados en las regresiones de datos panel agrupado *pooled*, efectos fijos y aleatorios.

5.5 Población y muestra

La población de estudio son las compañías que realizan oferta pública de valores en el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) de la Alianza Pacífico que incluye las empresas sostenibles de las bolsas de valores de México, Colombia, Chile y Perú. La selección de empresas emisoras como unidad de análisis se debe a varios factores, primero, por la evidencia de trabajos teóricos y empíricos que conceptualizan la importancia de analizar el caso de empresas de gran tamaño en relación con sus esfuerzos en el ámbito de la responsabilidad social y sostenibilidad corporativa. Segundo, sobre el interés particular de la investigación para contrastar resultados en el contexto mexicano sobre la importancia de la sostenibilidad en este tipo de mercados. Tercero, por la conveniencia de disponibilidad de información en materia de gobierno corporativo, métricas financieras y calificaciones referentes a la sostenibilidad que están a disposición del público inversionista y demás grupos de interés. La muestra se conforma de las empresas sostenibles que provienen las cuatro bolsas que conforman el Dow Jones Sustainability MILA Pacific Alliance Index el cual toma a los siguientes índices como universo subyacente: S&P/BMV Total México Index, S&P/CLX IGPA, S&P/BVL Perú General y el S&P Colombia BMI (Bloomberg, 2020) (ver tabla 12).

Tabla 12

Ficha técnica

Concepto	Descripción
Ámbito geográfico	Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). México, Chile, Colombia y Perú.
Diseño de la investigación	Regresión de datos panel
Enfoque de estudio	Cuantitativo
Población	Empresas emisoras que divulgan criterios ESG
Muestra levantada	57
Muestra validada	54

Fuente: Bloomberg (2020).

En la tabla siguiente se muestran los componentes del índice de Dow Jones Sustainability MILA Pacific Alliance Index, por lo que se puede observar que, en 2020, son 23 emisoras de México las que recogen una mayor ponderación dentro del índice, seguido de 27 emisoras de Chile

con un 18.2%. La capitalización bursátil o de mercado de mayor envergadura es México la cual cuenta con 260,469.54, precio en títulos accionarios, le sigue Chile con 83,522.53.

Tabla 13

Componentes del Dow Jones Sustainability MILA Pacific Alliance Index.

País	Número de componentes	Capitalización de mercado total	Ponderación del índice
México	23	260,469.54	71.3%
Chile	27	83,522.53	18.2%
Colombia	10	43,401.70	6.3%
Perú	7	59,700.16	4.2%
Total	67	447,093.93	100%

Fuente: Bloomberg (2020).

En la tabla anterior, se presenta la lista de las empresas del *DJS MILA Pacific Alliance Index* que fueron seleccionadas para este estudio de los sectores: automotriz y de componentes, bancarios, bienes de equipos, servicios de consumo, finanzas diversificadas, energía, venta minorista de alimentos de productos básicos, de alimentos bebida y de tabaco, producto del hogar, farmacéuticos, inmobiliaria, de transportes, servicios públicos, y ventas al por menor. Cabe agregar que únicamente se retomaron 54 empresas emisoras sostenibles que pertenecen al *DJS MILA Pacific Alliance Index* del MILA de la Alianza Pacífico las cuales proveen información en periódica en el periodo de estudio (2015-2021), por lo que se descartaron 13 empresas al no contar con esta información histórica.

5.6 Técnica de análisis de la información

La selección de la técnica se debe al aporte de numerosas investigaciones que utilizan la regresión econométrica de datos con estructura panel para estimar el efecto de la sostenibilidad corporativa, medida a partir de criterios ESG, en el desempeño financiero de emisoras en diferentes contextos de estudio (Qiu et al., 2021; Lu, 2021; Bahadori & Seraj, 2021; Gavira et al., 2020; Correa et al., 2020; y Hussain & Orij 2018; Bansal, 2005). Por lo tanto, la regresión de datos de panel es la técnica de análisis de datos utilizada en esta investigación. La regresión de datos panel combina cortes transversales y de serie temporal. Para Gujarati & Porter (2010) proporcionan “una

mayor cantidad de datos informativos, más variabilidad, menos colinealidad entre variables, más grados de libertad y mayor eficiencia”.

Una de las ventajas de la utilización de datos panel es la disponibilidad de más datos y un mayor seguimiento de los individuos de estudio, no obstante, un inconveniente es la presencia de cualidades relevantes del individuo que no son observables por lo que conduce a errores individuales que estarán correlacionados con los observables y los Mínimos Cuadrados Ordinarios (OLS, por sus siglas en inglés, *Ordinary least squares*) serán inconsistentes, o bien, los estimadores estarán sesgados (Montero, 2011).

Como bien hace saber Mayorga & Muñoz (2000), el principal objetivo de aplicar y estudiar los datos de panel es capturar la heterogeneidad no observable, ya sea entre los individuos de estudio o también en el tiempo, esta heterogeneidad no se puede detectar ni con estudios de series temporales ni tampoco con los de corte transversal. La estructura básica de los modelo de datos panel general de regresión agrupada o *pooled* por OLS es la siguiente:

$$Y_{it} = \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

Donde β es el vector de parámetros, X_{it} es un vector de k variables explicativas; $i: 1, \dots, n$ denota las unidades muestrales; $t: 1, \dots, T$ indica los periodos; $k: 1, \dots, K$ representa las covariables, y ε_{it} los errores aleatorios (Perazzi & Merli, 2013). En este tipo de modelos, sino se dispone de todas las variables relevantes entonces $Cov(X_{it}, \varepsilon_{it}) \neq 0$, es decir, los residuos no son independientes de las observaciones por lo que OLS estará sesgado. Algunos modelos alternativos es la regresión agrupada mediante el anidamiento de los datos: efectos fijos y aleatorios, lo cual implica otro tipo de método (Montero, 2011).

Continuando con lo anterior, existen diversas fuentes de variabilidad: efecto individuo, efecto tiempo y efecto individuo-tiempo. El primero recoge el impacto directo de las características de los individuos no observables e invariantes en el tiempo sobre Y_{it} . El segundo puede asumirse invariable entre individuos, cada periodo tiene efectos específicos no observables. Finalmente, el tercero reconoce los efectos cambiantes que pueden ser tanto determinísticos como estocásticos (Perazzi & Merli, 2013). De esta forma, los supuestos bajo los cuales se construyen estos modelos asumen las siguientes hipótesis (Arellano & Bover, 1990):

- $E(\varepsilon_{it}) = 0$
- La no correlación entre perturbaciones de cada uno de los grupos y la no correlación temporal, $cov(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{jt}) = 0, \forall i \neq j, \forall t \neq s$
- Perturbaciones homocedásticas, $var(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon}^2$

Por otro lado, uno de los aspectos que busca encontrar este tipo de técnicas, es la presencia de efectos fijos y/o aleatorios en la información. El modelo de efectos fijos considera que existe un término constante diferente para cada individuo, y supone que los efectos individuales son independientes entre sí (Mayorga & Muñoz, 2000).

Los modelos de regresión de datos anidados realizan distintas hipótesis sobre el comportamiento de los residuos, el más elemental y el más consistente es el de efectos fijos. Este modelo es el que implica menos suposiciones sobre el comportamiento de los residuos. Supone que el modelo a estimar es el siguiente:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + u_{it} \quad (11)$$

Donde $\alpha_i = \alpha + v_i$, el cual es remplazada por la siguiente ecuación:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + v_i + u_{it} \quad (12)$$

Esto quiere decir, que el error ε_{it} puede descomponerse en dos partes, una de ellas es fija y constante para cada individuo observado v_i , y otro aleatorio que cumple con los requisitos de OLS u_{it} , es decir, $\varepsilon_{it} = v_i + u_{it}$. Esta operación se realiza a través de dos vías, primero, agregando al modelo una variables dicotómica a cada individuo, eliminando del modelo una de ellas por razones estadísticas; segundo, estimando un modelo OLS calculado la diferencias entre los modelos, por lo que se obtiene de lo siguiente:

$$\bar{Y}_{it} = \alpha + \beta \bar{X}_{it} + v_i + \bar{u}_{it} \quad (13)$$

Al realizar la diferencia entre el modelo 12 y 13, se obtiene lo siguiente:

$$(Y_{it} - \bar{Y}_{it}) = \beta(X_{it} - \bar{X}_{it}) + (u_{it} - \bar{u}_{it}) \quad (14)$$

Este modelo es aplicado en la regresión agrupada de OLS en diferencias. Considerando que los factores inobservable constantes en el tiempo son una condición necesaria en la aplicación de panel, $(Y_{it} - \bar{Y}_{it})$ es el resultado de la diferencia entre el periodo actual t y el pasado $t - 1$. Esto permiten asegurar que se está eliminando el factor inobservable constantes en el tiempo dando como resultado, $Cov(\Delta x, \Delta u) = 0$.

Por el contrario, los modelos de efectos aleatorios consideran, de acuerdo con Mayorga & Muñoz (2000), que los efectos individuales no son independientes entre sí, sino que están distribuidos aleatoriamente alrededor de un valor dado. Una práctica común en el análisis de regresión es asumir que el gran número de factores que afecta el valor de la variable dependiente pero que no han sido incluidas explícitamente como variables independientes del modelo, pueden resumirse apropiadamente en la perturbación aleatoria. El modelo de efectos aleatorios consiste en la especificación de una variable aleatoria con un valor medio v_i , en lugar de un valor fijo para cada individuo como el modelo anterior. En caso de v_i , tiene una varianza distinta a cero, por lo que el modelo se expresa como:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + v_i + u_{it} \quad (15)$$

Donde v_i es un valor aleatorio. Este enfoque es más eficiente, ya que la estimación tiene menor varianza, aunque puede ser menos consistente en comparación con el modelo de efectos fijos; es decir, aunque el cálculo es más preciso, puede haber un mayor sesgo. No obstante, cuando se hace referencia a un v_i aleatorio no se conoce exactamente el valor inicial de cada individuo, pero se asume que está cerca de un valor central. Esto suele suceder cuando se trabaja con una muestra extraída de una población más grande (Montero, 2011). De esta forma, se asume que el efecto inobservable v_i y el valor de X_i no están relacionados. El método Mínimos Cuadrados Generalizados (GLS, por sus siglas en inglés, *Generalized least squares*) es utilizado tanto en el modelo de efectos fijos y aleatorios, considerando que la distribución de probabilidad de los datos no es normal.

Por otro lado, dependiendo del número de observaciones en los cortes transversales y temporales, se puede distinguir entre micro panel, macro panel y/o campo aleatorio (Arellano & Bover, 1990). El micro panel, por ejemplo, se caracteriza por tener un número reducido de observaciones temporales para cada individuo, mientras que el número de individuos es

considerablemente alto. Para analizar las propiedades de los estimadores de los parámetros en modelos con este tipo de datos, se asume que $N \rightarrow \infty$ y T es fijo. En este contexto, la presente investigación se basa en un micro panel, ya que incluye un número limitado de observaciones temporales (4 periodos) y un mayor número de individuos (54 empresas). Además, se trata de un panel no balanceado, lo que significa que cada entidad tiene un número distinto de observaciones. Los datos fueron obtenidos a través de fuentes secundarias, principalmente de la plataforma Bloomberg, aunque también se recurrió a *Investig.com* para complementar la información relacionada con el precio de las acciones (en dólares), así como los Informes o Reportes Anuales publicados por las corporaciones en sus sitios web.

5.6.1 Prueba de Hausman

La prueba de Hausman (1978) es una prueba de chi cuadrado que determina si las diferencias son sistemáticas y significativas entre dos estimaciones. Se emplea fundamentalmente para dos cosas: i) saber si un estimador es consistente; ii) saber si una variable es o no relevante. Si el $p\text{-value} < 0.05$ se rechaza la hipótesis nula de igualdad al 95% de confianza y se deben asumir las estimaciones de efectos fijos (Granados, 2005). Por otro lado, si la prueba identifica que el modelo ajustado en los datos utilizados especifica que no cumple con los supuestos asintóticos de la prueba de Hausman, el procedimiento a seguir es la aplicación de una prueba equiparable, la prueba de sobreidentificación (Test of overidentifying) o también conocida como Prueba J, que a diferencia de la prueba de Hausman, la Prueba J se extiende directamente a las versiones heterocedásticas y robustas a los agrupamientos. La bajo homocedasticidad condicional, esta estadística de prueba es asintóticamente equivalente a la prueba habitual de efectos fijos *versus* aleatorios de Hausman. Dicho lo anterior se analizan los resultados de salida de la regresión de panel por efectos fijos y aleatorio, su interpretación, para después aplicar la prueba de Hausman o de sobreidentificación. Después, de ser el caso, se analiza la regresión utilizando datos robustos y de clúster, o bien realizar una regresión por MLE

Capítulo 6. Resultados y Discusión

Capítulo 6. Resultados y Discusión

En este apartado se presentan los resultados de los análisis descriptivos, correlacionales y de regresión, utilizando datos bianuales del periodo 2015-2021. El propósito de estos resultados es ofrecer un acercamiento a los objetivos de la investigación, identificando los efectos entre las variables de estudio y respondiendo a las hipótesis planteadas. La investigación desarrolla tres regresiones de manera separada. En primer lugar, se realiza un análisis de regresión agrupada mediante el método de Mínimos Cuadrados Ordinarios (OLS, por sus siglas en inglés). En segundo lugar, se utiliza el método de Mínimos Cuadrados Generalizados (GLS, por sus siglas en inglés) para identificar efectos fijos o aleatorios en el panel. Por último, se efectúa una regresión por efectos fijos y aleatorios, incorporando el efecto moderador del gobierno corporativo en la relación entre sostenibilidad y desempeño financiero. Se adjunta también la estadística descriptiva de los datos de la muestra.

6.1 Estadística descriptiva

El análisis de los datos consiste, en primera instancia, en el análisis descriptivo de la muestra con el fin de visualizar estadísticamente las variables y sus características. Los estadísticos descriptivos se presentan en la tabla 14 describiendo la media, desviación estándar, valores máximos y mínimos de cada una de las variables numéricas.

Tabla 14

Descripción de los datos

Variable	Obs.	Media	Desv. Est.	Min.	Max.
ROE	214	13.19559	12.82564	-11.08383	95.08408
Q TOBIN	215	1.423953	0.7062991	0.734322	4.472518
ESG	200	29.98328	23.32945	0.98	72.8599
AMBIENTAL	192	26.4252	24.58668	0.04	90.003
SOCIAL	196	23.42364	17.62701	0.48	63.4522
GOBIERNO	200	40.91933	30.74546	1.72	89.8555
PRECIO DE LA ACCIÓN	215	6.837439	10.34745	0.0349253	61.71
TAMAÑO DEL ACTIVO	215	19112.35	21388.71	378.2554	90446.49
NÚM. EMPLEADOS	215	39375.68	66953.2	193	316072
ANTIGÜEDAD	216	64.44444	42.25577	1	174

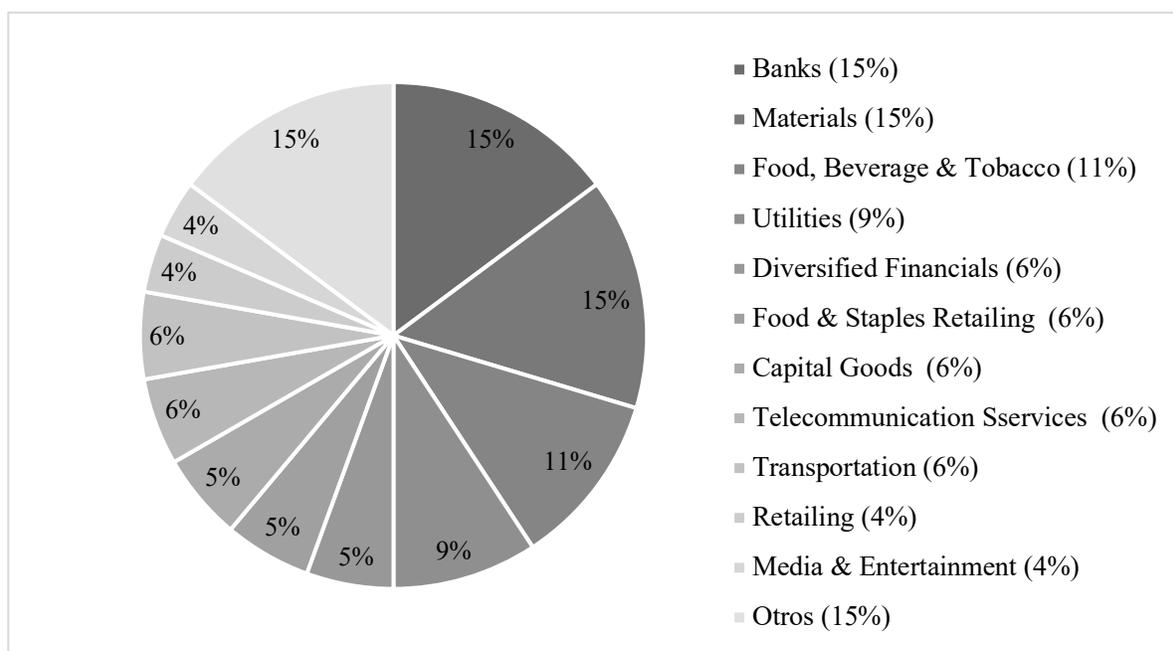
Fuente: elaboración propia.

