



Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión

ISSN: 0121-6805

ISSN: 1909-7719

Facultad de Ciencias Económicas Universidad Militar
Nueva Granada

Correa-García, Jaime Andrés; Vásquez-Arango, Lorena
Desempeño ambiental, social y de gobierno (ASG): incidencia
en el desempeño financiero en el contexto latinoamericano¹
Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y
Reflexión, vol. XXVIII, núm. 2, 2020, Julio-Diciembre, pp. 67-84
Facultad de Ciencias Económicas Universidad Militar Nueva Granada

DOI: <https://doi.org/10.18359/rfce.4271>

Disponible en: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=90966232005>

- ▶ [Cómo citar el artículo](#)
- ▶ [Número completo](#)
- ▶ [Más información del artículo](#)
- ▶ [Página de la revista en redalyc.org](#)

LOREM redalyc.org

Sistema de Información Científica Redalyc
Red de Revistas Científicas de América Latina y el Caribe, España y Portugal
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso
abierto



Desempeño ambiental, social y de gobierno (ASG): incidencia en el desempeño financiero en el contexto latinoamericano*

Jaime Andrés Correa-García^a ■ Lorena Vásquez-Arango^b

Resumen: El propósito de este artículo es estudiar la relación entre el desempeño ambiental, social y de gobierno (ASG) y el desempeño financiero para empresas en economías emergentes latinoamericanas con base, principalmente, en la teoría de los *stakeholders*, la teoría de la agencia y la teoría de los recursos y las capacidades. A fin de cumplir este objetivo se utilizó una muestra de empresas de los principales índices bursátiles latinoamericanos en el periodo 2013-2017, aplicando la metodología de datos de panel. Los resultados indican que existe una relación positiva entre las variables de ASG y el *performance* financiero, lo que implica una motivación para las compañías a adoptar buenas prácticas de responsabilidad social corporativa (RSC), ya que estas se ven bien retribuidas financieramente. En el componente ambiental se evidencia un potencial de mejora por parte de las compañías latinoamericanas. Asimismo, este estudio presenta contribuciones sobre el estudio del desempeño de las variables ASG en Latinoamérica que son de interés para los reguladores, las compañías, los académicos y los profesionales, porque se trata de una región de gran riqueza natural que demanda articulación de todos los actores a fin de avanzar a nivel empresarial y como sociedad, en el propósito de lograr un desarrollo más balanceado entre lo financiero y lo no financiero.

Palabras clave: responsabilidad social corporativa; desempeño ASG (*ESG performance*); desempeño financiero; creación de valor

-
- * Artículo derivado del proyecto de investigación “El reporte corporativo en Colombia y América Latina como mecanismo de rendición de cuentas”, financiado por el Centro de Investigaciones y Consultorías (CIC), de la Universidad de Antioquia. Acta de inicio: 2019-26130. Una versión preliminar de este trabajo se presentó en la XIX International Finance Conference: Educación Financiera para una Sociedad Comprometida y Responsable, realizada en Argentina, en septiembre del 2019.
 - a Doctor en Contabilidad y Finanzas Corporativas. Magíster en Ingeniería Administrativa. Especialista en Finanzas, Preparación y Evaluación de Proyectos. Contador Público. Profesor titular del Departamento de Ciencias Contables, Universidad de Antioquia, Medellín, Colombia. Correo electrónico: jaime.correa@udea.edu.co. ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8814-2107>
 - b Magíster en Finanzas. Contadora Pública. Profesora de tiempo completo Departamento de Ciencias Contables Universidad de Antioquia, Medellín, Colombia. Correo electrónico: lorena.vasquez@udea.edu.co. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-3561-3355>

JEL: G34

Recibido: 03/09/2019 **Aceptado:** 01/10/2020

Disponível em linha: 22/12/2020

Cómo citar: Correa-García, J. A., & Vásquez-Arango, L. (2020). Desempeño ambiental, social y de gobierno (ASG): incidencia en el desempeño financiero en el contexto latinoamericano. *Revista Facultad De Ciencias Económicas*, 28(2). <https://doi.org/10.18359/rfce.4271>

Environmental, Social, and Governance Performance: Impact on Financial Performance in the Latin American Context

Abstract: This article intends to study the relationship between environmental, social, and governance performance (ESG) and financial performance in companies in emerging Latin American economies based mainly on agency theory, resource-based theory, and stakeholder theory. For this, a sample of companies from the primary Latin American stock indices in 2013-2017 was taken using panel data analysis. The results suggest a positive relationship between ESG variables and financial performance, implying companies' motivation to adopt good corporate social responsibility (CSR) practices since they are well rewarded financially. The environmental component suggests the potential for improvement by Latin American companies. This study also provides inputs to the study of ESG performance in Latin America that are of interest to regulators, companies, scholars, and professionals for being a region of tremendous natural wealth that demands coordination of all agents to advance at the business level and as a society and achieve more balanced development between financial and non-financial factors.

Keywords: corporate social responsibility; ESG performance; financial performance; value creation

Desempenho ambiental, social e de governança (ASG): incidência no desempenho financeiro no contexto latino-americano

Resumo: O propósito deste artigo é estudar a relação entre o desempenho ambiental, social e de governança (ASG) e o desempenho financeiro para empresas em economias emergentes latino-americanas com base, principalmente, na teoria dos *stakeholders*, na teoria da agência e na teoria dos recursos e das capacidades. A fim de cumprir esse objetivo, foi utilizada uma amostra de empresas dos principais índices da bolsa latino-americanas entre 2013 e 2017, aplicando a metodologia de dados de painel. Os resultados indicam que existe uma relação positiva entre as variáveis de ASG e a performance financeira, o que implica uma motivação para as companhias na adoção de boas práticas de responsabilidade social corporativa, já que elas se veem bem redistribuídas financeiramente. No componente ambiental, é evidenciado um potencial de melhoria por parte das companhias latino-americanas. Além disso, este trabalho apresenta contribuições sobre o estudo do desempenho das variáveis ASG na América Latina que são de interesse para os reguladores, as companhias, os acadêmicos e os profissionais, porque se trata de uma região de grande riqueza natural que demanda articulação de todos os atores a fim de avançar no âmbito empresarial e como sociedade, no intuito de atingir um desenvolvimento mais equilibrado entre o financeiro e o não financeiro.

Palavras-chave: responsabilidade social corporativa; desempenho ASG (*ESG performance*); desempenho financeiro; criação de valor

Introducción

En las últimas dos décadas se evidencia un creciente incremento en el uso y la publicación de información no financiera, así como de revelaciones voluntarias por parte de las compañías (Haller, Link y Groß, 2017; Rupley, Brown y Marshall, 2017). Este interés ha llamado la atención en el campo práctico, en el cual las empresas se adhieren a distintas iniciativas globales y a la presentación de reportes corporativos con amplia información no financiera (Correa-García, Hernández-Espinal, Vásquez-Arango y Soto-Restrepo, 2018; Habek y Wolniak, 2016; Venturelli, Cosma y Leopizzi, 2018). Además, existe una motivación en los académicos por el estudio de las relaciones entre la información no financiera y variables de desempeño financiero y creación de valor, tal como queda establecido en el trabajo de Correa y Hernández (2017), así como en el estudio documental de Fuentes-Doria *et al.* (2019), los cuales abordan aspectos relacionados con la ética y la sostenibilidad en la gestión contable empresarial.