La muestra está conformada de alrededor de 216 observaciones que corresponden a las 54 empresas en sus cuatro periodos bianuales del estudio (2015-2021). Cabe agregar que la base es no balanceada. El promedio de la calificación ESG es de 28.98, valor muy bajo considerando que esta calificación varía de 1 a 100, donde 100 es la calificación mayor. Así mismo, la calificación máxima de la calificación ESG para el último periodo del análisis es de CEMEX de México con 72.8, le sigue Ecopetrol en Colombia con una calificación máxima de 71.4.

Otro dato interesante para rescatar es que dentro de la calificación individual ESG, el gobierno corporativo presenta un valor promedio de 40.91, superior al promedio de la calificación medioambiental (26.42) y social (23.42). No obstante, el valor máximo para el criterio medioambiental es de 90, de gobierno corporativo es de 89, y el valor social de 63.45.

Gráfico 1

Sectores de procedencia



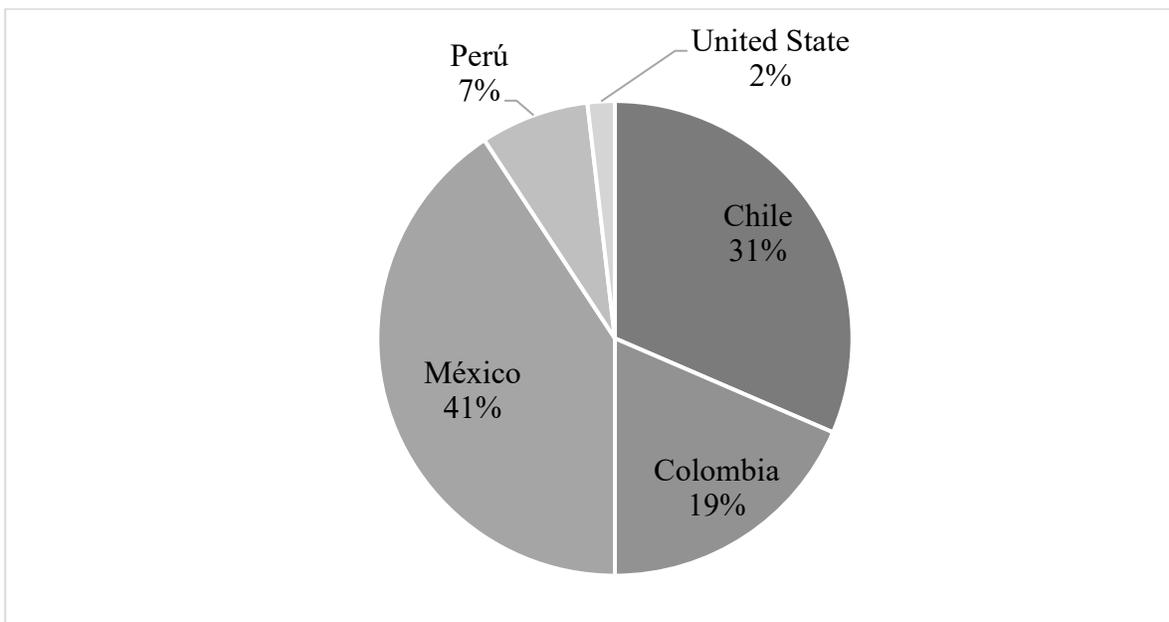
Fuente: elaboración propia en base a clasificación de Bloomberg (2022).

Del conjunto de empresas que conforman la muestra, 15% corresponde al sector bancario (Banks), 15% Materiales (Materials), 11% Industria de Alimentos, Bebidas y Tabaco (Food, Beverage & Tabacco), 9% Servicios Públicos (Utilities), 5% Ventas al por menor de alimentos y

productos básicos (Food & Staples Retailing), 6% Servicios de Telecomunicaciones, 6% Transporte, 6% Industria de Bienes de Equipo (Capital Goods), 6% Finanzas diversificadas, 4% Medios y Entretenimiento, 4% Ventas al por menor (Retailing), y finalmente, otros sectores incluyen al sector energético, automóviles y componentes, entre otros, representan el 15% de la muestra.

Gráfico 2

Países de procedencia de las empresas emisoras del MILA



Fuente: elaboración propia en base a clasificación de Bloomberg (2022).

Como se muestra en el gráfico anterior, el 41% de las empresas que conforman la muestra son mexicanas, es decir, cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). Por otro lado, el 31% de las empresas provienen de Chile, 19% de Colombia, y el 9% restante a Perú quien alberga además una empresa proveniente de Estados Unidos (United State).

6.2 Selección del modelo de regresión

La matriz de correlación muestra la asociación entre las variables independientes y dependiente del modelo. Esta tabla es útil para encontrar posible multicolinealidad entre las variables explicativas, por lo que se incluye también su nivel de significancia que indica que sí está

probabilidad es inferior al 5% convencional ($p\text{-value} < 0.05$) el coeficiente de correlación se denomina estadísticamente significativo. Se evalúa la correlación y significancia entre las variables independientes y de control del modelo, con las variables dependientes del modelo, ROE y Q de Tobin., utilizadas para medir el desempeño operativo y de mercado, respectivamente.

Se observa que la puntuación ESG presenta una correlación positiva débil y significativa con el ROE (0.1844) y no significativa con el Q de Tobin (0.1171). Este resultado es contrario al encontrado en el estudio de Bahadori et al. (2021), donde después de examinar a 600 empresas líderes de 24 mercados emergentes, incluidos los países del MILA, encontró una correlación negativa entre el criterio ESG y métricas de rendimiento.

Tabla 15

Matriz de correlación

Probabilidad de correlación	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1. ROE	1.000									
2. Q DE TOBIN	0.5471*	1.000								
3. ESG	0.1844*	0.1171	1.000							
4. AMBIENTAL	0.1781*	0.1171	0.9126*	1.000						
5. SOCIAL	0.1876*	0.1029	0.9552*	0.8511*	1.000					
6. GOBIERNO	0.1404*	0.1083	0.9517*	0.7865*	0.8800*	1.000				
7. PRECIO DE LA ACCIÓN	0.0480	0.2778*	-0.301*	-0.257*	-0.312*	-0.280*	1.000			
8. NUMERO DE EMPLEADOS	0.0492	0.1918*	0.2167*	0.1749	0.1954*	0.1792*	-0.030	1.0000		
9. ACTIVO TOTAL	0.0782	-0.224*	0.1207	0.0731	0.0937	0.1239	0.1147	0.2380*	1.0000	
10. ANTIGÜEDAD	0.0065	0.0201	-0.0156	0.0541	-0.0199	-0.0128	0.0681	0.0513	0.1340*	1.000

Fuente: elaboración propia. Nota: *significativo al 5%.

En el caso del Q de Tobin, esta variable es utilizada para medir la valuación de una empresa en relación del valor de mercado de la firma dividido por el valor de reposición o contable de los activos. La Q de Tobin tiene una correlación positiva débil y no significativa con el criterio medioambiental, social y de gobierno (0.1171). Así mismo, se puede observar que la variable ROE tiene correlación significativa con las variables del modelo, no obstante, estos valores son débiles. Por lo tanto, se realiza una transformación de las variables con la finalidad de examinar en la matriz de correlación una mejora en los coeficientes de correlación de Pearson (ver tabla 17).

Tabla 16*Matriz de correlación variables logarítmicas*

Probabilidad de correlación	1	2	3	4	5	6	7
1. LOG_ROE	1.000						
2. LOG_QTOBIN	0.5163*	1.000					
3. LOG_ESG	0.1394	0.1649*	1.000				
4. LOG_PRECIO	0.0806	0.2636*	-0.0176	1.000			
5. LOG_EMP	0.0135	0.0601	0.1609*	0.2804*	1.000		
6. LOG_TAMAÑO	0.0046	-0.3291*	-0.0328	0.1298	0.4824*	1.000	
7. LOG_ANTIGUEDAD	0.0623	0.0335	-0.0434	0.2147*	0.1788*	0.1558*	1.000

Fuente: elaboración propia. Nota: *significativa al 5%.

La tabla anterior describe la correlación de las variables logarítmicas, se encontró que la variable ROE tiene una correlación positiva pero débil y no significativa con la variable ESG (0.1394). Por el contrario, la variables Q de Tobin, variable dependiente en un segundo modelo, muestra una correlación positiva débil y significativa con la variable dependiente (0.1649); positiva débil y significativa con el precio de la acción (0.2636*); negativa y significativa con el tamaño del activo de la empresa (-0.3291).

A continuación, se lleva a cabo la interpretación de las características generales de los modelos, enfocándose en los efectos observados de las variables de estudio. Dichos modelos consideran alrededor de 216 datos que corresponden a las 54 observaciones de las empresas emisoras que conforman el MILA, multiplicado por el total de periodos de análisis que conforman la muestra de cuatro periodos bianuales, es decir, 2015, 2017, 2019, y 2021.

Se realizaron tres análisis de regresión separados, el modelo de regresión agrupada (Pooled) a través del método de OLS, el modelo de efectos fijos (FE, por sus siglas en inglés, *fixed effects*) y efectos aleatorios (RA, por sus siglas en inglés, *random effects*), estos dos últimos a través del método de GLS y finalmente se utilizó el método de Máxima Verosimilitud (MLE, por sus siglas en inglés, *Maximum likelihood estimation*) para corregir problemas de heterocedasticidad o autocorrelación entre las observaciones. El MLE puede ser aplicado para obtener estimaciones más precisas considerando la estructura específica de los datos de panel. Este método es valorado en

todos los modelos de regresión por efectos fijos y aleatorios para encontrar los mejores estimadores.

6.2.1 Resultados de la regresión agrupada

Inicialmente, se realizaron pruebas para descartar multicolinealidad con la prueba post estimatoria de factor de inflación de la varianza. Después de realizar una serie de pruebas se corren los modelos de regresión agrupada a partir de OLS utilizando las variables en diferencias o con rezagos para probar los supuestos básicos de regresión. En este apartado se incluyen dos regresiones agrupadas. La primera con el fin de evaluar el efecto de las variable independiente y de control en el desempeño operativo de las emisoras sostenibles del MILA medido a partir del retorno del capital (ROE). La segunda estimación se incluye como variable dependiente el desempeño de mercado de las emisoras, por lo que se utiliza la Q de Tobin.

Tabla 17

Regresión agrupada (Pooled) por OLS con variables en diferencias utilizando el ROE logarítmica como variable dependiente

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3	
	Coeff	Std.Err	Coeff	Std.Err	Coeff	Std.Err
d esg	0.0086**	0.0036				
log d esg			0.1745***	.0597345		
d ambiental					0.0051	0.0036
d precio	0.02009**	0.0091	0.0222**	.0605366	0.01802*	0.0092
t1921	0.4242**	0.1775	0.4477**	.181648	0.4583**	0.1791
log d activo	0.1050*	0.0576	0.1112*	.0097265	0.1268**	0.0575
Intercepto	0.6778	0.4713	0.3736	.5060644	0.5889	0.4756
Obs	123		133		133	
F	8.1228		8.6172		7.0548	
R-sq	0.2024		0.2260		0.1806	
R-sq aj	0.1775		0.1998		0.1550	
aic	372.5614		347.0907		376.1496	
bic	387.0131		361.1516		390.6013	
rmse	0.9639		0.9724		0.9769	

Fuente: elaboración propia en base a los resultados de STATA. Nota: significancia * p<.1; ** p<.05; *** p<.01.

En la regresión *pooled* se incluyen variables en diferencias, es decir, la estimación corresponde a lo especificado en el capítulo anterior, ecuación 14. Así mismo, esta regresión permite constatar si existe un efecto inobservable constante en el tiempo entre las variables de

estudio que compromete la estimación a partir de OLS, y que las diferencias no permiten corregir, por lo que este procedimiento es necesario antes de realizar una segunda estimación con otro método más eficiente, por ejemplo, una regresión de panel a través de GLS o MLE. En consecuencia, en la tabla anterior se incluyen los resultados de salida del *pooled* utilizando el ROE como variable dependiente.

La tabla 17 incluye tres estimaciones de regresión *pooled*, incluye los resultados del ajuste del modelo: los coeficientes de regresión de las variables independientes y de control, el intercepto, los errores estándar (Std. Err.), el estadístico F, número de observaciones (Obs.), R cuadrada, R cuadrada ajustada, los criterios de información (AIC y BIC), y error cuadrático medio (RMSE). En este sentido, las tres regresiones utilizan como variable dependiente el retorno del capital (ROE) en valor logarítmico. En la mayoría de las veces, en este tipo de pruebas se realiza una transformación simple, por ejemplo, calcular la raíz cuadrada, raíz cúbica y logaritmo del valor de la variable. Estas transformaciones en algunas ocasiones permiten asegurar la normalidad en los datos. La transformación de la variable dependiente en valor logarítmico se debe a que la estimación de los modelos resultó ser significativo, sin embargo, también se transformaron las variables independientes del modelo en valor logaritmo natural, por ejemplo, en el modelo 1 la variable activo total de la empresa.

Al interpretar los resultados obtenidos, el modelo 2 resultó tener una mejor bondad de ajuste en comparación al resto de los modelos por las siguientes razones: el R cuadrado es de 22.60%, R cuadrada ajustado de 19.98%, y un error estándar por cada variable adecuado, en todos los casos en inferir a 1. Cuando el error estándar es grande, el efecto del ajuste por los grados de libertad es insignificante. Cabe agregar que los criterios de información, el criterio bayesiano (BIC) y Akaike (AIC), determinan qué modelo 2 es mejor al resto debido a que presenta un menor valor, además, se observa que el coeficiente de determinación ajustado (*R2 ajustado*) es más alto en el modelo que utilizan la variable logaritmo de la puntuación ESG como variable independiente. El modelo con menor valor de BIC y AIC es preferido, un valor bajo implica un número menor de variables explicativas y/o mejor ajuste. Estos criterios permiten determinar modelos más consistentes y robustos. En este sentido, el modelo que presenta un menor valor BIC es el modelo 2, así mismo, todas las variables independientes son significativas con excepción del intercepto.

Seguendo a Stock & Watson (2012), R cuadrada de la regresión es la proporción de la varianza muestral de Y_i que está explicada por las variables independientes. El R cuadrado aumenta cada vez que añade una variable independiente, por lo que la R cuadrada ajustada penaliza este efecto. En el modelo 2 de la tabla 17 incluye como variables independientes el logaritmo de la puntuación ESG ($Log(ESG_{it})$), último precio de la acción ($Ultimo Precio_{it}$), logaritmo del tamaño de la empresa medido por el activo total expresado en dólares ($Log(Tamaño_{it})$) y una variable ficticia para el periodo 202 (2021_{it}). Así mismo, incluye un intercepto β_0 y un β_n para cada variable de estudio, se incluye el término error ε_{it} . De esta forma el modelo se expresa de la siguiente manera:

$$Log(ROE_{it}) = \beta_0 + \beta_1 Log(ESG_{it}) + \beta_2 Log(Tamaño_{it}) + \beta_4 Ultimo Precio_{it} + \theta 2021_{it} + \varepsilon_{it} \quad (16)$$

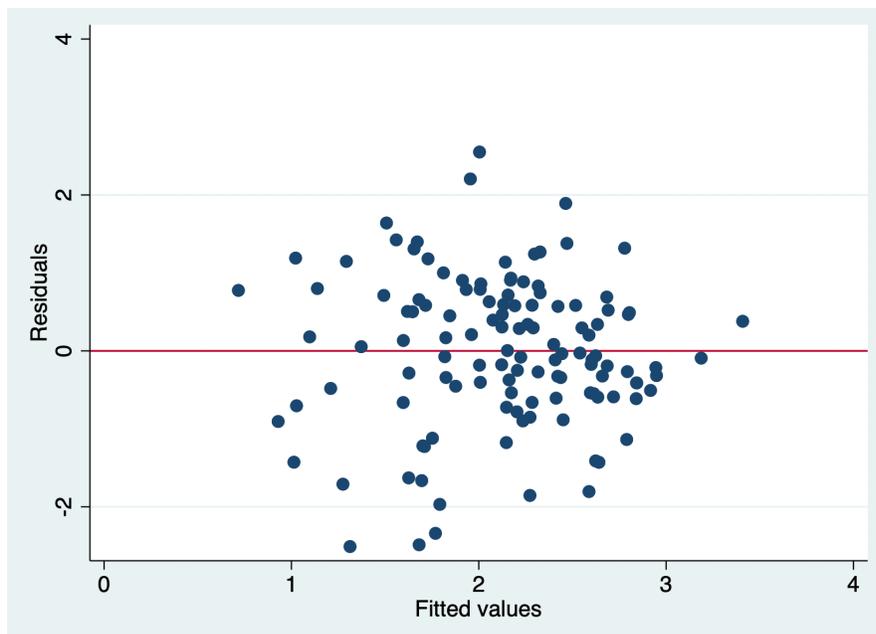
Posteriormente, se realizan pruebas de supuestos básicos a los modelos en diferencias para descartar la presencia de multicolinealidad, heterocedasticidad, normalidad en los datos y corroborar la exogeneidad del modelo. La prueba de multicolinealidad *estat vif* en STATA calcula los factores de inflación de la varianza (VIF) para las variables independientes del modelo. Si el VIF individual supera el valor de 10 en algunas de las variables independientes indicaría un valor no aceptable, por lo que se puede concluir que hay colinealidad entre los datos. No obstante, los resultados revelan que el VIF individual no es superior a 10 para ninguna de las variables del modelo, y presenta un VIF medio de 1.14.

Por otro lado, se aplicó la prueba de Breusch-Pagan demuestra que el modelo 2 expresando en la ecuación anterior (16) indica que hay heterocedasticidad, es decir, los errores estándar no son confiables, Prob > Chi2 es de 0.0022, menor al valor de 0.05, por tanto, rechazamos hipótesis nula de homocedasticidad o varianza constante de los errores. De esta forma, la prueba de Breusch-Pagan indican que la varianza de los errores cambia con las variables explicativas, lo que compromete la precisión del modelo, obtener resultados menos confiables, y genera estimadores menos eficientes por el método de OLS. La prueba de White, al igual que la prueba de Breusch-Pagan, indica la presencia de homocedasticidad, como resultado se obtiene una Prob>Chi2 de 0.0022, menor al valor crítico, p-valor < 0.05. Esto quiere decir, que existe presencia de heterocedasticidad como se puede constatar en ambas pruebas. En el gráfico de residuos *versus* valores ajustados se elabora post estimación al modelo de regresión de la ecuación 16 por lo que

se utiliza el comando *rvfplot* en STATA. En un modelo bien ajustado, no debería haber ningún patrón en los residuos graficados contra los valores ajustados, omitiendo valores atípicos en el gráfico, se observa que el modelo es consistente y lineal con la variable ROE logarítmica, por lo que se realiza una cuarta prueba para descartar heterocedasticidad como bien lo indica la prueba de Breusch-Pagan.

Gráfico 3

Gráfico de residuos versus valores ajustados modelo de regresión agrupado con ROE de variable endógena.



Fuente: elaboración propia con resultados de STATA.

El gráfico de residuos versus valores ajustados \hat{y}_i es útil para apreciar la tendencia en los residuos. Es deseable que los residuos aparezcan representados en una banda horizontal sin tendencias alrededor del cero (Aparicio et al., 2004). El gráfico 3 muestra heterocedasticidad. Dicho lo anterior, se realizó una segunda estimación del modelo incluyendo una variable dicotómica por cada empresa de estudio. Como se mencionó en el capítulo anterior, este procedimiento es un método también utilizado para corroborar la inexistencia de efectos observables invariantes en el tiempo, la cual consiste en descomponer el error en dos partes, considerando uno de ellos es fijo y constante.

Esta regresión en STATA consiste en la aplicación del operador factor-variable *ibn*, permite que todos los niveles e intergrupales de las variables empresariales sean incluidas en el modelo. Se realiza una prueba *post* estimatorio para conocer si el intercepto es igual para todas las variables explicativas del modelo. Esa prueba indica si es óptimo usar OLS o un modelo de panel GLS. La prueba indica una Prob > F menor a 0.05, por lo que se debe estimar el modelo de panel por GLS debido a que existe un efecto inobservable. Este procedimiento será especificado en el siguiente apartado. Por otro lado, se realiza una segunda estimación. En esta regresión se incluye la variable Q de Tobin como dependiente con la finalidad de conocer el impacto de la calificación ESG en el desempeño de mercado de las emisoras del MILA, por lo tanto, siguiendo el procedimiento realizado en la regresión anterior, se anexa en la siguiente tabla los resultados de regresión *pooled* a través de OLS, con variables en diferencias, y así constatar la presencia de un efecto inobservable en los datos observados, que implique realizar una regresión de por efectos fijos y aleatorios en GLS.

Tabla 18

Regresión agrupada (Pooled) por OLS con variables en diferencias utilizando el Q de Tobin logarítmica como variable dependiente.

	Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7	
	Coeff	Std.Err	Coeff	Std.Err	Coeff	Std.Err	Coeff	Std.Err
log d esg	0.1425***	0.0330	0.1264***	0.0315	0.2254***	0.0500	0.2194***	0.04907
log d precio	0.1555***	0.0338	0.1573***	0.0319				
s banks	-0.3805**	0.1632	-0.3582**	0.1544			-0.4869**	0.1974
t1719	0.2507**	0.1253	0.2498**	0.1184	0.3655**	0.1504	0.3714**	0.1472
s household			1.877***	0.4591				
d precio					0.0278***	0.0077	0.0306***	0.0076
log d emp					0.1257***	0.0434	0.1221***	0.0425
Intercepto	0.6160***	0.1000	0.619***	0.0946	-2.166***	0.3792	-2.061***	0.3735
Obs	137		137		120		120	
F	15.327		17.069		16.278		14.814	
R-sq	0.317		0.394		0.361		0.393	
R-sq aj	0.296		0.371		0.339		0.367	
aic	286.056		271.589		289.680		285.441	
bic	300.656		289.109		303.618		302.166	
rmse	0.675		0.638		0.792		0.775	

Fuente: elaboración propia en base a los resultados de STATA. Nota: significancia * p<.1; ** p<.05; *** p<.01.

En este sentido, se realizaron cuatro regresiones agrupadas, encontrando que el modelo 5 presenta una mejor bondad de ajuste. El criterio de información BIC y AIC resultó tener un valor

menor al resto, además, un menor error cuadrático medio (RMSE) de 0.638 respecto a los demás. En consecuencia, el coeficiente de determinación (R cuadrada) resulto mayor al resto, con un valor de 39.4%, un coeficiente ajustado de 37.13% y mejor estadístico F de 17.069. El estadístico F en regresión es una prueba estadística que se define como la relación entre la varianza explicada y la varianza no explicada.

En este sentido, en el modelo 5 las variables independientes son logaritmo de la puntuación ESG, logaritmo de precio de la acción, y se incluye tres variables ficticias: dos de acuerdo con el sector de procedencia que clasifica Dow Jones: *Household & Personal Products* ($Household_{it}$), y *Banks* ($Banks_{it}$), también una variable para el periodo de tres (2019_{it}). En este sentido, el modelo se especifica de la siguiente forma:

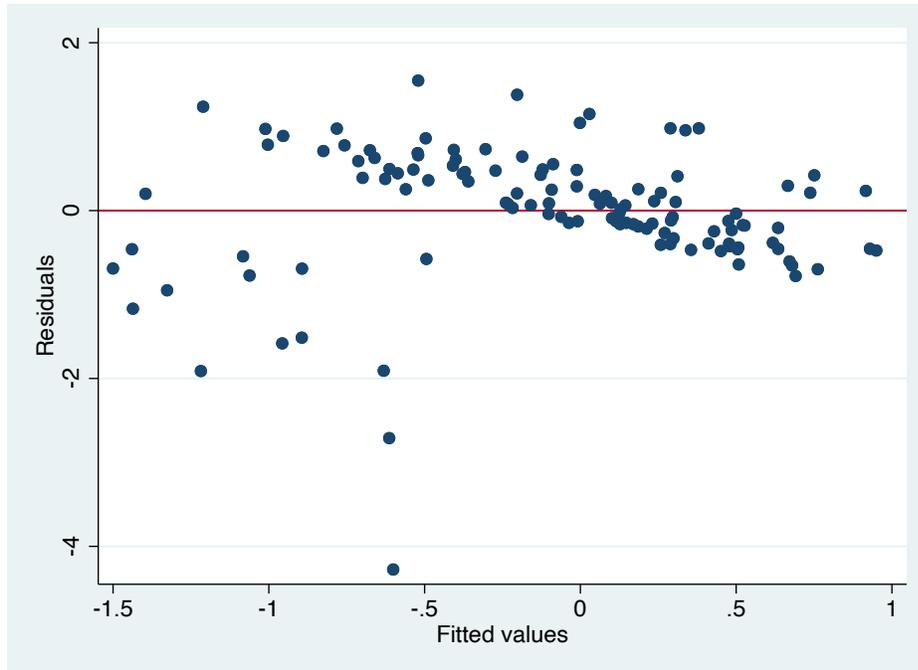
$$\begin{aligned}
 &Log(Q \text{ de Tobin }_{it}) \\
 &= \beta_0 + \beta_1 Log(ESG_{it}) + \beta_2 Log(Tamaño_{it}) + \beta_4 Ultimo Precio_{it} + \delta Household_{it} + \delta Banks_{it} \\
 &+ \theta 2019_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{17}$$

Además, el modelo cuenta con un intercepto β_0 significativo al 10% y β_n para cada una de las variables independientes, siendo significativas todas ellas al 10%, 5% y 1%. Cabe mencionar que previo a esta estimación se realizó las pruebas de supuestos básicos: presencia de multicolinealidad, heterocedasticidad, normalidad en los datos y corroborar la exogeneidad del modelo, no registrando evidencia de problemas en los supuestos básicos, a excepción de la homocedasticidad.

En este sentido, se realizó la prueba de Breusch–Pagan y de White los cuales indican una probabilidad de chi2 de 0.000 y 0.3570 respectivamente, lo que indica que en el primero se rechaza la hipótesis nula de varianza constante, por lo que se encuentra presencia de heterocedasticidad y la prueba de White indica que no se rechaza hipótesis nula de homocedasticidad en los datos. En la aplicación de estas pruebas o test se busca que exista homocedasticidad porque es uno de los supuestos de los estimadores de regresión. Se realiza un gráfico de residuos *versus* valor ajustado del modelo de regresión se elabora post estimación al modelo de regresión de la ecuación 17 por lo que se utiliza el comando *rvfplot* en STATA.

Gráfico 4

Gráfico de residuos versus valores ajustados modelo de regresión agrupado con Q de Tobin de variable dependiente.



Fuente: elaboración propia con resultados de STATA.

En este tipo de gráficos, se busca no encontrar una tendencia positiva, negativa o cíclica en los datos, sino más bien que los residuales se encuentren distribuidos alrededor de 0, es decir, sobre la recta color rojo. El gráfico permite constatar la heterocedasticidad en los datos. De la misma forma se realiza una regresión agrupada a partir de OLS incluyendo un intercepto por cada unidad de análisis, es decir, para cada una de las 54 empresas que conforman la base de datos. Esta prueba muestra los efectos fijos e indica que el intercepto no es igual para todas las variables explicativas del modelo. La prueba indica un $Prob > F$ menor a 0.05 lo que indica que se descarta coeficientes iguales a 0, existe un efecto inobservable que sugiere la aplicación de una técnica más robusta para corregir la heterocedasticidad. Como resultado las pruebas indican que existen efectos inobservables, invariantes en el tiempo por lo que se justifica la utilización de un modelo de regresión de panel de efectos fijos por GLS.

6.2.2 Modelo de efectos fijos y aleatorios

Retomando los resultados de la regresión agrupada o *pooled* a través del método de OLS, y considerando la presencia de heterocedasticidad en ambos modelos que utilizan el ROE y Q de Tobin como variables para el desempeño financiero (operativo y de mercado), en este apartado se realiza la regresión por datos panel para conocer los efectos entre las unidades de análisis y sobre las unidades de análisis y tiempos, es decir, efectos fijos y aleatorios.

Inicialmente se genera un *summarize* en el software STATA para conocer la estadística descriptiva de los datos en formato de panel, a través del comando *xtsum*. Este proporciona información resumida para las variables de interés considerando tanto las variaciones dentro de las unidades como entre las unidades a lo largo del tiempo. De esta forma, el *xtsum* muestra la media estadística de los datos y las desviaciones estándar global (*overall*), la desviación estándar entre las unidades de análisis o grupos (*between*) y la desviación estándar dentro o al interior de los grupos (*within*). Así mismo, agrega los valores máximos y mínimos por cada variable (ver anexo 2). Con ello, podemos observar si los datos muestran efectos fijos o aleatorios, ya que datos panel a través de OLS no permite precisar la diferencia entre estos efectos.

Así mismo, en el resumen estadístico en panel descrito en la tabla anterior se descompone la variable x_{it} en un *between* (\bar{x}_i) y *within* ($x_{it} - \bar{x}_i + \bar{\bar{x}}$, la media global $\bar{\bar{x}}$ se vuelve a sumar para que los resultados sean comparables). El *overall* y el *within* se calculan sobre N datos. El *between* se calcula sobre n observaciones, y *within* parte del número promedio periodos observados en los datos se muestra en el *T-bar*. Descritos los datos anteriores, se realizan dos tipos de regresión de efectos fijos, el primero utilizando la variable logarítmica de ROE y la segunda utilizando el logaritmo de Q de Tobin como variables dependientes. La finalidad es evaluar el efecto de la calificación ESG en el desempeño operativo y de mercado de las empresas del MILA. Además, se incluye la estimación del efecto moderador del gobierno corporativo entre la calificación ES y los resultados financieros.

6.2.2.1 Modelo de efectos fijos y aleatorios con ROE como variable dependiente

Los modelos de regresión de datos anidados formulan distintas hipótesis sobre el comportamiento de los residuos, siendo el modelo de efectos fijos el más básico y consistente. Este

modelo requiere menos suposiciones acerca de los residuos. En la tabla 19, se presentan los resultados de la regresión de datos panel por efectos fijos y aleatorios, utilizando como variable dependiente el ROE en su forma logarítmica. Comenzando por la regresión de efectos fijos se encuentra al modelo 3 con la mejor bondad de ajuste, debido a que cuenta con un menor error cuadrático medio (RMSE de 0.513), y considerando los criterios de información, también cuentan con un menor valor de criterio Akaike (AIC de 223.709) y Bayesiano (BIC de 246.290) en comparación al resto (ver tabla 20). Cabe detallar que los coeficientes de regresión resultan ser significativos al 1% para la variable logarítmica de precio, variable antigüedad y la variable binaria para el periodo t4 (2021). La ecuación del modelo se especifica de la siguiente forma:

$$\begin{aligned} \text{Log}(\text{ROE}_{it}) = & \beta_0 + \beta_1(\text{ES}_{it})^2 + \beta_2\text{Log}(\text{Precio}_{it}) + \beta_3\text{Log}(\text{Tamaño})_{it} + \beta_4\text{Antigüedad} + \delta_i\text{t4Gobierno}_i \\ & + \theta\text{2021}_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (18)$$

Así mismo, la calificación de gobierno en el periodo 2021 (t4gobierno) y el coeficiente del tamaño de la empresa medido a partir del activo total logran tener un nivel de significancia del 5%, siendo la puntuación ES cuadrática no significativa con un p-value<0.05. Después de probar el modelo por efectos fijos obtenemos lo siguiente, se observa que el coeficiente de determinación R cuadrado (medido por *Within*) es de 0.3320, es decir, las variables predictoras del modelo son capaz de predecir el comportamiento del ROE en un 33.20%, en un modelo de panel resulta ser moderadamente alto, inclusive este valor es superior al obtenido en la regresión *pooled* por OLS (22.6%).

Los resultados indican que la correlación entre las “x” y las “u” del error (Corr(u_i, xb)) es fuerte, de -0.9868. Hay evidencia de efectos inobservables relacionado con las xb y el error u_i, por lo que se justifica el uso de una regresión de panel por efectos fijos. Así mismo, aunque no se incluye en la descripción de la tabla, el estadístico *t student* nos indica que los coeficientes beta son significativos, con excepción de la variable explicativa Puntaje ES cuadrática, tiene un *t student* de -1.50. En este modelo se incluye la variable “t4gobierno” la cual es construida de la iteración entre el 2021 y el gobierno corporativo, cuenta con un *t student* de -2.39. Además, se anexa el periodo 2021 “t4”, la cual es significativa debido a que cuenta con la *t student* de 2.75.