En sintonía con este creciente uso de información no financiera, este artículo aborda la relación entre las variables de desempeño ambiental, social y de gobierno (ASG o ESG por sus siglas en inglés para *environmental, social and governance*) y el desempeño financiero en una muestra de empresas latinoamericanas. Si se considera que, en la actualidad, la información se ha convertido en una herramienta fundamental para el conocimiento del acontecer empresarial, es necesario enfatizar en el tipo de información que fluye desde las empresas hacia los inversionistas y demás grupos de interés que directa e indirectamente tienen un vínculo con el entorno de desarrollo de las empresas, a fin de garantizar transparencia y tranquilidad a la hora de tomar decisiones que impacten la creación de valor. La divulgación de información ASG confiable, de alta calidad y comparable ayuda a los inversores a tomar decisiones más informadas sobre sus recursos disponibles (WBCSD, 2019).

Este trabajo se fundamenta en la teoría de la agencia, en la teoría de los *stakeholders* y en la teoría de los recursos y las capacidades. La primera brinda desarrollo teórico al conflicto de intereses

que se genera en el momento en que el control y la administración de la empresa se delega a un tercero, quien será el que posea toda la información y tome decisiones en el corto plazo que puede afectar el interés del propietario (Fama, 1980). La teoría de los *stakeholders* (Freeman, 1984) se convierte en un complemento de la teoría de la agencia, pues es fundamental considerar que las relaciones que surgen entre el principal y el agente no solo están dirigidas a los accionistas (*shareholders*), sino también propenden a que los intereses de los demás participantes (clientes, empleados, Estado, comunidad, proveedores, etc.) deben tenerse en cuenta en el proceso de creación de valor empresarial (Velte, 2017). Finalmente, en concordancia con las dos anteriores y teniendo en cuenta las variables endógenas de las organizaciones, la teoría de los recursos y las capacidades amplía la visión de este trabajo al considerar que la competitividad de las empresas y su desempeño está delimitado por la interacción de los recursos que se tienen y las capacidades desarrolladas por el capital humano (Pulido, 2010).

En este sentido, la revelación de información financiera y no financiera hace parte de las herramientas que solucionan los problemas de agencia (Correa y Hernández, 2017), lo que a su vez mejora la interacción con los distintos grupos de interés (*stakeholders*). La comunicación sobre el desempeño financiero y el desempeño ambiental, social y de gobierno (ASG) está relacionado con las políticas implementadas, la estrategia que delimita el actuar de las empresas y las prácticas que, según la creación de valor compartido, afectan tanto el desarrollo económico empresarial como las condiciones sociales que rodean las organizaciones (Porter y Kramer, 2011). Es así como se considera el interés de los accionistas y el de los demás grupos de interés, lo que denota cómo las organizaciones desarrollan estrategias sostenibles. Así, entonces, estas consideraciones hacen relevante el estudio en Latinoamérica donde es un tema emergente.

La revelación de información relacionada con las variables ambiental, social y de gobierno es relativamente nueva en el contexto latinoamericano, pero su estudio se ha expandido por diferentes geografías en el mundo como resultado de la demanda de los *stakeholders* por resultados transparentes, eficientes

y eficaces (Rodríguez-Fernández, 2016) que den cuenta de las actuaciones empresariales en todo el espectro del desarrollo de sus actividades y, además de esto, generen un impacto positivo en su *performance* financiero. La relación entre las variables ASG y el desempeño financiero ha evidenciado en el 90 % de los estudios realizados una relación ASG-desempeño financiero no negativa (Friede *et al.*, 2015).

Con este estudio se busca aportar evidencia empírica para Latinoamérica de la relación ASG-desempeño financiero (o *ESG-financial performance*) a partir de la aplicación de un panel de datos de cuatro países (Brasil, Chile, Colombia y México) con datos tomados de la plataforma Bloomberg. En este sentido, este trabajo complementa estudios previos como los de Sanches-García, Mendes-Da-Silva y Orsato, (2017), Escobar-Váquiro *et al.* (2017) y Lima-Crisóstomo, Souza y Cortes de Vasconcellos, (2011), quienes han abordado las prácticas de revelación ambiental, social y de gobierno en Latinoamérica. Adicionalmente, al aplicar un análisis de robustez con base en el índice de Responsabilidad y Gobierno Corporativo de Merco (Monitor Empresarial de Reputación Corporativa), se validaron los resultados obtenidos con el modelo inicial. Con base en este desarrollo, este artículo de investigación tiene implicaciones para los reguladores, ya que existe una tendencia en distintos países a empezar a exigir revelaciones relacionados con las variables ASG. Asimismo, para los profesionales y académicos, porque la evidencia empírica contribuye al entendimiento de esta relación en Latinoamérica, donde las empresas todavía tienen margen de mejora en sus buenas prácticas de responsabilidad social corporativa (RSC), en sostenibilidad y en la revelación de reportes voluntarios asociados a esta estrategia empresarial.

Además de esta introducción, el artículo se estructura como sigue. En la siguiente sección se presenta el marco teórico y el desarrollo de las hipótesis. A continuación, se aborda el desarrollo metodológico. En la sección quinta se muestran y analizan los resultados del modelo. Por último, se presentan algunas consideraciones finales en las que se incluyen conclusiones, limitaciones e implicaciones del trabajo. Se cierra este artículo con la lista de referencias.

Marco teórico y desarrollo de hipótesis

En esta sección se presentan los fundamentos teóricos que soportan las hipótesis, empezando por la teoría de la agencia, de los *stakeholders* y de los recursos y capacidades. A continuación, se analiza la relación entre el desempeño financiero y las variables ASG.

Teoría de la agencia, teoría del *stakeholder* y teoría de los recursos y las capacidades

Como base para el análisis de las relaciones entre las compañías y sus grupos de interés surge la teoría de la agencia planteada por Fama (1980b), con el fin de brindar soluciones a los conflictos de interés que se originan cuando el control y la toma de decisiones se separan de la propiedad. Por otra parte, al conservar como base las relaciones entre la empresa y sus propietarios, se presenta la teoría del *stakeholder* desarrollada por Freeman (1984), en la cual se resalta la importancia de la relación de la empresa no solo con los inversionistas de capital, sino con otros participantes del mercado involucrados como lo son los clientes, los empleados, el gobierno, la comunidad y el medio ambiente (Galant, 2017).

La teoría de la agencia permite explicar el proceso de rendición de cuentas y la generación de informes y reportes relacionados con el comportamiento de las organizaciones, así como la toma de decisiones de los administradores debido a la delegación de la propiedad con el fin de informar la gestión del capital. Ha sido la base para estudios relacionados con *marketing*, comportamiento organizacional y con la contabilidad (Bendickson, Muldoon, Liguori y Davis, 2016b), los cuales tienen en común el análisis de las relaciones que existen entre principales y agentes que, vistas desde épocas posteriores a la Revolución Industrial, se evidencian, sobre todo, en compañías donde el principal conserva la propiedad, pero sin control, y el agente tiene el control sin propiedad significativa (Cabeça-Serapicos, Mendes-Leite, y Odete-Fernandes 2019).

En la relación entre inversionistas y directivos, la delegación de poder por parte de los primeros

obliga a los segundos a actuar y tomar decisiones empresariales siempre conservando el cumplimiento de los intereses del propietario o inversionista, situación que puede no ser totalmente considerada por los directivos, lo que da así lugar a los llamados problemas de agencia (Bendickson, Muldoon, Liguori y Davis 2016a), a los que la misma teoría se encarga de dar solución.

La asimetría de la información es uno de esos problemas que la teoría de la agencia trata de solucionar; además, cuando aparecen los reportes de sostenibilidad que involucran la revelación de información ambiental, social y de gobernanza que, de acuerdo con Correa y Hernández (2017), son un insumo para brindar mayor transparencia a los inversionistas actuales y potenciales que disponen sus recursos con la confianza de que estos serán administrados de forma correcta.