Tabla 19*Análisis de regresión de panel efectos fijos (ROE logarítmica como variable dependiente)*

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4	
	Coeff	Std.Err	Coeff	Std.Err	Coeff	Std.Err	Coeff	Std.Err
e_s2	-0.0002**	0.0001	-0.0002**	0.0001	-0.0001	0.0001		
log_precio	0.7506***	0.1440	0.7676***	0.1371	0.8759***	0.1312	0.8619***	0.1375
log_tamaño	-0.6968**	0.3327	-0.6927**	0.3314	-0.7672**	0.3098	-1.276***	0.3917
antigüedad	0.1354**	0.0662	0.1136***	0.0374	0.0955***	0.0351	0.1080***	0.0355
t3	-0.0851	0.2129						
t4	0.0533	0.3341	0.1719	0.1527	0.5444***	0.1982	0.6542***	0.1990
t4gobierno					-0.0067**	0.0028		
t4esg							-0.012***	0.0037
Intercepto	-0.7145	4.2796	0.6192	2.6704	2.2679	2.5220	5.9243**	2.8882
Obs	187		187		186		194	
R-sq	0.277		0.276		0.332		0.310	
R-sq aj	-0.042		-0.035		0.034		0.014	
rmse	0.551		0.549		0.513		0.539	
aic	252.416		250.647		223.709		252.313	
bic	275.034		270.034		246.290		271.921	
R-sq overall	0.001		0.002		0.000		0.001	
R-sq between	0.001		0.001		0.000		0.000	
R-sq within	0.277		0.276		0.332		0.310	
chi2	0.00		0.00		0.00		0.00	
corr	-0.993		-0.990		-0.987		-0.989	

Fuente: elaboración propia en base a los resultados de STATA. Nota: * p<0.10; ** p<0.05; *** p<0.01

En este sentido, considerando los resultados de salida de los cuatro modelos se justifica la selección del modelo 3 para las siguientes pruebas, y analizar los efectos aleatorios en una segunda etapa. Los modelos de efectos aleatorios son un tipo de modelo estadístico que analizan datos que tienen múltiples niveles de variación o jerarquía. A diferencia de los modelos de efectos fijos, donde se asume que los efectos son constantes y no aleatorios, los modelos de efectos aleatorios consideran que los efectos varían y se distribuyen según una determinada distribución (usualmente una distribución normal).

De esta forma, se realiza una estimación considerando por efectos aleatorios considerando los modelos estimados en la regresión de panel por efectos fijos, para posteriormente realizar la prueba de Hausman. Cabe mencionar que los coeficientes de regresión no son significativos por efectos aleatorios, puesto que se encontró una $P > |z| > 0.05$ (con excepción de dos variables independientes), R cuadrada *Within* = 0.1783, R cuadrada *Between* = 0.000, y R cuadrada *Overall* = 0.010. Además, la prueba de Hausman para el modelo 3 encuentra una Chi cuadrada menor a 0.05 ($\text{Prob} > \chi^2 = 0.000 < 0.05$ se detecta efectos fijos). Hay grandes diferencias entre los coeficientes de efectos fijos y aleatorios, por lo que corrobora el caso de efectos fijos.

Si las diferencias fueran pequeñas utilizaríamos efectos aleatorios, pero en este caso nos indica que los efectos son fijos. Considerando los resultados de la prueba Hausman no es necesaria la introducción de nuevas variables. La estimación del modelo por efectos fijos con estimadores robustos y de clúster resultó no resultar estadísticamente significativo, por lo que es más consistente a través del modelo de efectos fijos por GLS, sin embargo, el coeficiente de regresión de la variable ES cuadrática resulta ser no significativa para el ROE.

6.2.2.2 Modelo de efectos fijos y aleatorios con Q de Tobin como variable dependiente

En esta estimación se busca analizar el efecto de la calificación ESG en el desempeño de mercado financiero, por lo que se utiliza como variable dependiente el logaritmo de Q de Tobin. Por tanto, se realizan cuatro regresiones por GLS con efectos fijos, encontrando los resultados de la tabla 20. En este sentido, el modelo 8 cuenta con una mejor bondad de ajuste a comparación del resto.

Tabla 20*Análisis de regresión de panel efectos fijos (Q de Tobin logarítmico como variable dependiente)*

	Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8	
	Coeff	Std.Err	Coeff	Std.Err	Coeff	Std.Err	Coeff	Std.Err
log_esg	0.2175*	0.1185	0.1091*	0.0629	0.2476**	0.1152		
log_social							0.04263*	0.0235
gobierno							-0.0024*	0.0014
ultimo_precio	0.0369***	0.0044	0.0181***	0.0024	0.0382***	0.0043		
log_precio							0.3681***	0.0220
antigüedad	-0.042***	0.0107	-0.019***	0.0064	-0.0247**	0.0118		
log_tamaño			-0.208***	0.0765	-0.450***	0.1401	-0.382***	0.0446
t4							0.0334*	0.0184
Intercepto	3.4424***	0.5434	3.0803***	0.5667	6.3159***	1.0381	3.4249***	0.3947
Obs	200		200		200		195	
F	28.149		23.249		25.066		73.352	
R-sq	0.371		0.396		0.414		0.727	
R-sq aj	0.125		0.153		0.179		0.616	
rmse	0.242		0.128		0.234		0.090	
aic	-59.768		-313.919		-71.795		-441.215	
bic	-46.575		-297.428		-55.303		-421.577	
R-sq overall	0.004		0.030		0.074		0.206	
R-sq between	0.002		0.020		0.053		0.183	
R-sq within	0.371		0.396		0.414		0.727	
chi2	0.00		0.00		0.00		0.00	
corr	-0.933		-0.912		-0.850		-0.844	

Fuente: elaboración propia en base a los resultados de STATA. Nota: * p<0.10; ** p<0.05; *** p<0.01.

En este modelo se incluyen como variables independientes el logaritmo de la puntuación o calificación del aspecto social en logaritmo, la calificación del gobierno corporativo, el último precio de la acción en logaritmo. Así mismo, se incluye como variable control el tamaño de la empresas medido a partir del activo total de la empresa (variable logarítmica), y el periodo 2021.

$$\begin{aligned} \text{Log}(QTobin_{it}) = & \beta_0 + \beta_1 \text{Log}(\text{Social}_{it}) + \beta_2 \text{Gobierno}_{it} + \beta_3 \text{Log}(\text{Precio}_{it}) + \beta_4 \text{Log}(\text{Tamaño})_{it} \\ & + \theta 2021_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (19)$$

En el modelo anterior se encontró un R cuadrado *within* de 0.727, *between* de 0.183 y *overall* de 0.206. Considerando que el *within* mide el comportamiento de la variable dependiente explicada por las variaciones dentro de cada individuo (54 empresas) o grupo (las observaciones de cada empresa en los cuatro periodos de tiempo de estudio) a lo largo del tiempo, un valor de 0.727 indica que el 72.7% de la variabilidad dentro de cada individuo/grupo es explicada por el modelo, por lo que tiene una capacidad predictiva fuerte entre las diferencias temporales de los mismos. Por otro lado, el R cuadrado *between* mide cuanta de la variabilidad entre los distintos individuos o grupos es explicada por el modelo, es decir, mide las diferencias entre las empresas durante todo el periodo de estudio.

Un valor de 0.183 indica que 18.3% de la diferencias entre los individuos/grupos es explicada por el modelo, lo cual sugiere que el modelo no está capturando muy bien las diferencias entre estos grupos. Así mismo, el R cuadrado *overall* es una medida global que combina tanto las variaciones dentro, como entre los individuos/grupos. Un valor *overall* de 0.206 significa que el 20.6% de la variabilidad total de la variable dependiente es explicada por el modelo. Como resumen, el modelo tiene un mejor ajuste para explicar las variaciones temporales dentro de los individuos/grupos (*within*) que las variaciones entre ellos (*between*).

Aunado a lo anterior, se realizó una segunda estimación del modelo 8, descrito en la ecuación 19, pero a través de efectos aleatorios. Esta estimación mostro ser menos consistente a comparación del modelo de efectos fijos; los coeficientes de regresión β no son significativos para $\text{Log}(\text{Social}_{it})$ ($p > |z| = 0.330, z = 0.97$), y Gobierno_{it} ($p > |z| = 0.563, z = -0.58$). De esta forma, realizando la prueba de Hausman los resultados indican que efecto es más pertinente en la regresión de datos panel por efectos fijos que por aleatorios. Como indica la hipótesis nula de la prueba de Hausman, la diferencia de coeficientes no sistemática, la $\text{Prob} > \text{chi}2 < 0.05$, el valor encontrado

es la prueba es de 0.000 lo que indica que se debe utilizar un modelo de efectos fijos. En la prueba de Hausman sobre el modelo de ROE se encontró una probabilidad de Chi2 de $0.000 < 0.05$ por lo que, considerando la hipótesis nula de la prueba, se detectan efectos fijos. La presencia de efectos fijos evidencia la existencia de efectos inobservables que explican la variabilidad Q de Tobin.

6.3 Efecto moderador del gobierno corporativo

Cuando la relación entre dos variables se ve condicionada por los niveles de una tercera variable, esta se define como variable moderadora. En base a la revisión de literatura teórica y empírica se pudo constatar que el gobierno corporativo es una variable capaz de moderar la relación entre la sostenibilidad corporativa y desempeño financiero (Nguyen et al., 2021; Xie et al., 2019; Zhao et al., 2023); en capítulo 3 se discute ampliamente este planteamiento.

Por tanto, se analiza el efecto entre la variable independiente ES y los resultados financieros medido a partir del retorno del capital (ROE) y Q de Tobin en las emisoras del MILA. Este hecho es interesante de analizar debido a que existen registros empíricos en algunos de los países del MILA que demuestran que el gobierno impacta positivamente en el desempeño financiero, por ejemplo, en Correa et al. (2020), no obstante, la evolución de los principios corporativos para la gobernanza no es igual en todos los casos, algunos países presentan mejores emprendimientos en la materia. En este caso al analizar el caso del efecto moderador del gobierno corporativo en la sostenibilidad y desempeño financiero las empresas sostenibles del MILA.

Cabe mencionar que los aspectos ambientales y sociales (ES) son evaluados por la metodología de Bloomberg para calificar a la sostenibilidad de diferentes corporaciones de la industria en el mercado accionario, en esta medición se excluye la dimensión del gobierno corporativo, valorando únicamente criterios relacionados con el cuidado del medioambiente y de responsabilidad social que los *stakeholders* valoran en sus decisiones de inversión. Esta medición es retomada en la regresión de panel por efectos fijos descritos en la tabla 21, donde se examina el efecto moderador de la variable gobierno (G).

En este sentido, la regresión de efectos fijos se realiza considerando la variable logarítmica ROE para analizar la relación de las variables independientes con el desempeño financiero a partir de dos modelos, pero también se analizó el efecto moderador del gobierno entre la calificación

individual medioambiental (E), y social (S), rescatando la moderación con esta última variable en el modelo 2.

Tabla 21

Análisis de regresión de panel efectos fijos (ROE como variable dependiente y gobierno corporativo como variable moderadora)

	Modelo 1		Modelo 2	
	Coeff	Std.Err	Coeff	Std.Err
es	0.0804	0.0566		
log_gobierno	0.8143	0.5779	0.7196	0.2132
c.e s#c.log_gobierno	-0.0225*	0.0135		
log_precio	0.7689***	0.1307	0.7458***	0.1292
log_tamaño	-0.8397***	0.3125	-0.7716**	0.3055
antigüedad	0.1238***	0.0296	0.1302***	0.0287
log_social			0.2082	0.2132
c.log_social#c.log_gobierno			-0.1844**	0.0799
Intercepto	-1.1723	2.4939	-0.9235	2.4359
Obs	186		190	
Rs-sq	0.303		0.301	
Rs-sq aj	-0.007		-0.000	
rmse	0.523		0.519	
aic	231.509		234.460	
bic	254.089		257.189	
R-sq overall	0.001		0.000	
R-sq between	0.002		0.000	
R-sq within	0.303		0.301	
corr	-0.992		-0.992	

Fuente: elaboración propia en base a los resultados de STATA. Nota: * p<0.10; ** p<0.05; *** p<0.01.

Sobre la regresiones de panel por efectos fijos se encontró significativo el efecto moderador del gobierno en la relación ES y ROE, pero también en la relación de la calificación social (S) y ROE en el modelo 2. No obstante, la bondad de ajuste del modelo 1 es mejor respecto al segundo, cuenta con un menor criterio AIC de 231.509 y BIC de 254.089. Aunque el valor RMSE es superior que el modelo 2, se encontró que el R cuadrada *within* mayor, con un valor de 0.303. Así mismo, los coeficientes de regresión son significativos en cuanto al efecto de moderación, su nivel de significancia es del 10%. El logaritmo de precio de la acción, logaritmo del tamaño del activo, y antigüedad son estadísticamente significativas al 1%. El modelo se especifica en la siguiente forma:

$$\begin{aligned} \text{Log}(ROE_{it}) = & \beta_0 + \beta_1(ES_{it}) + \beta_2\text{Log}(\text{Gobierno}_{it}) + \beta_3ES_{it} * \text{Log}(\text{Gobierno}_{it}) + \beta_4\text{Log}(\text{Precio})_{it} \quad (20) \\ & + \beta_5\text{Log}(\text{Tamaño})_{it} + \beta_6\text{Antigüedad} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Por otro lado, revisando el modelo por efectos aleatorios los resultados indican no tener coeficientes β_n no son significativos con el criterios de $p > |z| < 0.05$, presenta un R cuadrada *within* de 0.1497, *between* de 0.0251 y *overall* de 0.134. La prueba Hausman indica una $\text{prob} > \text{chi}^2 = 0.000$, resultado inferir al valor critico de 0.05, por lo que se rechaza la hipótesis nula de que las estimaciones de los coeficientes obtenidos bajo efectos aleatorios son consistentes. En este sentido, se comprueba que la utilización de efectos fijos es más consistente que los efectos aleatorios. Esto quiere decir que, se asumen características no observables relacionadas con cada empresa que perturban la variable dependiente y no cambian con el tiempo. Así mismo, estos resultados suponen la correlación entre las variables independientes del modelo con los efectos no observables. Estos resultados serán discutidos en el apartado siguiente.

Finalmente, se explora el efecto moderador del gobierno corporativo en la relación de los criterios ES y Q de Tobin, con la finalidad de conocer su impacto en el desempeño de mercado. En este sentido, en la siguiente tabla se muestran los resultados de tres regresiones, siendo el modelo 5 el más significativo en cuanto a lo que revelan los criterios de información AIC y BIC. También los coeficientes de regresión resultan ser todos significativos al 5% y 1%.

Así mismo, la R cuadrada *within* tiene un valor de 0.744, *between* un valor de 0.194 y *overall* de 0.214. Esto quiere decir que las variables explicativas del modelo predicen en 74.4% la variabilidad de variable Q de Tobin, hecho que resulta ser significativo ya que indica un nivel de predicción fuerte. En otras palabras, considerando que el *within* mide el comportamiento de la variable dependiente explicada por las variaciones dentro de cada individuo (54 empresas) o grupo (las observaciones de cada empresa en los cuatro periodos de tiempo de estudio) a lo largo del tiempo, un valor de 0.727 indica que el 74.4% de las variabilidad dentro de cada individuo/grupo es explicada por el modelo, por lo que tiene una capacidad predictiva fuerte entre las diferencias temporales de los mismos.

Tabla 22

Análisis de regresión de panel efectos fijos (Q de Tobin logarítmica como variable dependiente y gobierno corporativo como variable moderadora)

	Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5	
	Coeff	Std.Err	Coeff	Std.Err	Coeff	Std.Err
ambiental	-0.000199	0.0010				
log_social	0.08013***	0.0284	0.0883***	0.0274		
gobierno	0.0060*	0.0036	0.0063**	0.0032		
c.log_social#	-0.0021**	0.0009	-0.0022***	0.0008		
c.gobierno						
log_precio	0.3751***	0.0219	0.3748***	0.0215	0.3672***	0.0221
log_tamaño	-0.3773***	0.0444	-0.3708***	0.0435	-0.3724***	0.0452
t4	0.0385**	0.0182	0.0393**	0.0180	0.0397**	0.0191
e_s					0.0160*	0.0094
log_gobierno					0.0358	0.0918
c.e_s#					-0.0042*	0.0918
c.log_gobierno						
Intercepto	3.2378***	0.4063	3.1482***	0.3946	3.2615***	0.4451
Obs	191		195		191	
F	56.423		66.189		62.143	
R-sq	0.750		0.744		0.737	
R-sq aj	0.639		0.637		0.624	
rmse	0.088		0.087		0.090	
aic	-441.270		-451.663		-434.023	
bic	-415.252		-428.752		-411.257	
R-sq overall	0.209		0.214		0.203	
R-sq between	0.195		0.194		0.187	
R-sq within	0.750		0.744		0.737	
corr	-0.851		-0.846		-0.846	

Fuente: elaboración propia en base a los resultados de STATA. Nota: * p<0.10; ** p<0.05; *** p<0.01.

Por otro lado, el R cuadrado *between* mide cuanta de la variabilidad entre los distintos individuos o grupos es explicada por el modelo, es decir, mide las diferencias entre las empresas durante todo el periodo de estudio. Un valor de 0.183 indica que 18.3% de la diferencias entre los individuos/grupos es explicada por el modelo, lo cual sugiere que el modelo no está capturando muy bien las diferencias entre estos grupos. Por su parte, el R cuadrado *overall* es una medida global que combina tanto las variaciones dentro, como entre los individuos-grupos. Un valor *overall* de 0.206 significa que el 20.6% de la variabilidad total de la variable dependiente es explicada por el modelo. Como resumen, el modelo tiene un mejor ajuste para explicar las

variaciones temporales dentro de los individuos/grupos (*within*) que las variaciones entre ellos (*between*). Por otro lado, el RMSE resulta ser menor en comparación a los otros dos modelos, y un estadístico F superior de 66.189. Tomando en cuenta lo anterior, el modelo se describe de la siguiente manera:

$$\begin{aligned} \text{Log}(Q \text{ de Tobin}_{it}) & \hspace{15em} (21) \\ & = \beta_0 + \beta_1 \text{Log}(\text{social}_{it}) + \beta_2 \text{Gobierno}_{it} + \beta_3 \text{Log}(\text{social}_{it}) * \text{Gobierno}_{it} + \beta_4 \text{Log}(\text{Precio})_{it} \\ & \quad + \beta_5 \text{Log}(\text{Tamaño})_{it} + \theta 2021_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

En este modelo de regresión las variables independientes del modelo es la calificación social (variable logarítmica) (0.0883), calificación del gobierno corporativo (0.0063), precio de la acción (variable logarítmica) (0.3748), tamaño de la empresa (logaritmo de activo total) (-0.3708), y una variable binaria para el periodo 2021 (0.0393). Así mismo, este modelo incluye la interacción entre el logaritmo de la calificación social y el gobierno corporativo, para determinar el efecto moderador de este último, encontrando un $\beta_3 = -0.0022$, valor que es significativo al nivel de 1%.

Tomando como referencias el modelo anterior, se realiza la regresión de panel por efectos aleatorios. Los resultados encontrados demuestran no ser significativos en cuanto a la mayoría de los coeficientes de regresión, tienen una $p > |z| > 0.05$, superior al valor crítico, con excepción del logaritmo del precio de acción, tamaño de la empresa y el intercepto. La $Prob > chi2$ es menor de 0.05. El R cuadrada *Within* es de 0.7052, *between* 0.1813 y *overall* de 0.1987. Los resultado de la prueba de Hausman muestran una $chi2$ de 328.90 y una $prob > chi2$ es de 0.000, por lo que se encontró evidencia para rechazar la hipótesis nula de la prueba que supone la existencia de efectos aleatorios, siendo el fijo el más consistente.

6.4 Discusión de los resultados

Este capítulo se desarrolló en tres etapas, la primera consistió en la regresión agrupada o *pooled* a partir del método de mínimos cuadrados ordinarios (OLS), segundo, se realizaron dos regresiones de panel mediante el método de mínimos cuadrados generalizados (GLS): por efectos fijos y aleatorios. Para todas las estimaciones se corrieron dos modelos que utilizan como variables dependientes dos métricas financieras: el retorno de capital (ROE) y Q de Tobin, las cuales fueron utilizadas para conocer el desempeño financiero de las empresas desde el aspecto operativo y de mercado, de esta forma se permite conocer si no se rechaza o se refuta la hipótesis de investigación.

Tercero, en una segunda estimación se evalúa el efecto moderador del gobierno corporativo en la relación entre la sostenibilidad corporativa y el desempeño financiero con la finalidad de atender la hipótesis 2 de esta investigación.

La regresión agrupada puso de manifiesto la necesidad de realizar un análisis de panel mediante efectos fijos y aleatorios, lo que permitió comparar los resultados a partir del método GLS, descartando así cualquier efecto inobservable constante en el tiempo que pudiera distorsionar los resultados de la variable dependiente. Los resultados de la regresión de panel, tanto en el modelo de efectos fijos como en el de efectos aleatorios, aportan información valiosa sobre los factores que influyen en el desempeño financiero de las empresas del MILA. La selección del modelo de efectos fijos se respalda en los resultados de la prueba de Hausman, que sugiere consistencia en los efectos fijos para el ROE, además de la alta correlación entre los errores inobservables y las variables explicativas ($\text{Corr}(u_i, xb) = -0.9868$). Esto indica la presencia de efectos no observables correlacionados con las variables independientes. En resumen, el modelo de efectos fijos resulta ser el más adecuado para este análisis, lo que resalta la importancia de las características no observables en la determinación del ROE de las empresas, y subraya el papel del gobierno corporativo en el desempeño financiero durante el 2021.

Cabe mencionar que la variable ES cuadrática resultó ser no significativa en este último modelo, y negativa con el ROE, hecho contrario a lo descrito en capítulos anteriores que argumentan teórica y empíricamente los beneficios financieros de mejores prácticas corporativas en el ámbito ambiental y social. Así mismo, el gobierno corporativo en el 2021 resultó tener un efecto significativamente negativo al nivel de 5%, también contrario a lo supuesto en la hipótesis 1 que menciona el impacto es positivo y significativo de la calificación ESG en el desempeño financiero, no obstante, este periodo registra los efectos de la pandemia COVID-19. Por ende, desde una perspectiva de desempeño operativo no existe evidencia para aceptar la hipótesis planteada al comienzo de esta investigación desde el aspecto meramente operativo.

Por otro lado, como se ha mencionado a lo largo de este capítulo, también es de interés para la investigación conocer el efecto de las variables independientes en el desempeño financiero desde la perspectiva de mercado, por lo que se realiza una segunda regresión de panel incluyendo la variable Q de Tobin como dependiente en el modelo. Los resultados obtenidos demuestran que la

calificación social, y de gobierno corporativo impactan significativamente en la Q de Tobin, no obstante, para el primer caso esta relación es positiva y para el segundo caso, negativa.

Al igual que los resultados obtenidos con el ROE, la regresión de Q de Tobin muestra que la calificación del gobierno corporativo impacta negativamente en la variable dependiente, y esta relación es estadísticamente significativa al nivel del 10%. En cuanto a la puntuación social, se registra un impacto positivo en la Q de Tobin con un nivel de significancia también del 10%.

Por otro lado, en este modelo se incluye el precio de la acción el cual impacta significativa y positivamente la Q de Tobin con este nivel de significancia 1%. De la misma forma, en el caso del tamaño de la empresa medido a partir de su activo total resulta ser estadísticamente significativo al 1% con un efecto negativo.

Siguiendo con lo anterior, algunas variables independientes del modelo están expresadas en logaritmo por lo que corresponde a una relación de modelo *log-log* y la interpretación corresponde a las elasticidades. En este sentido, el modelo demuestra que un incremento en 1% del precio de la acción hace crecer 0.3681% la Q de Tobin en las empresas del MILA. Por otro lado, un coeficiente de 0.04263 indica que una mejora del 1% en la calificación social se traduce en un incremento del 0.4263% en la Q de Tobin, lo que implica que el mercado valora positivamente una mejor calificación social, aunque con un efecto moderado.

Cabe recordar que la Q de Tobin es una métrica útil para conocer si la empresa se encuentra infravalorada o sobrevalorada, por lo que el modelo nos explica que un valor superior a 1, el mercado valora la empresa por encima del valor de sus activos físicos o de reemplazo. Esto sugiere que los inversionistas esperan ventajas competitivas que incrementen su rentabilidad en el futuro.

De esta forma, se registró evidencia que demuestra que la calificación social impacta positivamente en la Q de Tobin, el gobierno corporativo impacta de forma negativa y no hay evidencia para el caso del aspecto ambiental el cual no fue incluido en estas estimaciones de regresión porque no fue significativo. En suma, los resultados encontrados en las regresiones demuestran que se rechaza la hipótesis de investigación que plantea lo siguiente: “*H1: la sostenibilidad corporativa, medida a través de la calificación medioambiental, social, y de*

gobierno corporativo (ESG), tiene un efecto positivo y significativo en el desempeño financiero de las emisoras sostenibles del MILA”.

Tabla 23

Relación de las hipótesis de investigación

Hipótesis	Resultados
H1: La sostenibilidad corporativa, medida a través de la calificación medioambiental, social, y de gobierno corporativo (ESG), tiene un efecto positivo y significativo en el desempeño financiero de las emisoras sostenibles del MILA.	Se rechaza
H2: El gobierno corporativo (G) modera la relación entre el aspecto ambiental-social (ES) y el desempeño financiero de las emisoras sostenibles del MILA.	No se rechaza

Fuente: elaboración propia.

Por otro lado, también se evalúa el efecto moderador de la variable gobierno siendo esta una relación negativa y significativa al 10% entre la calificación ES y el ROE. Esto quiere decir que la interacción entre el gobierno corporativo y la calificación ES está disminuyendo el impacto positivo de la sostenibilidad sobre el ROE. En otras palabras, a medida que el gobierno corporativo interviene como moderador, la relación entre la sostenibilidad (ES) y el rendimiento financiero (ROE) se vuelve menos favorecido.

Contrastando los resultados del efecto de moderación del gobierno con los obtenidos en las estimaciones anteriores se destaca que una inadecuada gestión del gobierno corporativo de las empresas del MILA sobre estrategias de sostenibilidad está debilitando los beneficios financieros que puede conllevar la sostenibilidad corporativa, desde la perspectiva ambiental y social, se ha reconocido en la literatura la importancia estratégica de gestionar el cuidado del medio ambiente y a la par, generar beneficios sociales, no obstante, el gobierno en el contexto latinoamericano impacta negativamente en su relación con la rentabilidad de las emisoras sostenibles, aun manteniendo una alta calificación por las empresas evaluadoras de riesgo como Bloomberg.

Sin embargo, esta implicación es atribuida a la rentabilidad de las empresas para generar ingresos a partir de los invertidos por los accionistas de la empresa. Esta capacidad de generar riqueza se ve frenada por la cuestión de la gobernanza, que podría explicarse que, aunque reciba una calificación alta, sí está no crece en la misma proporción que los otros criterios (ambiental y social) impactará negativamente en el retorno del capital.

Así mismo, en el caso del efecto moderador del gobierno en la relación de la puntuación social y el Q de Tobin, se encuentra que este efecto es negativo y estadísticamente significativo al 1%, por lo que se demuestra que, en el caso del desempeño financiero de mercado, el gobierno corporativo sí modera esta relación entre los aspectos sociales y el Q de Tobin. No obstante, como se plantea en la hipótesis 2: “*H2: El gobierno corporativo (G) modera la relación entre el aspecto ambiental-social (ES) y el desempeño financiero de las emisoras sostenibles del MILA*”, solo se encontró evidencia en el caso del desempeño financiero operativo, y en el de mercado se suscita considerando la inclusión del aspecto social. En conclusión, la hipótesis de investigación 2 no se encontró evidencia para rechazarla (ver tabla 23).

En cuanto al efecto inobservable invariante en el tiempo que se identifica en todos los modelos de regresión de efectos fijos que se realizaron, este puede ser identificado en la literatura de diferentes formas, inicialmente se atribuye a los marcos institucionales que acompañan la divulgación ESG. La pluralidad de metodologías y procedimientos de divulgación constituyen ser un valioso esfuerzo para comunicar sobre objetivos de sostenibilidad de las empresas a los stakeholders, no obstante, estos criterios no han logrado unificar incrementos significativos para la rentabilidad de las organizaciones, en esta tarea otros factores resultan ser más importantes. La administración del producto, la prevención de la contaminación y la innovación son algunos elementos importantes para crear valor para las empresas con sus propios fondos, pero estos esfuerzos no son transferidos a su calificación en el mercado accionario, ni reconocidos por ello.

El contexto internacional puede ser otro elemento que tomar en cuenta. La pandemia COVID-19 conllevó una recesión económica de tal envergadura que frenó y desaceleró las inversiones, las ventas, y por lo tanto, los ingresos de las empresas, este hecho retó a las competencias de las corporaciones para subsistir, y obtener márgenes de beneficio aceptables sin comprometer la visión de sostenibilidad de su negocio. Por otro lado, el contexto cultural a menudo se pasa por alto en el análisis de la gobernanza en el que operan las empresas. Las normas culturales tienen un

impacto directo en las decisiones y prácticas corporativas, influyendo tanto en el estilo de liderazgo como en la interacción de la empresa con sus *stakeholders*. Las normas culturales pueden modificar la forma en que las políticas de gobierno corporativo son interpretadas y aplicadas en diferentes regiones y países. En el caso de las empresas del MILA, este efecto puede estar explicado por la poca transparencia en la toma de decisiones del consejo de administración, composición de la junta, falta de principios o lineamientos estandarizados para buenas prácticas de gobierno, entre otros.

En conclusión, los hallazgos encontrados en este estudio indican que la sostenibilidad corporativa, medida a través de las calificaciones ESG global, no tiene una respuesta favorable en el desempeño financiero de las empresas del MILA desde una perspectiva operativa. La regresión de panel por efectos fijos revela que el gobierno corporativo impacta negativamente tanto el ROE como el Q de Tobin, mientras que la calificación social tiene un efecto positivo moderado en esta última. Esto revela que el mercado apremia más las prácticas a favor del aspecto social de las empresas que las medioambientales. Además, se observa que el gobierno corporativo actúa como un moderador que debilita el impacto positivo de la sostenibilidad sobre el desempeño financiero, lo que sugiere una gestión inadecuada en las empresas del MILA en cuanto a sus estrategias de sostenibilidad. Estos hallazgos, sumados al contexto de la pandemia y los marcos institucionales ineficaces, subrayan la complejidad del impacto de la sostenibilidad en la rentabilidad financiera, en particular en América Latina donde los factores culturales y de gobernanza juegan un rol crucial.

Capítulo 7. Conclusiones, limitaciones y futuras líneas de investigación

Capítulo 7. Conclusiones, limitaciones y futuras líneas de investigación

Los criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) son un indicador clave y relevante para conocer del desempeño de la sostenibilidad de las empresas. No obstante, persisten desafíos significativos en la estandarización de las metodologías de medición y en la consistencia de los resultados entre diferentes regiones y sectores. Aunque los índices ESG han impulsado la transparencia y responsabilidad social corporativa, su impacto no es positivo de forma unánime, particularmente en mercados emergentes este resultado difiere.

Los aspectos ESG han mostrado una creciente exposición en la literatura de las finanzas y finanzas sustentables por lo que se explora con inquietud sus efectos en los diferentes tipos de mercados, sectores e industrias. Como se expuso a lo largo del documento, la evidencia de la revisión de artículos científicos centra su interés sobre lo que sucede en las bolsas de valores más grandes del mundo, con particular atención en lo que sucede en los países anglosajones u occidentales, siendo poco explorado en el mercado de capitales de economías emergentes y subdesarrolladas. Este vacío en la literatura justificó la necesidad de estudios adicionales, especialmente en la región del MILA, para comprender mejor la relación entre sostenibilidad, gobierno corporativo y desempeño financiero, por tanto, el desarrollo de esta investigación.

En este contexto, se hace evidente la necesidad de un enfoque que no solo analice el desempeño financiero de las empresas desde una perspectiva tradicional, sino que también considere cómo la sostenibilidad se entrelaza con las dinámicas del mercado y la gestión de recursos estratégicos. En esta tarea, la teoría de la empresa basada en los recursos (NRBV) y la teoría de los *stakeholders* son enfoques fundamentales en la gestión estratégica y revisados en la presente investigación. Aunque surgen de perspectivas diferentes, se relacionan por diferentes aspectos importantes que se denotaron en el capítulo 2 y vale la pena volver a esclarecer. La NRBV dota como base la identificación y desarrollo de recursos valiosos, mientras que la teoría de los *stakeholders* ofrece una guía para gestionar las relaciones con diversos grupos que pueden influir en la creación y sostenimiento de esos recursos. Integrar ambas teorías permite a las empresas desarrollar estrategias más robustas y sostenibles, particularmente si estas se tratar de empresas que realizan oferta pública y se encuentran al escrutinio público.