Por otra parte, a partir de la definición de *stakeholder* como un conjunto de grupos de interés que se benefician de los resultados de las compañías, según la cual no solo se incluyen los inversionistas o propietarios, sino también los empleados, los clientes, las comunidades, el público en general y el gobierno (Freeman y Reed, 1983), es importante considerar la teoría de los *stakeholders* planteada por Freeman (1984): las empresas deben estar enfocadas en desarrollar sus procesos y la toma de decisiones con miras a todos los agentes que se benefician y que están relacionados con el éxito de las organizaciones.

De acuerdo con Jones, Harrison y Felps (2018), la teoría de los *stakeholders*, en relación con la teoría de la agencia, trata las relaciones entre dos partes opuestas para el caso entre las compañías y sus grupos de interés. Es entonces cuando el fundamento de las dos teorías se convierte en una base para el análisis de la rendición de cuentas que realizan los directivos de las organizaciones, si se tienen en cuenta, además de los resultados y el comportamiento financiero, resultados que tienen que ver con variables de corte ambiental, social y de gobierno (Correa-García *et al.*, 2016).

Por otra parte, en conformidad con un enfoque interno de las organizaciones, a partir de la creación de su estrategia, Sánchez-Peñaflor y Herrera-Avilés (2016) delimitan unos objetivos que sean alcanzables y dirigidos al mejoramiento del

desempeño financiero de las empresas. Penrose (1959) otorga gran relevancia al desarrollo conjunto de los recursos, bien sean tangibles o bien intangibles, así como al desarrollo de capacidades del capital humano, pues argumenta que estas dos cosas son las que hacen diferentes a las organizaciones y dan lugar a que ellas mismas generen rendimientos positivos y un desempeño superior al de su competencia (Pulido, 2010).

Es entonces que la teoría de los recursos y las capacidades permite explicar el porqué de un buen desempeño organizacional relacionado con los ámbitos ambiental, social y de gobierno que, hoy en día, se encuentran marcados en las estrategias organizacionales, así como todos los recursos y las capacidades del capital humano soportan los resultados financieros positivos en consideración a las variables endógenas a las organizaciones (Pulido, 2010).

En conclusión, estas teorías fundamentan la presentación de información financiera y no financiera en la que debe evidenciarse el comportamiento de las compañías, enmarcadas en el desarrollo de las capacidades y su relación con el uso de recursos, mostrando niveles de responsabilidad social, ambiental y el buen gobierno corporativo para la satisfacción de necesidades de los *stakeholders* (Saeidi *et al.*, 2015). Estos demandan mayor información relacionada con dichas variables (Amini y Dal Bianco, 2017) que, al ser correctamente comunicadas, pueden tener un impacto indirecto en el desempeño financiero de las organizaciones (Lopez y Fornes, 2015).

Desempeño financiero y variables ASG

Ahora bien, las relaciones entre las organizaciones y los grupos de interés han comenzado a tener relevancia y, por ende, la necesidad de realizar informes que den cuenta del comportamiento tanto financiero como no financiero de las compañías y sirvan, no solo para los inversionistas, sino a todas las partes relacionadas que en la actualidad están exigiendo información más allá de la información financiera (Correa-Mejía *et al.*, 2018). Esto de manera que den lugar a nuevos reportes voluntarios que involucran las variables ASG y que se elaboran con base en guías brindadas por el GRI (Global Reporting Initiative) o por el IIRC (International

Integrated Reporting Council) (Fatemi *et al.*, 2018).

En este sentido, la evaluación del desempeño financiero, entendido como la medida de la rentabilidad de las organizaciones por medio de indicadores financieros que involucran elementos de los estados financieros, ha cobrado importancia en el sentido que permite a los *stakeholders* una comprensión mayor del acontecer financiero de las organizaciones (Baah, Opoku-Agyeman, Abdel y Abdoulaye, 2020). Diversos autores como Aboud y Diab (2016), Saini y Singhanía (2019), Fatemi *et al.* (2018), Hasan, Kobeissi, Liu y Wang (2018), Rodríguez-Fernández (2016) y Saeidi *et al.* (2015) han usado como indicador relevante el ROA (*return on assets*) en el momento de evaluar por medio de modelos explicativos el desempeño financiero en relación con variables ASG.

Por otra parte, el ROE (*return on equity*) ha sido tenido en cuenta en estudios similares, donde Atan *et al.* (2018), Saeidi *et al.* (2015) y Lima-Crisóstomo *et al.* (2011) han coincidido en el uso de este indicador de rentabilidad como medida del desempeño financiero. Adicionalmente, y teniendo en cuenta además del desempeño interno de las organizaciones su comportamiento externo, se involucran medidas como la *Q* de Tobin, con el fin de tener dentro de los modelos para la evaluación de resultados involucradas variables de mercado que dan indicios del valor que tienen las organizaciones.

Por otra parte, es importante tener presente los indicadores relacionados con el desempeño empresarial en relación con variables que involucren factores ambientales, sociales y de gobernanza, pues estas brindan la oportunidad de explorar los beneficios de la información no financiera dentro de las organizaciones (Sikacz y Wolczek, 2019), información que en los últimos años ha tomado gran fuerza y que, según Correa-Mejía *et al.* (2018), contribuye en gran medida a la generación de valor agregado.

Las variables ambientales, sociales y de gobierno, aunque son relativamente nuevas en mercados emergentes como Latinoamérica, han sido objeto de estudio en el mundo. Desde el continente europeo con estudios que en un principio abordan la responsabilidad social corporativa como primer acercamiento a las variables ASG (Gray *et al.*, 1995) y en los que, posteriormente, se involucran

compañías alemanas con el fin de dar evidencias cuantitativas (Velte, 2017), así como en los continentes africano y asiático (Aboud y Diab, 2016; Atan, Alam, Said y Zamri, 2018; Mallin, Farag y Ow-Yong 2014), debido a la importancia de la relación que existe entre el comportamiento financiero y no financiero en las organizaciones.

La relación entre la responsabilidad social corporativa (RSC) y el desempeño financiero, según Cochran y Wood (1984), ha sido un tema de discusión desde la década de los sesenta, cuando en su momento no se llegaba a un consenso sobre si la relación era positiva o negativa. En su estudio se encontró que existía una relación positiva con los activos según su edad, pues las empresas con activos más recientes presentaban mayor índice de RSC. Por otra parte, McGuire, Sundgren y Schneeweis (1988) concluyen que la relación no está dada en el sentido ESG al desempeño financiero, sino en el sentido contrario, encontrándose así que el ROA es un buen predictor para la RSC.

Las empresas en Latinoamérica han comenzado a evaluar el desempeño de variables ASG con relación al desempeño financiero en las organizaciones pero, de acuerdo con Jaén *et al.* (2018), los estudios relacionados con características de responsabilidad social en Latinoamérica son pocos en la actualidad, dado que no se tiene una alta participación en citas y los estudios están fragmentados.

A pesar de lo anterior, algunos autores han desarrollado estudios en los que se relaciona el comportamiento financiero y no financiero. Lima-Crisóstomo *et al.* (2011) realizan un estudio para compañías brasileñas y llegan a la conclusión de que estas variables que tienen relación con la RSC tienen un efecto negativo en el valor de la empresa, principalmente dado por la acción social. Por otra parte, Sanches-García *et al.* (2017), quienes desarrollaron un estudio en el que se evalúa la relación entre rentabilidad y desempeño de ASG en empresas de sectores sensibles, llegan a la conclusión de que estas tenían un mejor desempeño en ASG. Adicionalmente y con un enfoque teórico, Escobar-Váquiro *et al.* (2017) concluyen que para Colombia las prácticas relacionadas con variables

ASG generan valor no solo en las empresas grandes, sino también en las que están en crecimiento.