Por tanto, los puntos de coincidencia de ambas posturas teóricas se centran en los compromisos ambientales materiales, particularmente los ocasionados por estrategias sostenibles que al interior de las corporaciones conducen a ventajas competitivas sostenibles en el mercado. La diferenciación entre los productos y la innovación pueden ser identificados como aspectos clave, pero no medulares en esta tarea de la creación de valor de largo plazo sino se piensa en los elementos que plantea Hart en su teoría NRBV.

Para ampliar, la obtención de ventajas competitivas desde la sostenibilidad consiste en proporcionar un marco de valor estratégico a las organizaciones para enfrentar escenarios complejos y de incertidumbre relacionados con el medioambiente, la sociedad y en entorno macroeconómico global, no obstante, desde la perspectiva tradicional de las estrategias un mejor posicionamiento en el mercado puede ser obtenido a partir de las dos vías que plantea Michael Porter.

Estos aspectos básicos son perseguidos por las empresas que buscan ventajas competitivas, no obstante, como bien hace saber Stuart Hart, para asegurar que el valor de la empresa sea sostenible y perdurable debe enmarcarse en cuatro estrategias clave. Aumentar los beneficios y reducción del riesgo mediante la prevención de la contaminación. Mejora en la reputación y legitimidad mediante la administración de producto. Acelerar la innovación y el reposicionamiento a partir de la implementación de tecnologías limpias y disruptivas. Cristalizar el camino y trayectoria de crecimiento de la empresa mediante una visión sostenible.

La ruta que traza Hart enuncia un escenario complejo para las grandes corporaciones latinoamericanas que cotizan en bolsa, en los últimos años han desempeñado arduamente un conjunto de estrategias y prácticas a favor del desarrollo sostenible en sus tres dimensiones, no obstante, estos esfuerzos no son apremiados por el mercado. Como se pudo constatar en la revisión de literatura, en el contexto Latinoamericano son pocas las investigaciones que abordan el problema desde la perspectiva organizacional y las que existen en la actualidad, particularmente se ha centrado en examinar el caso de las grandes corporaciones que cotizan en las bolsas de valores de cada país. Esta investigación analizó la relación entre estas variables de estudio y contribuye a reducir la brecha en la literatura de los criterios ESG y la rentabilidad de las empresas emisoras en mercados emergentes como el caso del Mercado Integrado Latinoamericano.

El objetivo de la investigación fue determinar el efecto de los criterios ESG en el desempeño financiero de las empresas sostenibles del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), por lo que se concluye, de acuerdo con los resultados del modelo de regresión de panel de efectos fijos, la calificación global ESG no demuestra tener un efecto significativo con el desempeño financiero medido a partir del ROE, pero sí es significativo a partir de la calificación individual, destacando un efecto positivo del aspectos social y negativo para la cuestión del gobierno en los resultados del desempeño de mercado medido por el Q de Tobin.

Cabe destacar que la relación entre la puntuación de gobierno corporativo y el desempeño financiero es negativa para el caso de las corporaciones del MILA. Esto puede estar explicado por la falta de apreciación en el mercado por las acciones tomadas por el gobierno y el consejo de administración. Regularmente esta región es caracterizada por altos niveles de corrupción, no hay transparencia, ni rendición de cuentas, condiciones que acrecientan la desaprobación de los *stakeholders*, no obstante, este hallazgo es contrario a lo encontrado en exploraciones por país como el caso de Correa et al. (2020) en Colombia, Meneses et al. (2021) en Brasil, y Hernández & Correa (2018) en Colombia y Chile.

En las estimaciones realizadas por esta investigación, el uso de un modelo de efectos fijos permitió identificar que existen factores no observables, invariables en el tiempo, que afectan de manera persistente y significativa el desempeño financiero de las empresas. Estos efectos fijos sugieren que características inherentes a las empresas, como los marcos institucionales y el contexto cultural en el que operan, influyen en la relación entre la sostenibilidad corporativa y el desempeño financiero. La alta correlación entre los errores inobservables y las variables explicativas refuerza la idea de que dichos factores tienen un impacto relevante y deben ser considerados al analizar la rentabilidad y las prácticas de sostenibilidad.

Como principal limitación de la investigación se identifica la disponibilidad de información financiera histórica para empresas del Mercado Integrado Latinoamericano debido a que la medición ESG únicamente es realizada en la terminal Bloomberg de forma anual, por lo que valdría la pena proponer nuevos métodos de medición de las empresas para conocer la sostenibilidad corporativa en estudios de caso. Como ya se mencionó, la metodología ESG en un avance significativo en la materia, por lo que se ha consolidado como un indicador significativo para

valorar el desempeño sostenible de las emisoras y valdría la pena ser examinado en empresas de menor tamaño o en empresas del sector público.

Finalmente, la bidireccionalidad en los registros empíricos de los últimos años y la poca argumentación sobre estos resultados arroja brechas en la literatura sobre los criterios ESG que ameritan el desarrollo de futuras líneas de investigación enfocadas en atender los efectos de la calificación ESG individual y global de las empresas en otros mercados, realizar estudios comparativos, explorar nuevas metodologías de medición para la sostenibilidad, examinar la materialidad financiera de los aspectos ESG o información sobre cambio climático, también lo relacionado con *greenwashing*, y finalmente, examinar el caso del gobierno corporativo en empresas de diferentes tamaños como casos de estudio aplicados a las MiPyMES.

Así mismo, debido a los resultados obtenidos en esta investigación, resulta interesante desarrollar futuras líneas de investigación enfocadas en examinar los aspectos que determinan que el gobierno corporativo integre en sus decisiones las prácticas de sostenibilidad, y que, en escenarios de incertidumbre o crisis en los mercados, sea capaz de recuperarse, resistir, o crear valor sin comprometer su compromiso con la sostenibilidad y sus estrategias.

Bibliografía

- Almagtome, A., Khaghaany, M., & Önce, S. (2020). Corporate Governance Quality, Stakeholders' Pressure, and Sustainable Development: An Integrated Approach. *International Journal of Mathematical, Engineering and Management Sciences*, 5(6), 1077–1090. <https://doi.org/10.33889/IJMEMS.2020.5.6.082>
- Álvarez-Pérez, B. (2018). Enjuiciando la materialidad en los estados financieros. Recomendaciones del IASB. *RCyT CEF*, 423, 177–190. <http://www.ifrs.org/-/media/project/disclosure-initiative/disclosure-initiative-ma->
- Andreu, A. P., & Fernández, J. L. F. (2011). De la RSC a la sostenibilidad corporativa: una evolución necesaria para la creación de valor. *Harvard-Deusto Business Review*, December 2011. https://www.researchgate.net/publication/297757785_De_la_RSC_a_la_sostenibilidad_corporativa_una_evolucion_necesaria_para_la_creacion_de_valor
- Andreu Pinillos, A., Fernández-Fernández, J.-L., & Fernández Mateo, J. (2018). Revisión crítica de la dimensión Gobierno Corporativo en los cuestionarios de los Índices de Sostenibilidad. *Revista de Comunicación*, 17(2), 9–40. <https://doi.org/10.26441/RC17.2-2018-A1>
- Aparicio, J., Martínez-Mayoral, A., & Morales, J. (2004). *Modelos Lineales Aplicados en R*. <https://www.researchgate.net/publication/311562518>
- Arango, E. H. (2019). *Estrategias de concentración y diversificación en el rendimiento operativo: análisis del efecto moderador del gobierno corporativo en empresas de la Bolsa Mexicana de Valores*. Universidad Autónoma de Tamaulipas.
- Aras, G., & Crowther, D. (2008). Governance and sustainability: An investigation into the relationship between corporate governance and corporate sustainability. *Management Decision*, 46(3), 433–448. <https://doi.org/10.1108/00251740810863870>

- Arayssi, M., Jizi, M., & Tabaja, H. H. (2020). The impact of board composition on the level of ESG disclosures in GCC countries. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 11(1), 137–161. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-05-2018-0136>
- Arévalo-Alegría, M., Acuña-Duarte, A., & King-Domínguez, A. (2020). Composición del consejo de administración y desempeño financiero en mercados emergentes de América Latina: evidencia para Brasil, Chile y México. *Estudios Gerenciales*, 36(156), 272–287. <https://doi.org/10.18046/j.estger.2020.156.3739>
- Argandoña, A. (2011). La teoría de los stakeholders y la creación de valor. In *Transformar el mundo humanizar la técnica ética, responsabilidad social e innovación*. IESE Business School.
- Awalluddin, M. A., & Maznorbalia, A. S. (2024). Examination of the interplay between corporate governance theories and sustainable practices in companies: A review study. *Sustainable Economies*, 2(2), 74. <https://doi.org/10.62617/se.v2i2.74>
- Bahadori, N., Kaymak, T., & Seraj, M. (2021). Environmental, social, and governance factors in emerging markets: The impact on firm performance. *Business Strategy and Development*, January, 1–12. <https://doi.org/10.1002/bsd2.167>
- Ballesteros, C., Diaz-Noriega, S., Elola, J. M., & Ramos, D. (2021). *Principios ESG y cadena de valor: del reporting al impacto social*. Cuadernos de la Cátedra de Impacto Social.
- Banerjee, R., & Gupta, K. (2017). The effects of environmental sustainability and R&D on corporate risk-taking: International evidence. *Energy Economics*, 65, 1–15. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2017.04.016>
- Bansal, P., & Desjardine, M. R. (2014). Business sustainability: It is about time. *Strategic Organization*, 12(1), 70–78. <https://doi.org/10.1177/1476127013520265>
- Baumgartner, R. J., & Korhonen, J. (2010). Strategic thinking for sustainable development. In *Sustainable Development* (Vol. 18, Issue 2, pp. 71–75). <https://doi.org/10.1002/sd.452>

- Baumgartner, R. J., & Rauter, R. (2017). Strategic perspectives of corporate sustainability management to develop a sustainable organization. *Journal of Cleaner Production*, *140*, 81–92. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.04.146>
- Boffo, R., Marshall, C., & Patalano. (2020). *ESG Investing: Environmental Pillar Scoring Reporting*.
- Bonilla Hernández, N. M., & González Muñoz, O. (2011). El enfoque de la sustentabilidad en México y los stakeholders como instrumentos de creación de organizaciones eficientes. *Ciencia Administrativa*, *1*, 62–70. <https://www.uv.mx/iiesca/files/2012/11/011sustentabilidad2011-1.pdf>
- Bose, S. (2020). Evolution of ESG reporting frameworks. In *Values at Work: Sustainable Investing and ESG Reporting* (pp. 13–33). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-030-55613-6_2
- Camilleri, M. A. (2015). Valuing Stakeholder Engagement and Sustainability Reporting. *Corporate Reputation Review*, *18*(3), 210–222. <https://doi.org/10.1057/crr.2015.9>
- Carnini Pulino, S., Ciaburri, M., Magnanelli, B. S., & Nasta, L. (2022). Does ESG Disclosure Influence Firm Performance? *Sustainability*, *14*(13), 7595. <https://doi.org/10.3390/su14137595>
- Cherkasova, V., & Nenuzhenko, I. (2022). Investment in ESG Projects and Corporate Performance of Multinational Companies. *Journal of Economic Integration*, *37*(1), 54–92. <https://doi.org/10.11130/jei.2022.37.1.54>
- Correa Mejía, D. A., Mesa-Jurado, L. T., Rivera-López, P. A., & Román-Buriticá, M. M. (2020). Incidencia de las prácticas de responsabilidad social corporativa sobre el costo de patrimonio: evidencia desde Colombia. *AD-Minister*, *36*, 5–30. <https://doi.org/10.17230/ad-minister.36.1>
- Correa Mejía, D. A., Quintero Castaño, J. D., Gómez Orozco, S., & Castro Castro, C. M. (2020). El gobierno corporativo, un pilar indispensable para el desempeño financiero. *Revista Universidad y Empresa*, *22*(38), 40. <https://doi.org/10.12804/revistas.urosario.edu.co/empresa/a.6975>

- Correa-Garcia, J. A., Garcia-Benau, M. A., & Garcia-Meca, E. (2020). Corporate governance and its implications for sustainability reporting quality in Latin American business groups. *Journal of Cleaner Production*, 260, 121142. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.121142>
- Danso, A., Adomako, S., Amoah, J. A., Owusu, S., & Renata, A. (2019). Environmental sustainability orientation, competitive strategy and financial performance. *Business Strategy and the Environment*, January, 885–895. <https://doi.org/10.1002/bse.2291>
- De Castro, M., & Navas López, G. (2006). La importancia de la reputación empresarial en la obtención de ventajas competitivas sostenibles. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de La Empresa*, 12(3), 29–39.
- De La Rosa Leal, M. E. (2021). El enfoque de sostenibilidad en las teorías organizacionales. *TRASCENDER, CONTABILIDAD Y GESTIÓN*, 6(17 mayo-agosto), 87–102. <https://doi.org/10.36791/tcg.v0i17.102>
- Díaz Cáceres, N., & Castaño Quintero, C. A. (2015). Stakeholders: base de la sostenibilidad empresarial. *Daena: International Journal of Good Conscience*, 10(2), 94–108.
- Díaz-Cáceres, N., & Castaño, C. A. (2013). El Valor Compartido como Nueva Estrategia de Desarrollo Empresarial. *International Journal of Good Conscience*, 8(2), 82–100.
- Dorfleitner, G., Halbritter, G., & Nguyen, M. (2015). Measuring the level and risk of corporate responsibility - An empirical comparison of different ESG rating approaches. *Journal of Asset Management*, 16(7), 450–466. <https://doi.org/10.1057/jam.2015.31>
- Dowell, G., Hart, S., & Yeung, B. (2000). Do Corporate Global Environmental Standards Create or Destroy Market Value? In *Source: Management Science* (Vol. 46, Issue 8).
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Multilatinas: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315–334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>

- Dzingai, I., & Fakoya, M. B. (2017). Effect of corporate governance structure on the financial performance of johannesburg stock exchange (JSE)-listed mining firms. *Sustainability (Switzerland)*, 9(6), 1–15. <https://doi.org/10.3390/su9060867>
- Eccles, R. G., Krzus, M. P., Rogers, J., & Serafeim, G. (2012). The Need for Sector-Specific Materiality and Sustainability Reporting Standards. *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(2), 65–71. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2012.00380.x>
- Elkington, J. (1997). *Cannibals with forks. The Triple Bottom Line of 21st Century Business*.
- Elkington, J. (2006). *Governance for Sustainability*. 14(6), 522–529.
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45–64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Fauzi, H. (2009). *Corporate Social and Financial Performance: Empirical Evidence from American Companies*. <http://ssrn.com/abstract=1489494>
- Fauzi, H., Mahoney, L. S., & Rahman, A. A. (2007). The Link between Corporate Social Performance and Financial Performance: Evidence from Indonesian Companies. *Issues In Social And Environmental Accounting*, 1(1), 149. <https://doi.org/10.22164/isea.v1i1.12>
- Ferreira, J., & Fernandes, C. (2017). Resources and capabilities' effects on firm performance: what are they? *Journal of Knowledge Management*, 21(5), 1202–1217. <https://doi.org/10.1108/JKM-03-2017-0099>
- Ferrero-Ferrero, I., Angeles Fernandez-Izquierdo, M., & Jesus Munoz-Torres, M. (2015). Age Diversity: An Empirical Study in the Board of Directors. *CYBERNETICS AND SYSTEMS*, 46(3–4, SI), 249–270. <https://doi.org/10.1080/01969722.2015.1012894>
- Freeman, R. E. (2004). *Review of the stakeholder approach*. 228–254. <https://doi.org/10.5771/1439-880X-2004-3-228>

- Friedman, A. L., & Miles, S. (2002). Developing stakeholder theory. *Journal of Management Studies*, 39(1), 1–21.
- Fuertes, A. (2015). Los Índices Bursátiles de Sostenibilidad: Registrando el valor del nuevo paradigma. *Pontificia Universidad Católica Del Perú*, 1, 1–11.
[http://repositorio.pucp.edu.pe/index/bitstream/handle/123456789/54908/Los Índices Bursátiles de Sostenibilidad %281%29.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://repositorio.pucp.edu.pe/index/bitstream/handle/123456789/54908/Los%20%C3%83ndices%20Burs%C3%A1tiles%20de%20Sostenibilidad.pdf?sequence=1&isAllowed=y)
- Fuertes, A. (2016). Los índices bursátiles de sostenibilidad: registrando el valor del nuevo paradigma. *Repositorio Institucional de La PUCP*.
- Ganga Contreras, F., & Vera Garnica, J. (2008). El gobierno corporativo: consideraciones y cimientos teóricos. *Cuadernos de Administración*, 21(35), 93–126.
- García-López, M. J. (2015). La Cuenta del Triple Resultado o Triple Bottom Line. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 20, 65–77.
- Garzón, M. A., & Ibarra, A. (2014). Revisión Sobre la Sostenibilidad Empresarial. *Revista de Estudios Avanzados de Liderazgo*, 1(3), 52–77.
<https://www.regent.edu/acad/global/publications/real/vol1no3/4-castrillon.pdf>
- Gil, A. M. L., & Barcellos, L. P. (2011). Los desafíos para la sostenibilidad empresarial en el siglo XXI. *Revista Galega de Economía*, 20(2), 1–22.
<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=39121262007%0ACómo>
- Glavas, D. (2023). *Valuation and Sustainability: A Guide to Include Environmental, Social, and Governance Data in Business Valuation*. (D. Glavas, Ed.). Springer International Publishing.
<https://doi.org/10.1007/978-3-031-30533-7>
- Global Reporting Initiative. (2022). *ESG standards, frameworks and everything in between*.
- Gonzaga, B. R., Klotzle, M. C., Brugni, T. V., Rakos, I.-S., Cioca, I. C., Barbu, C.-M., & Cucerzan, T. (2024). The ESG Patterns of Emerging-Market Companies: Are There Differences in Their Sustainable Behavior after COVID-19? *Sustainability*, 16(2), 676.
<https://doi.org/10.3390/su16020676>

- Granados, R. M. (2005). Test de Hausman. *Documentos de Trabajo En Economía Aplicada. Universidad de Granada. España.*
- Gutterman, A. (2023). Corporate Governance: An Introduction to Theory and Practice. In *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4525607>
- Hanson, D. (2013). ESG Investing in Graham and Doddsville. *Journal of Applied Corporate Finance*, 25(3), 20–31. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2103384>
- Hapsoro, D., & Fadhilla, A. F. (2017). Relationship Analysis of Corporate Governance, Corporate Social Responsibility Disclosure and Economic Consequences: Empirical Study of Indonesia Capital Market. *The Southeast Asian Journal of Management*, 11(2), 164–182. <https://doi.org/10.21002/seam.v11i2.8526>
- Hart, S. L. (1995). A Natural-Resource-Based View of the Firm. In *Source: The Academy of Management Review* (Vol. 20, Issue 4). <http://www.jstor.org/stable/258963>
- Hart, S. L., & Dowell, G. (2011). A Natural-Resource-Based View of the Firm. *Journal of Management*, 37(5), 1464–1479. <https://doi.org/10.1177/0149206310390219>
- Hart, S. L., & Milstein, M. B. (2003). Creating Sustainable Value. *Academy of Management Executive*, 17(2).
- Hernández-Serna, D. P., & Correa-Mejía, D. A. (2018). Incidencia de los reportes de sostenibilidad y gobierno corporativo en el valor de las empresas. In *Universidad de Antioquia*.
- Hossain, M. S., Kannan, S. N., & Raman Nair, S. K. K. (2021). Factors Influencing Sustainable Competitive Advantage in the Hospitality Industry. *Journal of Quality Assurance in Hospitality and Tourism*, 22(6), 679–710. <https://doi.org/10.1080/1528008X.2020.1837049>
- Institutional Shareholder Services ESG. (2022). *New horizon. Navigating ESG in 2022*.
- Iqbal, M., & Javed, F. (2017). The Moderating Role of Corporate Governance on the Relationship between Capital Structure and Financial Performance. *International Journal of Research in*

Business and Social Science (2147- 4478), 6(1), 89–105.
<https://doi.org/10.20525/ijrbs.v6i1.624>

Jiménez, A. L., & Ángel Rojas Sebastián. (2019). *Inversión sostenible: un asunto de rentabilidad*.

Karaman, A. S., Kilic, M., & Uyar, A. (2020). Green logistics performance and sustainability reporting practices of the logistics sector: The moderating effect of corporate governance. *JOURNAL OF CLEANER PRODUCTION*, 258.
<https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.120718>

Kim, S., & Li, Z. (Frank). (2021). Understanding the Impact of ESG Practices in Corporate Finance. *Sustainability*, 13(7), 3746. <https://doi.org/10.3390/su13073746>

Kılıç, M., Uyar, A., & Karaman, A. S. (2019). What impacts sustainability reporting in the global aviation industry? An institutional perspective. *Transport Policy*, 79, 54–65.
<https://doi.org/10.1016/j.tranpol.2019.04.017>

Knapp, V. (2021). Sustainable Corporate Governance: A Way Forward? *European Company and Financial Law Review*, 18(2), 218–243.

Kurucz, E. C., Colbert, B. A., & Wheeler, D. (2009). The Business Case for Corporate Social Responsibility. In *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199211593.003.0004>

Laplume, A. O., Sonpar, K., & Litz, R. A. (2008). Stakeholder theory: Reviewing a theory that moves us. In *Journal of Management* (Vol. 34, Issue 6, pp. 1152–1189).
<https://doi.org/10.1177/0149206308324322>

Lazonick, W., & O’Sullivan, M. (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, 29(1), 13–35.
<https://doi.org/10.1080/030851400360541>

Lee, C.-Y., Chang, W.-C., & Lee, H.-C. (2017). An investigation of the effects of corporate social responsibility on corporate reputation and customer loyalty – evidence from the Taiwan non-

- life insurance industry. *Social Responsibility Journal*, 13(2), 355–369. <https://doi.org/10.1108/SRJ-01-2016-0006>
- Linnenluecke, M. K. (2022). Environmental, social and governance (ESG) performance in the context of multinational business research. *Multinational Business Review*, 30(1), 1–16. <https://doi.org/10.1108/MBR-11-2021-0148>
- Lo, S.-F., & Sheu, H.-J. (2007). Is corporate sustainability a value-increasing strategy for business? *CORPORATE GOVERNANCE-AN INTERNATIONAL REVIEW*, 15(2), 345–358. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00565.x>
- Loh, L., Thomas, T., & Wang, Y. (2017). Sustainability Reporting and Firm Value: Evidence from Singapore-Listed Companies. *SUSTAINABILITY*, 9(11). <https://doi.org/10.3390/su9112112>
- Lu, L. W. (2020a). *ES The moderating effect of corporate governance on the relationship between companies' sustainability results and their financial results.*
- Lu, L. W. (2020b). The moderating effect of corporate governance on the relationship between corporate sustainability performance and corporate financial performance. *International Journal of Disclosure and Governance*, 18(3), 193–206. <https://doi.org/10.1057/s41310-020-00099-6>
- Machmuddah, Z., & Wardhani, R. (2020, August 4). *Environmental Social Governance (ESG) Disclosure Score Rating of Bloomberg.* <https://doi.org/10.2991/ahsr.k.200723.011>
- Madison, N., & Schiehl, E. (2021). The effect of financial materiality on esg performance assessment. *Sustainability (Switzerland)*, 13(7). <https://doi.org/10.3390/su13073652>
- Meneses Cerón, L. Á., Carabali Mosquera, J. A., Pérez Pacheco, C. A., & Caracas Nuñez, A. F. (2021). Sostenibilidad y su incidencia en el desempeño financiero corporativo: evidencia empírica en el mercado bursátil colombiano. *ECONÓMICAS CUC*, 42(2), 187–204. <https://doi.org/10.17981/econcuc.42.2.2021.econ.3>
- Meneses Cerón, L. Á., Orozco Álvarez, J. E., Muñoz Zúñiga, D. F., & Pareja, A. (2022). Las prácticas ESG y su efecto en el desempeño financiero corporativo: análisis empírico en el

- mercado de valores brasileño. *Dictamen Libre*, 31, 93–117. <https://doi.org/10.18041/2619-4244/dl.31.10195>
- Miralles Quirós, M. M., Miralles Quirós, J. L., & Daza Izquierdo, J. (2021). The assurance of sustainability reports and their impact on stock market prices. *Cuadernos de Gestión*, 21(1), 47–60. <https://doi.org/10.5295/cdg.201262mm>
- Mohammad, W. M. W., & Wasiuzzaman, S. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. *Cleaner Environmental Systems*, 2, 100015. <https://doi.org/10.1016/j.cesys.2021.100015>
- Mohan Singh, S. (2021). CORPORATE GOVERNANCE THEORY AND MODEL: A CONCEPTUAL OBSERVATION. *International Journal of Advanced Research*, 9(12), 486–500. <https://doi.org/10.21474/IJAR01/13935>
- Montero, R. G. (2011). Efectos fijos o aleatorios: test de especificación. *Documentos de Trabajo En Economía Aplicada. Universidad de Granada*.
- Morales Castro, A., Avendaño Cruz, S., & Mata Hernández, J. M. (2021). Pronóstico de quiebra y valuación de acciones en empresas sustentables de México en la era COVID19. *ECONÓMICAS CUC*, 42(2), 161–172. <https://doi.org/10.17981/econcuc.42.2.2021.Econ.1>
- Mukhsin, M., & Suryanto, T. (2022). The Effect of Sustainable Supply Chain Management on Company Performance Mediated by Competitive Advantage. *Sustainability (Switzerland)*, 14(2). <https://doi.org/10.3390/su14020818>
- Mukhtaruddin, M., Ubaidillah, U., Dewi, K., Hakiki, A., & Nopriyanto, N. (2019). Good Corporate Governance, Corporate Social Responsibility, Firm Value, and Financial Performance as Moderating Variable. *Indonesian Journal of Sustainability Accounting and Management*, 3(1), 55. <https://doi.org/10.28992/ijSAM.v3i1.74>
- Muñoz, V., & Geldes, C. (2021). Cómo la creación de valor y la sustentabilidad convergen: El gran desafío de la empresa actual. *GESTIÓN Y TENDENCIAS*, 5(4), 5–8. <https://doi.org/10.11565/gesten.v5i4.132>

- Nguyen, T. H. H., Elmagrhi, M. H., Ntim, C. G., & Wu, Y. (2021). Environmental performance, sustainability, governance and financial performance: Evidence from heavily polluting industries in China. *Business Strategy and the Environment*, 30(5), 2313–2331. <https://doi.org/10.1002/bse.2748>
- Núñez, G., Velloso, H., & Da Silva, F. (2022). *Gobernanza corporativa en América Latina y el Caribe: el uso de instrumentos de deuda ambientales, sociales y de gobernanza para financiar proyectos de inversión sostenible* (Documentos de Proyectos (LC/TS.2022/23), Ed.). CEPAL. www.cepal.org/apps
- OCDE. (2013). Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales. In *Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales*. OECD. <https://doi.org/10.1787/9789264202436-es>
- O’Connell, M., & Ward, A. M. (2020). Shareholder Theory/Shareholder Value. In *Encyclopedia of Sustainable Management* (pp. 1–7). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-030-02006-4_49-1
- Oncioiu, I., Popescu, D.-M., Aviana, A. E., Serban, A., Rotaru, F., Petrescu, M., & Marin-Pantelescu, A. (2020). The Role of Environmental, Social, and Governance Disclosure in Financial Transparency. *SUSTAINABILITY*, 12(17). <https://doi.org/10.3390/su12176757>
- Panario, M. C., Vior, A., Rosi, A., & Talleilis, C. (2021). Los índices bursátiles de sostenibilidad en América Latina y el Caribe: relevamiento empírico. *Revista Activos*, 19(2), 121–150. <https://doi.org/10.15332/25005278>
- Pandey, K., Husain, F., & Khan, F. S. (2022). An overall analysis and views on corporate governance theories. *VEDA-VIPASHA*. <https://www.researchgate.net/publication/362208439>
- Papoutsis, A., & Sodhi, M. S. (2020). Does disclosure in sustainability reports indicate actual sustainability performance? *Journal of Cleaner Production*, 260, 121049. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.121049>

- Parmar, B. L., Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Purnell, L. , & De Colle, S. (2010). Stakeholder Theory: The State of the Art. *Academy of Management Annals*, 4(1), 403–445. <https://scholarship.richmond.edu/management-faculty-publications>
- Payne, A., Holt, S., & Frow, P. (2001). Relationship Value Management: Exploring the Integration of Employee, Customer and Shareholder Value and Enterprise Performance Models. *Journal of Marketing Management*, 17(7–8), 785–817. <https://doi.org/10.1362/026725701323366827>
- Perazzi, J. R., & Merli, G. O. (2013). Modelos de regresión de datos panel y su aplicación en la evaluación de impactos de programas sociales. *TeloS. Revista de Estudios Interdisciplinarios En Ciencias Sociales*, 15(1), 119–127.
- Pihl, J., & Lundgård, M. D. (2011). *Sustainability and value creation. Changing the perception of environmental responsibility and economic benefits*. Copenhagen Business School.
- Portalanza, A. (2013). Gobierno corporativo, una aproximación teórica. *Saber, Ciencia y Libertad*, 8(1), 117–124.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). La creación de valor compartido. *Harvard Business Review*, 32–49.
- Principles for Responsible Investment. (2021). *Principios de Inversión Responsable*.
- Pulido, B. (2010). Teoría de los recursos y capacidades: el foco estratégico centrado en el interior de la organización. *Reflexiones*, 54–60.
- Rezaee, Z., Alipour, M., Faraji, O., Ghanbari, M., & Jamshidinavid, B. (2021). Environmental disclosure quality and risk: the moderating effect of corporate governance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 12(4), 733–766. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-10-2018-0269>
- Rivas, L. A., King, A. D., Moraga, V. D., & Romero, R. R. (2021). Influencia del directorio en el desempeño del Mercado Integrado Latinoamericano. *Revista Finanzas y Política Económica*, 13(1), 225–251. <https://doi.org/10.14718/revfinanzpolitecon.v13.n1.2021.10>

- Rodríguez, M. D. M. M., & Perez, B. E. (2016). Does the Institutional environment affect CSR Disclosure? The Role of Governance. *RAE-REVISTA DE ADMINISTRACAO DE EMPRESAS*, 56(6), 641–654. <https://doi.org/10.1590/s0034-759020160606>
- Santoliquido, D., Briozzo, A. E., & Albanese, D. (2014). Gobierno corporativo, rentabilidad y financiamiento en pymes. *XXVIII Jornadas Nacionales de Administración Financiera, Córdoba, Argentina*, 256–292. <http://repositoriodigital.uns.edu.ar/handle/123456789/4342>
- Scade, J. (n.d.). *Responsabilidad social y Sostenibilidad empresarial*. <http://www.eoi.es/wiki>.
- Sepúlveda Páez, E. (2023). Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) y la Alianza del Pacífico: una revisión de su génesis, regulación y relaciones de integración para la serie 2008-2022 a partir de un modelo ARIMA. *Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas*.
- Shrivastava, P., & Addas, A. (2014). The impact of corporate governance on sustainability performance. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 4(1), 21–37. <https://doi.org/10.1080/20430795.2014.887346>
- S&P DJI BMV. (2019). *S&P DJI y la Bolsa Mexicana de Valores seleccionan a RobecoSAM como el proveedor oficial de calificaciones para futuros índices S&P BMV ESG*. www.spdji.com.
- S&P Dow Jones. (2023). *Dow Jones Indices: Methodology*.
- S&P Dow Jones Indices. (2024). *DOW JONES SUSTAINABILITY MILA PACIFIC ALLIANCE INDEX (CLP)*. www.spglobal.com/spdji/esindex_services@spglobal.com
- Steadman, R., Sánchez, M., & Anguiano, C. (2020). *El S&P/BMV Total Mexico ESG Index: Un nuevo benchmark para la sustentabilidad y la inversión*. <https://www.sustainalytics.com/>.
- Stock, J. H., & Watson, M. M. (2012). *Introducción a la Econometría* (M. Arrazola, L. Rodas, & L. Rodas, Trans.; 3ra ed.). Pearson Educación. www.pearson.es
- Sultana, S., Zulkifli, N., & Zainal, D. (2018). Environmental, Social and Governance (ESG) and Investment Decision in Bangladesh. *Sustainability*, 10(6), 1831. <https://doi.org/10.3390/su10061831>

- Swiss Sustainable Finance. (2017). *Handbook on Sustainable Investments: Background Information and Practical Examples for Institutional Asset Owners*.
- Tirole, J. (2017). Corporate Governance. *Innovation and Technology Enhancing Mathematics Education. Perspectives in the Digital Era.*, 1–37.
- Torres-Cano, S. M., & Correa-Mejía, D. A. (2021). Impacto del gobierno corporativo en el valor de las empresas latinoamericanas: evidencia desde el MILA. *Suma de Negocios*, 12(26), 73–82. <https://doi.org/10.14349/sumneg/2021.V12.N26.A8>
- Ulrich, E. (2016). Entendiendo las inversiones según criterios ESG. *S&P Dow Jones Indices*, 1–13.
- Uyar, A., Karaman, A. S., & Kilic, M. (2021). Institutional drivers of sustainability reporting in the global tourism industry. *Tourism Economics*, 27(1), 105–128. <https://doi.org/10.1177/1354816619886250>
- van Duuren, E., Plantinga, A., & Scholtens, B. (2016). ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. *Journal of Business Ethics*, 138(3), 525–533. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2610-8>
- Weber, O. (2017). Corporate sustainability and financial performance of Chinese banks. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 8(3), 358–385. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-09-2016-0066>
- Wilson, M. (2003). Corporate Sustainability: What is it and where does it come from? *Ivey Business Journal*.
- Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H., & Managi, S. (2019). Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? *Business Strategy and the Environment*, 28(2), 286–300. <https://doi.org/10.1002/bse.2224>
- Younas, A. (2022). Review of Corporate Governance Theories. *European Journal of Business and Management Research*, 7(6), 79–83. <https://doi.org/10.24018/ejbmr.2022.7.6.1668>

Yu, E. P. Y., Van Luu, B., & Chen, C. H. (2020). Greenwashing in environmental, social and governance disclosures. *Research in International Business and Finance*, 1–68.