Al tener en cuenta otros estudios realizados en países no pertenecientes a Latinoamérica, Friede *et al.* (2015) realizaron un metaanálisis de 2000 estudios en el que se relacionan las variables ASG con el comportamiento financiero; concluyen que el 90 % de estos dan como resultado una relación ASG-desempeño financiero no negativa, lo cual es acorde con el estudio realizado por Miras, Carrasco y Escobar (2014), quienes llegan a la conclusión —después de revisar más de 70 artículos— de que la relación entre el desempeño ASG y financiero tiene una relación positiva. De manera similar, el estudio realizado por Aboud y Diab (2016) en empresas de Egipto evidencia que las calificaciones de las variables ASG afectan de forma positiva tanto el mercado accionario como el desempeño financiero.

Asimismo, diversos estudios se han realizado en consideración a la relación ASG-desempeño financiero en las dos direcciones. Es el caso de Ortas, Álvarez y Garayar (2015), quienes analizan la relación bidireccional entre las variables ASG y el desempeño financiero de las compañías que adoptan el United Nations Global Compact, y concluyen que la relación es positiva; asimismo, Martínez-Ferrero y Frías-Aceituno (2015), quienes llegan a la misma conclusión en un estudio que tuvo en cuenta empresas de diferentes continentes.

En consideración a los estudios previos analizados, se plantean las siguientes hipótesis:

- H1: el desempeño en la variable ambiental (*environment*) incide positivamente el desempeño financiero de las empresas latinoamericanas;
- H2: el desempeño en la variable social (*social*) incide positivamente el desempeño financiero de las empresas latinoamericanas;
- H3: el desempeño en la variable gobierno (*governance*) incide positivamente el desempeño financiero de las empresas latinoamericanas;
- H4: el desempeño en las variables ASG (ESG) incide positivamente el desempeño financiero de las empresas latinoamericanas.

Muestra y metodología

A fin de evaluar el comportamiento de la relación entre el desarrollo de las variables ASG y el *performance* financiero de las organizaciones en un contexto latinoamericano, entre los años 2013 y 2017, se eligieron compañías listadas en los principales índices de Chile, México, Brasil y Colombia (IPSA, Mexbol, IBOV y Colcap, respectivamente). La Tabla 1 muestra el resultado final de la muestra que arroja un total de 740 observaciones, presentadas por sector y país. Adicionalmente, se presenta la clasificación, en caso de que pertenezcan a un sector sensible o no (Murillo, 2007).

Tabla 1. Muestra

Sector	Brasil	Chile	Colombia	México	Total	Frecuencia relativa
Materiales básicos	35	15	-	20	70	0,095
Comunicaciones	20	5	5	15	45	0,061
Consumo	120	45	15	70	250	0,338
Energía	20	5	10	-	35	0,047
Financiero	65	40	35	40	180	0,243
Industrial	20	10	20	25	75	0,101
Servicios públicos	35	30		5	85	0,115
Total	315	150	100	175	740	1,000
Frecuencia relativa	0,426	0,203	0,135	0,236	1,000	

Sector	Brasil	Chile	Colombia	México	Total	Frecuencia relativa
Sensible						
0	120	60	45	70	295	
1	195	90	55	105	445	
Total	315	150	100	175	740	

Fuente: elaboración propia.

Las variables relacionadas con el *performance* financiero y las variables ASG se tomaron de la base de datos de Bloomberg. En el caso del desempeño financiero se tomaron los datos relacionados con los estados financieros publicados en la plataforma, y el comportamiento de la variable independiente ESG se calculó como un promedio de los puntajes de las variables ambiental (ENV), social (SOC) y de gobierno (GOV) para cada uno de los años de estudio (2013-2017). Estos puntajes se obtienen teniendo en cuenta las revelaciones relacionadas con el control de emisiones de gases contaminantes, el uso del agua y la energía, las capacitaciones y la salud de los empleados, así como lo relacionado con la composición y las prácticas de los consejos de administración de las organizaciones, entre otros factores. En el modelo se evaluaron las variables independientes ambiental (ENV), social (SOC), de gobierno (GOV) y el índice agregado ESG.

Las variables dependientes Q de Tobin y ROA son las variables proxy relacionadas con el comportamiento financiero de las organizaciones. Según Velte (2017), la Q de Tobin es un ratio de mercado que muestra la relación entre el precio de mercado de un activo en relación con su precio de reposición, lo que permite conceptuar sobre el valor de la empresa. El ROA es una medida de desempeño contable y mide la rentabilidad de la compañía en relación con el total de sus activos, por lo cual se inscribe como una variable alusiva al desempeño financiero desde

un enfoque interno. Tanto la Q de Tobin como el ROA fueron extraídos de la base de datos de la plataforma Bloomberg.

En la investigación se incluyeron algunas variables de control con el fin de evitar los sesgos de estimación (Newey y Stouli, 2020). Entre estas, el tamaño de la empresa (SIZE), calculado como el logaritmo natural del total de activos (Aboud y Diab, 2016), al considerar que el tamaño de las organizaciones está relacionado con el interés de los *stakeholders* en conocer el comportamiento financiero de estas (Velte, 2017). Pertenecer o no un sector *sensible* es una variable de control dummy que toma el valor 1 cuando la empresa se encuentra en un sector que implica un alto impacto en las variables ESG, y el valor 0 en otro caso (Sanchez-Garcia *et al.*, 2017). Adicionalmente, se usó el endeudamiento (LEV) (Fatemi *et al.*, 2018) y la tangibilidad (TANG) de las empresas (proxy de inversiones de largo plazo de las compañías de cara a estrategias sostenibles) (Hasan *et al.*, 2018).

Con la definición de las variables se aplica la metodología de datos de panel de datos, la cual permite obtener resultados más consistentes y robustos, así como corregir los problemas de heterogeneidad (Madorran y García, 2016). Esta técnica proporciona información más completa sobre la hipótesis a contrastar al evaluar la evolución de cada compañía (*i*) en el horizonte de tiempo (*t*) que comprende el estudio. El modelo se describe en la ecuación (1).

$$PF_{it}(Q\ Tobin, ROA) = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 Tang + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Sensible_{it} + \varepsilon_{it} \tag{1}$$

La investigación evalúa si el comportamiento de las variables ASG (ESG) tiene un impacto positivo en el desempeño financiero de las organizaciones.

Las variables dependientes son la Q de Tobin y el ROA. Las estadísticas y el modelo de datos de panel se calcularon en el *software* econométrico Stata.

Análisis de los resultados

Se presentan a continuación los resultados. En primera instancia, el análisis descriptivo, y luego el análisis explicativo en el que se recoge la validación de las hipótesis.

Análisis descriptivo

En la Tabla 2 se puede observar las estadísticas descriptivas de las variables dependientes, de interés y de control. Las variables dependientes que miden el *performance* financiero evidencian una media muestral para la Q de Tobin y el ROA de 1,506 y 0,041, respectivamente. El puntaje de las variables ASG (ESG) se encuentra en un rango entre 0 y 100, pero fueron normalizadas a fin de evitar sesgos. Las

medias obtenidas en relación con la muestra son 0,272, 0,372, 0,397 y 0,347, respectivamente, para las variables ENV, SOC, GOV y ESG. Es importante mencionar que los puntajes en promedio obtenidos de las variables SOC, GOV y ESG son más altos que los obtenidos por la variable ENV, lo cual implica que en el aspecto ambiental las compañías tienen potencial de mejoramiento, más si se tiene en cuenta la riqueza natural que tienen los países latinoamericanos y el potencial impacto que puede tener la actividad empresarial en el medio ambiente.

Las variables de control se muestran en el último apartado de la Tabla 2 con una media de 0,627, 0,582 y 1,669 para TAN, LEV y SIZE, respectivamente. Además, tal como se presentó en la muestra, el 60,4 % de las empresas pertenecen a un sector sensible.

Tabla 2. Estadística descriptiva

Variable	Observa.	Media	Desv. Est.	Min	Max
Desempeño ESG					
ENV	740	0,272	0,214	0,000	0,767
SOC	740	0,372	0,238	0,000	0,891
GOV	740	0,397	0,177	0,000	0,768
ESG	740	0,347	0,193	0,000	0,722
Merco	740	0,277	0,329	0,000	1,000
Desempeño financiero					
q de Tobin	740	1,506	0,879	0,000	6,945
ROA	740	0,041	0,061	-0,427	0,378
VARIABLES DE CONTROL					
TAN	673	0,627	0,253	0,000	0,992
LEV	673	0,582	0,207	0,056	1,417
SIZE	673	16,69	1,401	11,82	20,98

Fuente: elaboración propia.

La Tabla 3 presenta la matriz de correlaciones. Según la correlación de Pearson (Hernández-Lalinde *et al.*, 2018) para las variables dependientes, de interés y de control, las variables ENV, SOC, GOV tienen una relación significativa y positiva entre sí y con la variable ESG, lo cual se entiende debido a que las variables mencionadas en un principio son componentes de esta última. Adicionalmente, es importante mencionar la relación significativa y positiva que existe entre la variable Q de Tobin y las variables GOV y ESG, lo cual es un indicio del impacto que estas variables

pueden tener en el valor de la firma recogido en el indicador de mercado Q de Tobin y la relación significativa y negativa del ROA con ENV y positiva con GOV. Por otra parte, las variables de control TAN, LEV y SIZE muestran una relación negativa con las variables dependientes (Q de Tobin y ROA); la variable SENS, por el contrario, presenta una relación significativa pero negativa. En ningún caso se mostraron relaciones superiores a 0,8, lo cual indica que la correlación de las variables de control es considerable dentro de los rangos de Spearman (Mondragón, 2000).

Tabla 3. Matriz de correlaciones

	Q de Tobin	ROI	ENV	SOC	GOV	ESG	Merco	TANG	LEV	SIZE	SENS
Q de Tobin	1,000										
ROI	0,632 ***	1,000									
ENV	-0,010	-0,084 **	1,000								
SOC	0,034	-0,009	0,826 ***	1,000							
GOV	0,203 ***	0,093 **	0,675 ***	0,775 ***	1,000						
ESG	0,073 **	-0,007	0,917 ***	0,955 ***	0,875 ***	1,000					
Merco	-0,046	-0,088 **	0,172 **	0,096 ***	0,062 *	0,122 ***	1,000				
TANG	-0,027	-0,009	0,048	0,069 *	0,026	0,054	-0,090 **	1,000			
LEV	-0,148 ***	-0,373 ***	0,206 ***	0,121 ***	0,073 *	0,150 ***	0,158 ***	-0,395 ***	1,000		
SIZE	-0,330 ***	-0,288 ***	0,414 ***	0,335 ***	0,282 ***	0,380 ***	0,266 ***	-0,222 ***	0,337 ***	1,000	
SENS	0,012	-0,017	0,286 ***	0,257 ***	0,149 ***	0,257 ***	-0,038 ***	0,457 ***	-0,088 **	-0,040 **	1,000

***, **, * Significancia estadística a 1 %, 5 % y 10 %, respectivamente.
Fuente: elaboración propia.

Análisis explicativo

Los resultados de las regresiones mediante el modelo de panel de datos se presentan en la Tabla 4 para la variable dependiente *Q* de Tobin y en la Tabla 5 para la variable dependiente ROA, respectivamente.

Se evidencia que las variables SOC y GOV tienen un impacto positivo (coef. 0,380 y 1,239) y significativo,

con un 95 % y un 99 % de confianza, respectivamente, en relación con la *Q* de Tobin, variable de mercado relacionada con el *performance* financiero. Estos resultados están en línea con el trabajo de Rodríguez-Fernández (2016), quien encontró que existe una relación positiva entre las prácticas de RSC, al relacionar el gobierno corporativo y el desempeño financiero de las empresas españolas.

Tabla 4. Modelo 1: *q* de Tobin

	ENV		SOC		GOV		ESG					
	Coef	Std	Coef	Std	Coef	Std	Coef	Std				
ENV	0,296	0,217										
SOC			0,380	0,170	**							
GOV					1,239	0,214	***					
ESG							0,833	0,233	***			
TAN	-0,527	0,241	**	-0,517	0,240	**	-0,485	0,232	**	-0,528	0,238	**
LEV	-0,035	0,234		-0,016	0,233		0,043	0,227		-0,008	0,231	
SIZE	-0,284	0,046	***	-0,286	0,045	***	-0,304	0,043	***	-0,306	0,045	***
SENS	-0,001	0,148		-0,012	0,147		-0,029	0,140		-0,042	0,146	
_cons	6,757	0,792	***	6,727	0,775	***	6,608	0,741	***	6,920	0,770	***
R2	0,724			0,724			0,712			0,72		
Obs.	583			583			583			583		

***,**, * Significancia estadística a 1 %, 5 % y 10 %, respectivamente.

Fuente: elaboración propia.

En el caso de la variable ENV, no se evidencia un impacto significativo con el comportamiento de la *Q* de Tobin en línea con lo establecido por Atan *et al.* (2018), quien encontró que al analizar individualmente las variables ESG no se tiene un impacto significativo en el comportamiento financiero aplicado a empresas de Malasia. Según esto, se tiene que en el contexto latinoamericano las acciones ambientales que realizan las empresas no logran percibirse como promotoras del valor de mercado empresarial. Esta situación puede confirmarse en el hecho de que las calificaciones dadas en promedio para la variable ENV son menores a las demás variables ESG (véase la Tabla 2).

Cuando se realiza el análisis integrado con ESG se encuentra una relación positiva (coef. 0,833) y significativa con una confianza del 99 %. Este

resultado para el índice agregado ESG está en línea con Aboud y Diab (2016), y Saini y Singhania (2019), de manera que evidencia cómo, a pesar del resultado obtenido para la variable ambiental (ENV), en el agregado las acciones corporativas — por responder a las expectativas de los *stakeholders*— tienen incidencia positiva en el desempeño financiero medido a través de la *Q* de Tobin.

Adicionalmente, se evidencia que, para todos los casos, considerando las variables ENV, SOC, GOV individualmente, y el índice conjunto ESG, el comportamiento de la variable dependiente *Q* de Tobin es explicado, en promedio, en un 72 % (R2), lo que puede considerarse un indicio de la relevancia que tiene el comportamiento organizacional en los ámbitos ambiental, social y de gobierno corporativo en su *performance* financiero.

Respecto al ROA, en la Tabla 5 se puede evidenciar un impacto positivo y significativo para las variables GOV y ESG (coef. 0,043 y 0,030) con una confianza del 99 % y el 90 %, respectivamente, pero para el caso de ENV y SOC no se evidencia un impacto significativo. Estos hallazgos están en sintonía con Velte (2017) para el caso de las variables GOV y ESG, quien encuentra que individualmente el desempeño ambiental, social y de gobierno

tienen un impacto positivo en el comportamiento financiero medido con la ROA, lo que contradice lo encontrado para las variables ENV y SOC. Esto puede explicarse, ya que, en mayor medida, el ROA está relacionado con las acciones internas que se impulsan desde el gobierno corporativo de las empresas, mientras las variables sociales y ambientales están más relacionadas con la percepción de agentes externos.