Yu, E. P. yi, Guo, C. Q., & Luu, B. Van. (2018). Environmental, social and governance transparency and firm value. *Business Strategy and the Environment*, 27(7), 987–1004.
<https://doi.org/10.1002/bse.2047>

Zhao, Y., Elahi, E., Khalid, Z., Sun, X., & Sun, F. (2023). Environmental, Social and Governance Performance: Analysis of CEO Power and Corporate Risk. *Sustainability*, 15(2), 1471.
<https://doi.org/10.3390/su15021471>

Anexos

Anexo 1. Empresas de la muestra (2015-2021)

No.	País	Empresa	Sector
1	Chile	Banco de Crédito e Inversiones	Bancario
2	Chile	Banco Santander-Chile	Bancario
3	Chile	Itaú Corpbanca	Bancario
4	Chile	AntarChile S.A.	Bienes de equipo
5	Chile	Cencosud SA	Minorista de alimentos y productos básicos
6	Chile	Compañía Cervecerías Unidas SA	Minorista de alimentos y productos básicos
7	Chile	Embotelladora Andina SA	Minorista de alimentos y productos básicos
8	Chile	Viña Concha y Toro SA	Servicio de telecomunicaciones
9	Chile	Empresas CMPC SA	Materiales
10	Chile	Sociedad Química y Minera de Chile SA	Materiales
11	Chile	SACI Falabella	Venta al por menor
12	Chile	Sonda SA	Servicios y software
13	Chile	ENTEL Chile SA	Utilidad
14	Chile	Colbún SA	Transporte
15	Chile	Enel Americas SA	Utilidad
16	Chile	Enel Chile SA	Utilidad
17	Chile	CAP SA	Materiales
18	Colombia	Cementos Argos S.A.	Materiales
19	Colombia	Banco Davivienda	Bancario
20	Colombia	Bancolombia S. A.	Bancario
21	Colombia	Corporación Financiera Colombiana	Finanzas diversificadas
22	Colombia	Grupo de Inversiones Suramericana S.A.	Finanzas diversificadas
23	Colombia	Ecopetrol S.A.	Energía
24	Colombia	Grupo Nutresa S.A.	Industria de alimentos, bebidas y tabaco
25	Colombia	Grupo Argos S.A.	Materiales
26	Colombia	Grupo Energía Bogotá S.A.	Utilidad
27	Colombia	Interconexión Eléctrica S.A.	Utilidad

28	México	Nemak S.A.B de C.V.	Automóviles y componentes
29	México	Banco Santander México	Bancario
30	México	Grupo Financiero Banorte	Bancario
31	México	Grupo Rotoplas S.A.B.	Bienes de equipo
32	México	Alsea SAB de CV	Servicios de consumo
33	México	Bolsa Mexicana de Valores SAB de CV	Finanzas diversificadas
34	México	Wal-Mart de México	Venta al por menor de alimentos y productos básicos
35	México	Arca Continental S.A.B.	Industria de alimentos, bebidas y tabaco
36	México	Coca-Cola FEMSA S.A.B.	Industria de alimentos, bebidas y tabaco
37	México	Fomento Económico Mexicano S.A.B.	Industria de alimentos, bebidas y tabaco
38	México	Kimberly-Clark de México S.A.B.	Productos personales y para el hogar
39	México	CEMEX S.A.B.	Materiales
40	México	Orbia Advance Corporation S.A.B.	Materiales
41	México	Grupo Televisa S.A.B.	Medios y entretenimiento
42	México	Genomma Lab Internacional S.A.	Productos farmacéuticos, biotecnología y ciencias biológicas
43	México	Fibra UNO	Bienes raíces
44	México	El Puerto de Liverpool S.A.B.	Venta al por menor
45	México	América Móvil S.A.B.	Servicio de telecomunicaciones
46	México	Controladora Vuela Compañía de Aviación S.A.B.	Servicio de telecomunicaciones
47	México	Grupo Aeroportuario del Pacífico S.A.B.	Transporte
48	México	Grupo Traxión S.A.B.	Transporte
49	México	Grupo México S.A.B. de C.V.	Materiales
50	Perú	Banco BBVA Perú S.A.	Bancario
51	Perú	Ferreycorp S.A.A.	Bienes de capital
52	Perú	InRetail Peru Corp	Venta al por menor de alimentos y productos básicos

53	Perú	Rimac-Internacional	Seguros
54	United State	Southern Copper Corp	Medios y entretenimiento

Fuente: elaborado propia.

Anexo 2. Análisis de las Estadísticas del panel

Variables		Media	Desv. Est.	Min.	Max.	Obs.
roe	overall	13.19559	12.82564	-11.08383	95.08408	N = 214
	between		10.92178	2.304402	74.52139	n = 54
	within		6.800225	-29.33886	39.90515	T-bar = 3.962
q_tobin	overall	1.423953	0.7062991	0.734322	4.472518	N = 215
	between		0.6577361	0.8663329	3.630174	n = 54
	within		0.2664543	0.3937311	2.962801	T-bar = 3.981
esg	overall	29.98328	23.32945	0.98	72.8599	N = 200
	between		23.05908	1.13	68.78838	n = 54
	within		5.185382	13.93363	44.0261	T-bar = 3.703
ambien~l	overall	26.4252	24.58668	0.04	90.003	N = 192
	between		23.09111	0.0525	85.2084	n = 52
	within		8.35183	-3.48272	52.70878	T-bar = 3.692
social	overall	23.42364	17.62701	0.48	63.4522	N = 196
	between		16.71699	0.79	48.3147	n = 52
	within		6.270812	5.913088	47.91726	T-bar = 3.769
gobierno	overall	40.91933	30.74546	1.72	89.8555	N = 200
	between		30.82104	1.72	87.75587	n = 54
	within		5.070293	24.37061	68.68121	T-bar = 3.703
ultimo~o	overall	6.837439	10.34745	0.0349253	61.71	N = 215
	between		9.599609	0.0551118	44.44	n = 54
	within		3.991317	-13.2472	26.76954	T-bar = 3.981
num_em~s	overall	39375.68	66953.2	193	316072	N = 215
	between		66945.16	237.75	292978.3	n = 54
	within		6775.493	-7444.569	62469.43	T-bar = 3.981
activo~l	overall	19112.35	21388.71	378.2554	90446.49	N = 215
	between		21194.83	407.4975	78118.54	n = 54
	within		3740.231	-1297.201	39394.52	T-bar = 3.981
antigu~d	overall	64.44444	42.25577	1	174	N = 216
	between		42.4938	4	171	n = 54
	within		2.241262	61.44444	67.44444	T = 4

Fuente: elaboración propia con resultados de STATA.

Anexo 3. Resultados de salida pruebas de Hausman en los modelos efectos fijos y aleatorios

Prueba de Hausman de modelo con ROE como variable endógena

	---- Coefficients ----		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) Std. err.
	(b) fijo	(B) aleatorio		
e_s2	-.0001439	.0000114	-.0001552	.0000604
log_precio	.8759577	.189774	.6861837	.1126861
log_tamaño	-.7672754	-.0235261	-.7437494	.2986463
antigüedad	.0955805	-.0009402	.0965207	.0349961
t4gobierno	-.0067139	-.0028227	-.0038912	.
t4	.5444613	.4155721	.1288892	.1135705

b = Consistent under H0 and Ha; obtained from xtreg.
 B = Inconsistent under Ha, efficient under H0; obtained from xtreg.

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 45.87
 Prob > chi2 = 0.0000
 (V_b-V_B is not positive definite)

Fuente: elaboración propia con resultados de STATA.

Prueba de Hausman de modelo con Q de Tobin como variable endógena

	---- Coefficients ----		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) Std. err.
	(b) fijo_qtobin	(B) aleatorio_~n		
log_esg	.2337308	.1789539	.0547769	.1043899
ultimo_pre~o	.0379153	.0355515	.0023638	.0021706
log_tamaño	-.4442656	-.2391164	-.2051492	.1299419
t1	.1251404	.1579367	-.0327963	.044368
t2	.087467	.1165306	-.0290636	.021559

b = Consistent under H0 and Ha; obtained from xtreg.
 B = Inconsistent under Ha, efficient under H0; obtained from xtreg.

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 2.09
 Prob > chi2 = 0.8367
 (V_b-V_B is not positive definite)

Fuente: elaboración propia con resultados de STATA.

Prueba de Hausman de modelo efecto moderador del gobierno con la calificación ES y el ROE como variable endógena

	— Coefficients —		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) Std. err.
	(b) fijo_modera3	(B) aleatorio~3		
log_social	.2081899	.2686443	-.0604544	.0426612
log_gobierno	.719592	.4322372	.2873547	.4325324
c. log_social#				
c. log_gobierno	-.1844172	-.1220476	-.0623695	.0169205
log_precio	.7458438	.1497923	.5960515	.111408
log_tamaño	-.7715814	.015992	-.7875734	.2945556
antigüedad	.1301805	-.000338	.1305185	.0285564

b = Consistent under H0 and Ha; obtained from **xtreg**.
 B = Inconsistent under Ha, efficient under H0; obtained from **xtreg**.

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = **111.60**
 Prob > chi2 = **0.0000**
 (V_b-V_B is not positive definite)

Fuente: elaboración propia con resultados de STATA.

Prueba de Hausman de modelo efecto moderador del gobierno con la calificación ES y el Q de Tobin como variable endógena

	— Coefficients —		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) Std. err.
	(b) fijo_qtobin	(B) aleatorio~n		
log_social	.0426369	.0237495	.0188874	.
gobierno	-.002415	-.0007525	-.0016626	.0004089
log_precio	.368139	.2605273	.1076117	.0060484
log_tamaño	-.3827896	-.2198356	-.162954	.0302338
t4	.0334797	-.0160441	.0495238	.

b = Consistent under H0 and Ha; obtained from **xtreg**.
 B = Inconsistent under Ha, efficient under H0; obtained from **xtreg**.

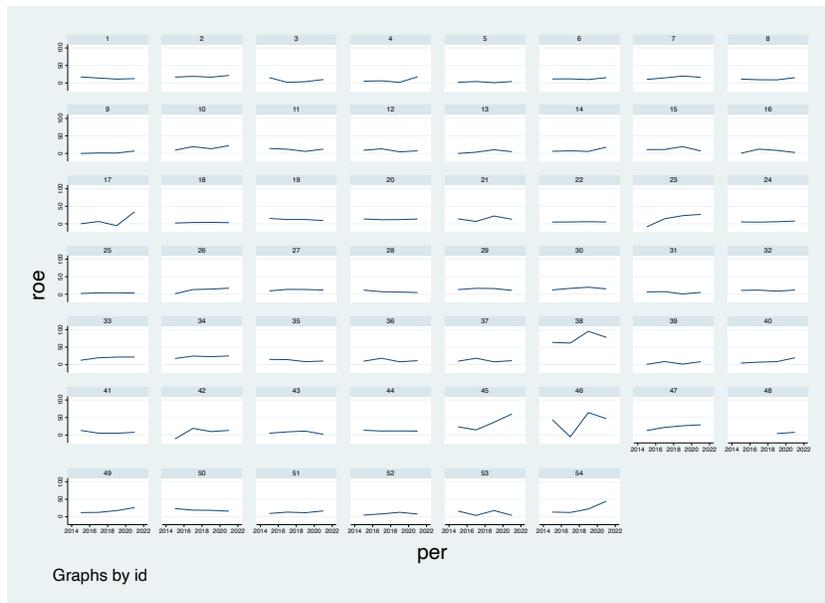
Test of H0: Difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = **328.90**
 Prob > chi2 = **0.0000**
 (V_b-V_B is not positive definite)

Fuente: elaboración propia con resultados de STATA.

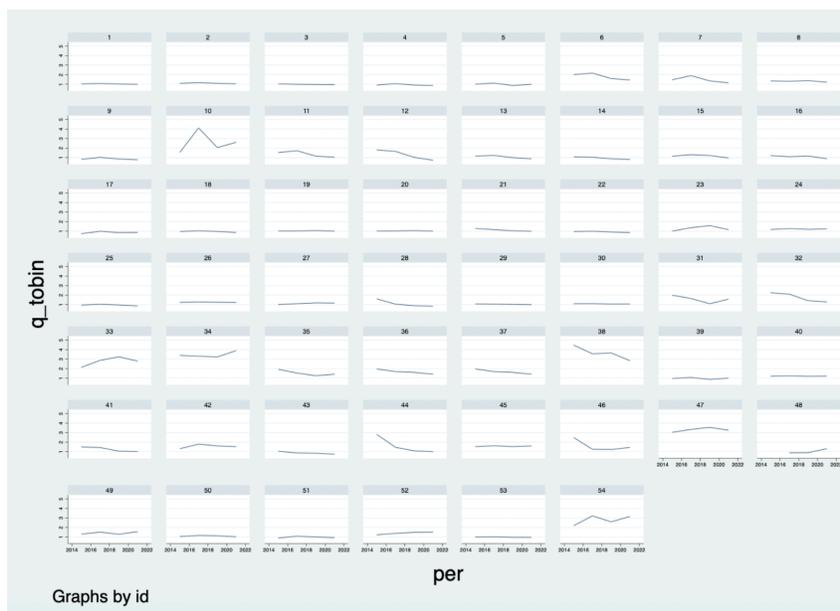
Anexo 4. Gráficos de datos panel

Gráfico lineal de datos de panel variable dependiente (ROE)



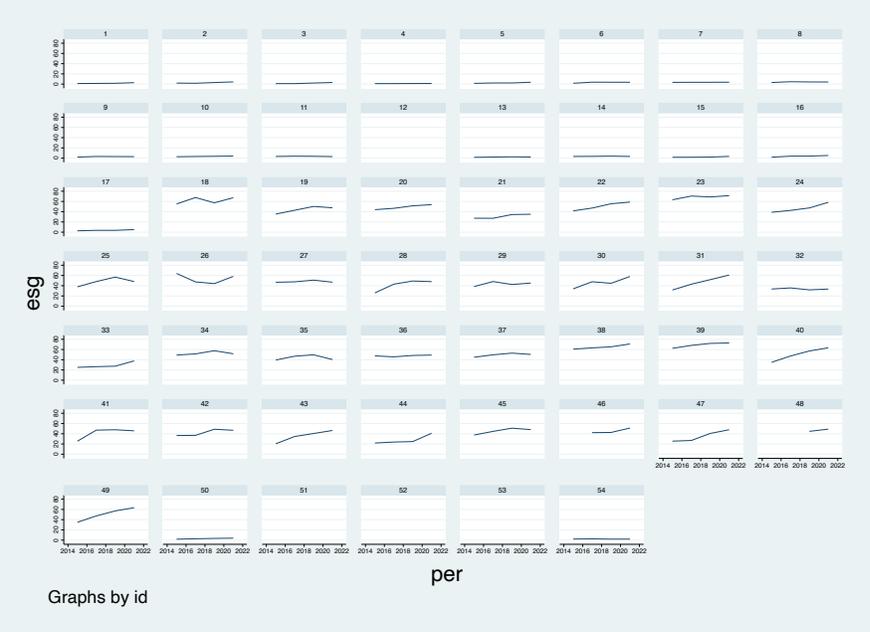
Fuente: elaboración propia con resultados de STATA.

Gráfico lineal de datos de panel variable dependiente (Q de Tobin)



Fuente: elaboración propia con resultados de STATA.

Gráfico lineal de datos de puntaje ESG



Fuente: elaboración propia con resultados de STATA.