Tabla 5. Modelo 2: ROA

	ENV		SOC		GOV		ESG					
	Coef	Std	Coef	Std	Coef	Std	Coef	Std				
ENV	0,005	0,016										
SOC			0,021	0,013								
GOV					0,043	0,016	***					
ESG								0,030 0,017 *				
TAN	-0,061	0,016	***	-0,062	0,016	***	-0,060	0,016	***	-0,062	0,016	***
LEV	-0,111	0,017	***	-0,111	0,017	***	-0,109	0,017	***	-0,111	0,017	***
SIZE	-0,010	0,003	***	-0,011	0,003	***	-0,011	0,003	***	-0,011	0,003	***
SENS	-0,003	0,009		-0,005	0,009		-0,005	0,009		-0,005	0,009	
_cons	0,320	0,050	***	0,329	0,049	***	0,322	0,047	***	0,332	0,049	***
R2	0,536		0,534		0,524		0,532					
Obs.	583		583		583		583					

***,**, * Significancia estadística a 1 %, 5 % y 10 %, respectivamente.
Fuente: elaboración propia.

Adicionalmente, vale recordar que las calificaciones obtenidas para GOV y ESG, en promedio, fueron mayores respecto a las demás variables, lo que ayuda a reforzar la idea según la cual las acciones relacionadas con las variables ambiental y social brindan resultados financieros posteriores que no se evidencian en el corto plazo.

En el caso del impacto que tiene la revelación de las variables independientes en el desempeño financiero, medido con la variable ROA, se evidencia que su comportamiento está explicado, en menor medida (R2), por los cambios en las variables ENV, SOC, GOV y ESG, en comparación con lo obtenido para la Q de Tobin. Esto indica que, en el caso de las empresas latinoamericanas, las acciones en ASG (ESG) son explicativas, principalmente, de los resultados

financieros que son de mercado (enfoque externo), y en menor medida del desempeño financiero desde una perspectiva contable (enfoque interno).

Al revisar los resultados para las variables de control se evidencia la relación negativa y significativa al 99 % que tiene la variable de tamaño (SIZE) en el modelo evaluado con la Q de Tobin. Las variables de control TANG, LEV y SIZE evidencian una relación negativa y significativa en el modelo evaluado con el ROA, lo que indicaría que el tamaño, la tangibilidad de los activos y el endeudamiento inciden de manera negativa en el desempeño de las empresas analizadas. Esto es similar a los resultados de Saini y Singhania (2019) para el caso de LEV, pues en el caso de SIZE se muestra una relación positiva, tal como lo es en el caso de Velte (2017).

El resultado agregado para la validación de las hipótesis planteadas se presenta en la Tabla 6.

Tabla 6. Comprobación de hipótesis

		q de Tobin	ROA
H1	ENV	No cumple	No cumple
H2	SOC	Cumple	No cumple
H3	GOV	Cumple	Cumple
H4	ESG	Cumple	Cumple

Fuente: elaboración propia.

Estos resultados estimulan a las compañías latinoamericanas a seguir avanzando en la implementación de estrategias y acciones que promuevan el diálogo con los *stakeholders* a partir del aprovechamiento de sus recursos y capacidades, toda vez que las hipótesis H3 (GOV) y H4 (ESG) fueron validadas en ambos modelos. Por otra parte, H2 (SOC) fue validada positivamente en el modelo de la q de Tobin y H1 (ENV) arrojó resultados negativos. Con todo esto se puede afirmar que el desempeño financiero está, en primera medida, influenciado por las estructuras y políticas de gobierno corporativo y, por tanto, las compañías deben propender a respetar estos códigos que son de aceptación general por parte de los *stakeholders*. Por otra parte, se evidencian oportunidades de mejoramiento en el campo social y, especialmente, en el ambiental, a fin de que las empresas latinoamericanas fortalezcan estas acciones que redundarán en un beneficio empresarial articulado con el desarrollo de las comunidades y los ecosistemas naturales.

Análisis de robustez

Con el fin de dar un mayor alcance al análisis realizado se consideró como variable independiente adicional el índice Merco de Responsabilidad y Gobierno Corporativo. Este índice mide la reputación de las empresas latinoamericanas por cada país y ha sido utilizado previamente por Seixas Pinto, De Souza-Freire y Costa dos Santos (2016). En la categoría relacionada con la responsabilidad y el gobierno corporativo se realiza un ranquin anual respecto a la calificación dada de 100 empresas por cada país; en promedio, esta variable

presentó un valor de 0,277, tal como puede observarse en la Tabla 2.

El análisis con base en la variable Merco permite fortalecer el análisis del desempeño no financiero y de las revelaciones voluntarias con el desempeño financiero de las empresas latinoamericanas. Este índice es de gran aceptación y, por tanto, los resultados refuerzan las conclusiones con base en las variables no financieras de ASG (ESG).

Tabla 7. Análisis de robustez: Merco

	q de Tobin			ROI		
	Coef	Std		Coef	Std	
Merco	0,234	0,103	**	0,015	0,008	*
TAN	-0,499	0,241	**	-0,061	0,016	***
LEV	-0,044	0,234		-0,112	0,017	***
SIZE	-0,281	0,045	***	-0,010	0,003	***
SENS	0,025	0,148		-0,003	0,009	
_cons	6,683	0,780	***	0,326	0,049	***
R2	0,731			0,541		
Obs.	583			583		

***,**, * Significancia estadística a 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Fuente: elaboración propia.

La Tabla 7 permite evidenciar que la variable Merco tiene una relación significativa con el comportamiento financiero vía q de Tobin (coef. 0,234 y std. 0,103) y con el ROA (coef. 0,015 y std. 0,008), con niveles de confianza del 95 % y el 90 %, respectivamente. Estos resultados permiten reforzar los resultados de las variables ASG (ESG), en el sentido de que la reputación corporativa que ganan las empresas (medida por Merco), a causa de sus buenas prácticas de responsabilidad social corporativa, se ven reflejadas en un mejor desempeño financiero y valoración empresarial. Adicionalmente, estos resultados incentivan a las empresas a pertenecer a estos ránquines, y a los académicos y profesionales a seguir estas calificaciones e índices, porque allí podrán encontrar las empresas de Latinoamérica con los mejores estándares de desempeño integral (financiero y no financiero), lo cual recoge el planteamiento de Freeman (1984), así como de Porter

y Kramer (2011), en torno a que la gestión empresarial debe orientarse a la creación de valor a todo nivel para los distintos agentes de interés.

Los resultados obtenidos y contrastados adicionalmente con la prueba de robustez evidencian que las compañías latinoamericanas cada vez se comprometen más con acciones que dan respuesta a la sociedad y, por tanto, plataformas como Bloomberg y Merco pueden construir índices de desempeño no financiero. Esta perspectiva amplía de manera significativa el horizonte de la evaluación del *performance* empresarial, porque cada vez se demanda más una visión amplia que involucre la tradicional información financiera y la información no financiera (INF) para el análisis de los negocios y la toma de decisiones por parte de los inversionistas y demás agentes de interés (Correa-Mejía *et al.*, 2018).

Conclusiones

En este trabajo se estudió la relación entre las variables de desempeño ambiental, social y de gobierno ASG (ESG) y el desempeño financiero empresarial para una muestra de empresas listadas en las principales bolsas de los mercados latinoamericanos de Brasil, Chile, Colombia y México. Se abordó cómo el papel de estos componentes no financieros incide en el desempeño empresarial utilizando como variables dependientes el ROA y la Q de Tobin. Los resultados obtenidos evidencian que las variables de ASG (ESG), individualmente consideradas, y el índice agregado contribuyen de manera significativa con el desempeño financiero, excepto la variable de ambiente. Esto significa que las empresas latinoamericanas logran capitalizar su compromiso con temas no financieros en resultados que las potencializan y las hacen crecer.

Esta evidencia empírica que se aporta se suma a trabajos como los de Sanches-García *et al.* (2017), Escobar-Váquiro *et al.* (2017), Ortas *et al.* (2015), y Lima-Crisóstomo *et al.* (2011), entre otros, que han explorado y explicado la importancia de los tópicos de ASG (ESG). Los resultados evidencian la importancia de ahondar investigaciones en este tema en la medida en que las compañías latinoamericanas se comprometan con la articulación de su desempeño ASG (ESG) y financiero, de cara a la creación

de valor compartido, lo que sin duda redundará en una mayor sostenibilidad empresarial. En concreto, sobre el componente ambiental se sugiere, en consecuencia, que las empresas latinoamericanas deben mejorar su compromiso en este apartado y sus revelaciones. Este ítem es el que presenta un menor *score* en el nivel de revelación por parte las compañías latinas.

Estos resultados son relevantes a la hora de implementar nuevas regulaciones e incentivos a las empresas para el desarrollo de políticas y prácticas relacionadas con la sostenibilidad de las organizaciones, en las cuales se involucren herramientas ambientales, sociales y de gobierno que brinden a los *stakeholders* mayores argumentos para la toma de decisiones, como, por ejemplo, la elaboración y presentación de informes no financieros. Todo esto porque en Latinoamérica todavía se considera un tema emergente (Husted y de Sousa-Filho, 2019). Con este estudio se aporta evidencia empírica sobre las relaciones ASG (ESG) y desempeño financiero en un entorno de países emergentes, con lo cual sus resultados pueden compararse con los de otros académicos considerando las diferencias institucionales. Una limitación que presenta este estudio es que no explora en detalle los reportes de las compañías a fin de evaluar aspectos de tipo cualitativo inherentes a las revelaciones ASG (ESG); sin embargo, esto, a su vez, se constituye en una oportunidad para investigaciones futuras.

La aplicación del modelo de panel de datos que conlleva observar el comportamiento de las empresas en un horizonte de tiempo determinado tiene implicaciones prácticas, toda vez que los profesionales en cargos directivos que orienten las estrategias y acciones en materia de responsabilidad social corporativa ven en trabajos como este un incentivo para impulsar estas acciones y estrategias, porque la inversión en RSC se ve traducida en buenos resultados financieros. Por otra parte, la inclusión del índice reputacional de Merco sobre responsabilidad y gobierno corporativo, en su relación con el desempeño financiero, constituye un aporte adicional de este trabajo de investigación en el contexto latinoamericano.

La relación entre el ASG (ESG), la gestión empresarial, el desempeño financiero y el valor de

las empresas no es un tema acabado, por lo cual este trabajo abre la puerta a nuevas investigaciones que puedan profundizar sobre acciones específicas relacionadas con temas ambientales y sociales considerando el entorno latinoamericano. Asimismo, se podrán realizar estudios comparativos con otras economías emergentes en los que se consideren factores institucionales y culturales de los países y, en un futuro, analizar la evolución en estas variables no financieras, especialmente de tipo ambiental.

Referencias

- Aboud, A. y Diab, A. (2016). The financial and market consequences of environmental, social and governance ratings. The implications of recent political volatility in Egypt. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 10(3), 498-520. doi: <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-06-2018-0167>
- Amini, C. y Dal Bianco, S. (2017). Corporate social responsibility and Latin American firm performance. *Corporate Governance (Bingley)*, 17(3), 403-445. doi: <https://doi.org/10.1108/CG-03-2016-0060>
- Atan, R., Alam, M. M., Said, J. y Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance. Panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 29(2), 182-194. doi: <https://doi.org/10.1108/meq-03-2017-0033>
- Baah, C., Opoku-agyeman, D., Abdel, F. y Abdoulaye, M. (2020). Understanding the influence of environmental production practices on firm performance: a proactive versus reactive approach. *Journal of Manufacturing Technology Management*. doi: <https://doi.org/10.1108/JMTM-05-2020-0195>
- Bendickson, J., Muldoon, J., Liguori, E. y Davis, P. E. (2016a). Agency theory: the times, they are a-changin'. *Management Decision*, 54(1), 174-193. doi: <https://doi.org/10.1108/MD-02-2015-0058>
- Bendickson, J., Muldoon, J., Liguori, E. W. y Davis, P. E. (2016b). Agency theory: background and epistemology. *Journal of Management History*, 22(4), 437-449. doi: <https://doi.org/10.1108/JMH-06-2016-0028>
- Cabeça-Serapicos, A. J., Mendes-Leite, J. y Odete-Fernandes, P. (2019). Agency theory approach of the relationship between performance, compensation and value creation in the companies listed on Euronext Lisbon. *Contaduría y Administración*, 64(3), 1-19. doi: <https://doi.org/10.22201/fca.24488410e.2018.1693>
- Cochran, P. L. y Wood, R. A. (1984). Corporate social responsibility and financial performance. *Academy of Management Journal*, 27(1), 42-56. doi: <https://doi.org/10.5465/255956>
- Correa-García, J. A., Hernández-Espinal, M. C., Vásquez-Arango, L. y Soto-Restrepo, Y. M. (2016). Reportes integrados y generación de valor en empresas colombianas incluidas en el Índice de Sostenibilidad Dow Jones. *Cuadernos de Contabilidad*, 17(43). doi: <https://doi.org/10.11144/javeriana.cc17-43.rigv>
- Correa, D. y Hernández, P. (2017). Informes de sostenibilidad y su impacto en la creación de valor financiero en las empresas. *Contaduría Universidad de Antioquia*, 70, 43-61.
- Correa-Mejía, D. A., Reyes-Naranjo, D. C. y Montoya-Beltrán, K. M. (2018). La información no financiera y el desempeño financiero empresarial. *Semestre Económico*, 21(46), 185-202. doi: <https://doi.org/10.22395/seec.v21n46a8>
- Escobar-Váquiro, N., Benavides-Franco, J. y Perafán-Peña, H. F. (2017). Gobierno corporativo y desempeño financiero: conceptos teóricos y evidencia empírica. *Cuadernos de Contabilidad*, 17(43), 203-254. doi: <https://doi.org/10.11144/javeriana.cc17-43.gcdf>
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/1837292>
- Fatemi, A., Glaum, M. y Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: the moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45-64. doi: <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*. Cambridge University Press. doi: <https://doi.org/10.2139/ssrn.263511>
- Freeman, R. E. y Reed, D. L. (1983). Stockholders and stakeholders: a new perspective on corporate governance. *California Management Review*, 25(3), 88-106. doi: <https://doi.org/10.2307/41165018>
- Friede, G., Busch, T. y Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 5(4), 210-233. doi: <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Fuentes-Doria, D. D., Toscano-Hernández, A. E., Díaz-Ballesteros, J. L. y Escudero-Garrido, Y. (2019). Ética y sostenibilidad en la gestión contable: un análisis documental en el contexto mundial en los periodos 2009-2018. *Contaduría Universidad de Antioquia*, 75, 43-67. doi: <https://doi.org/10.17533/udea.rc.n75a02>
- Galant, M. (2017). The stakeholders theory as a starting point for the critique of corporate social responsi-

- lity. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego We Wrocławiu*, 464, 31-42. doi: <https://doi.org/10.15611/pn.2017.464.03>
- Gray, R., Kouhy, R. y Lavers, S. (1995). Corporate social and longitudinal study of UK disclosure. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 8(2), 47-77.
- Habek, P. y Wolniak, R. (2016). Assessing the quality of corporate social responsibility reports: the case of reporting practices in selected European Union member states. *Quality & Quantity*, 50(1), 399-420. doi: <https://doi.org/10.1007/s11135-014-0155-z>
- Haller, A., Link, M. y Groß, T. (2017). The term “non-financial information”. A semantic analysis of a key feature of current and future corporate reporting. *Accounting in Europe*, 14(3), 407-429. doi: <https://doi.org/10.1080/17449480.2017.1374548>
- Hasan, I., Kobeissi, N., Liu, L. y Wang, H. (2018). Corporate social responsibility and firm financial performance: the mediating role of productivity. *Journal of Business Ethics*, 149(3), 671-688. doi: <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3066-1>
- Hernández-Lalinde, J., Espinosa-Castro, J., Peñaloza-Tarazona, M., Fernández-González, J., Chacón-Rangel, J., Toloza-Sierra, C., ... y Bermúdez-Pirela, V. (2018). Sobre el uso adecuado del coeficiente de correlación de Pearson: definición, propiedades y suposiciones. *AVFT-Archivos Venezolanos de Farmacología y Terapéutica*, 37(5).
- Husted, B. W. y de Sousa-Filho, J. M. (2019). Board structure and environmental, social, and governance disclosure in Latin America. *Journal of Business Research*, 102, 220-227. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.01.017>
- Jaén, M. H., Auletta, N., Bruni Celli, J. y Pocaterra, M. (2018). Bibliometric analysis of indexed research on corporate social responsibility in Latin America (2000-2017). *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 31(1). doi: <https://doi.org/10.1108/ARLA-06-2017-0190>
- Jones, T. M., Harrison, J. S. y Felps, W. (2018). How applying instrumental stakeholder theory can provide sustainable competitive advantage. *Academy of Management Review*, 43(3), 371-391. doi: <https://doi.org/10.5465/amr.2016.0111>
- Lima-Crisóstomo, V., Souza Freire, F. y Cortes de Vasconcellos, F. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7(2), 295-309. doi: <https://doi.org/10.1108/17471111111141549>
- Lopez, B. y Fornes, G. (2015). Corporate social responsibility in emerging markets: case studies of Spanish MNCs in Latin America. *European Business Review*, 27(2), 214-230. doi: <https://doi.org/10.1108/EBR-03-2013-0053>
- Madorran, C. y García, T. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: the Spanish case. *Revista de Administração de Empresas*, 56(1), 20-28.
- Mallin, C., Farag, H. y Ow-Yong, K. (2014). Corporate social responsibility and financial performance in Islamic banks. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 103, S21-S38. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2014.03.001>
- Martínez-Ferrero, J. y Frías-Aceituno, J. V. (2015). Relationship between sustainable development and financial performance: international empirical research. *Business Strategy and the Environment*, 24(1), 20-39. doi: <https://doi.org/10.1002/bse.1803>
- McGuire, J. B., Sundgren, A. y Schneeweis, T. (1988). Corporate social responsibility and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, 31(4), 854-872. doi: <https://doi.org/10.5465/256342>
- Miras, M. del M., Carrasco, A. y Escobar, B. (2014). Responsabilidad social corporativa y rendimiento financiero: un meta-análisis. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 43(2), 193-215. doi: <https://doi.org/10.1080/02102412.2014.911000>
- Mondragón, M. (2000). Uso de la correlación de Spearman en un estudio de intervención en fisioterapia. *Movimiento Científico*, 8(1), 98-104. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5156978>
- Murillo, D. R. (2007). La competitividad exportadora de los sectores ambientalmente sensibles y la construcción de un patrón exportador sostenible en América Latina y el Caribe. *Documentos de Proyectos Cepal*, 148, 1-221. Recuperado de <http://www.eclac.cl/publicaciones/xml/1/32231/LCW148.pdf>
- Newey, W. y Stouli, S. (2020). Control variables, discrete instruments, and identification of structural functions. *Journal of Econometrics*. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2020.07.027>
- Ortas, E., Álvarez, I. y Garayar, A. (2015). The environmental, social, governance, and financial performance effects on companies that adopt the United Nations Global Compact. *Sustainability*, 7(2), 1932-1956. doi: <https://doi.org/10.3390/su7021932>
- Penrose, E. (1959). *The theory of the growth of the firm*. Nueva York: Oxford University Press.

- Porter, M. E. y Kramer, M. R. (2011). La creación de valor compartido. *Harvard Business Review. América Latina*, 89, 3-18. Recuperado de <http://www.pacificrubiales.com.co/juntosconstruyendo/wwwroot/pdf/SharedValueinSpanish.pdf>
- Pulido, B. (2010). Teoría de los recursos y capacidades el foco estratégico centrado en el interior de la organización. *Sotavento MBA*, 15, 54-60.
- Rodríguez-Fernández, M. (2016). Social responsibility and financial performance: the role of good corporate governance. *BRQ Business Research Quarterly*, 19(2), 137-151. doi: <https://doi.org/10.1016/j.brq.2015.08.001>
- Rupley, K. H., Brown, D. y Marshall, S. (2017). Evolution of corporate reporting: from stand-alone corporate social responsibility reporting to integrated reporting. *Research in Accounting Regulation*, 29(2), 172-176. doi: <https://doi.org/10.1016/j.racreg.2017.09.010>
- Saeidi, S. P., Sofian, S., Saeidi, P., Saeidi, S. P. y Saeidi, S. A. (2015). How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction. *Journal of Business Research*, 68(2), 341-350. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.06.024>
- Saini, N. y Singhania, M. (2019). Performance relevance of environmental and social disclosures. The role of foreign ownership. *Benchmarking: An International Journal*, 26(6). doi: <https://doi.org/10.1108/bij-04-2018-0114>
- Sanches-Garcia, A., Mendes-Da-Silva, W. y Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 150, 135-147. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>
- Sánchez-Peñaflor, S. y Herrera-Avilés, M. (2016). Los recursos humanos bajo el enfoque de la teoría de los recursos y capacidades. *Revista Facultad de Ciencias Económicas*, 24(2), 133-146. doi: <https://doi.org/10.18359/rfce.2216>
- Seixas-Pinto, L. J., De Souza-Freire, F. y Costa dos Santos, M. A. (2016). Retorno das ações com status de reputação corporativa no Brasil : um estudo comparativo entre empresas ranqueadas no Merco e empresas listadas no ISE BM & F Bovespa. *Revista de Auditoria Governança e Contabilidade*, 4(9), 57-75.
- Sikacz, H. y Wolczek, P. (2019). ESG analysis of companies included in the Respect Index based on Thomson Reuters Eikon database. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego We Wrocławiu*, 520, 115-127. doi: <https://doi.org/10.15611/pn.2018.520.10>
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169-178. doi: <https://doi.org/10.1108/jgr-11-2016-0029>
- Venturelli, A., Cosma, S. y Leopizzi, R. (2018). Stakeholder engagement: an evaluation of european banks. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. doi: <https://doi.org/10.1002/csr.1486>
- World Business Council for Sustainable Development [WBCSD]. (2019). *Reporting matters. Navigating the landscape: a path forward for sustainability reporting*. Recuperado de https://docs.wbcsd.org/2019/10/WBCSD_Reporting_Matters_2019.pdf

