



Responsabilidad Social Empresarial y su efecto en el Desempeño Financiero: Evidencia para compañías de Mercados Emergentes

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: Juan Pablo Hernández Soto
Profesor Guía: Mauricio Jara**

Santiago, Abril 2023

Responsabilidad Social Empresarial y su efecto en el Desempeño Financiero: Evidencia para compañías de Mercados Emergentes

JUAN PABLO HERNÁNDEZ SOTO

*Tesis para optar al grado de Magister en Finanzas - Facultad de Economía y Negocios,
Universidad de Chile
Email: juahernand@fen.uchile.cl*

Este trabajo tiene como objetivo analizar la relación entre prácticas de responsabilidad social empresarial y desempeño financiero para una muestra de empresas pertenecientes a mercados emergentes. La literatura que ha analizado como las puntuaciones ESG, utilizadas como proxies de RSE, impactan al desempeño financiero de las firmas no es concluyente. Por un lado, un argumento relacionado a un mayor desempeño financiero viene de la reducción del riesgo corporativo. Por otro lado, otros argumentos sugieren que la incorporación de prácticas de ESG no afectan al desempeño cuando es mandatorio por ley. Utilizando una muestra de empresas que pertenecen al MSCI Emerging Market Index para el período 2017-2020, nuestros resultados ponen de manifiesto esto. Con una muestra de 853 firmas, utilizando datos de panel balanceados y controlando por efectos fijos en múltiples niveles, los resultados encontrados dan evidencia de una relación mixta entre RSE (puntuaciones ESG) y desempeño financiero (ROA y ROE). Adicionalmente, la dimensión de gobierno corporativo muestra ser la que más influye sobre ROA.

Keywords: Responsabilidad Social Empresarial; Desempeño Financiero; Puntuaciones ESG; Datos de Panel Balanceados; Mercados Emergentes; Sustentabilidad

Received Septiembre 2022; revised Noviembre 2022

1. INTRODUCCIÓN

Desde hace varias décadas que la responsabilidad social empresarial (RSE) ha sido un tópico al cual se le ha prestado especial atención. Los altos directivos ya no solo tienen que velar por las presiones de los accionistas, sino también con la de todos los stakeholders que interactúan con la empresa ([1], [48],[37]).

Dado lo anterior, la responsabilidad social empresarial ha sido objeto de creciente interés y estudio tanto a nivel académico como de gestión corporativa ([39], [49]). Las organizaciones están experimentando una constante y ascendente demanda por parte de proveedores, trabajadores, consumidores, inversionistas e instituciones públicas para desarrollar, visibilizar y ejecutar mayores y mejores prácticas de RSE ([43]. Como consecuencia de esto, la literatura que estudia la relación entre desempeño financiero y responsabilidad social empresarial ha aumentado considerablemente en las últimas décadas ([71], [52], [67], [45]).

En paralelo con esto, ha aumentado el atractivo por

realizar inversiones sostenibles. Existen inversionistas que creen firmemente que la información no financiera será esencial para el desarrollo de una economía global sustentable ([42]). Aún así, y de acuerdo a las palabras de Michael Bloomberg, el nivel de disponibilidad de información sobre iniciativas ESG aún está lejos de ser el que el mercado necesita ([14]).

A lo recién mencionado, se debe considerar el efecto que ha tenido el COVID-19 en las organizaciones. Los recursos destinados a optimizar operaciones y a mejorar la gestión de la cultura interna de las firmas ha aumentado. Bhagat y Hubbard en 2022 realizaron un análisis a las 100 empresas más grandes de Estados Unidos, encontrando que gran parte de ellas había implementado modificaciones en los horarios de entrada y salida del trabajo, entre otros cambios ([32]). Esto va en línea con la búsqueda de generar buenos climas internos dentro de las empresas, situación que tomó mayor relevancia en los últimos años y que avalaría la postura de preocupación por parte de las organizaciones de cara a todos los stakeholders con los que interactúa.

El marco teórico en el que se basa el estudio de esta relación se focaliza en la contraposición de dos teorías. La primera es la 'teoría de accionistas' planteada por Milton Friedman en 1970, ([30] la cual argumenta que cualquier actividad que sea realizada por la firma debe tener como objetivo la maximización de utilidades para los accionistas. Por otro lado, está la 'teoría de stakeholders' planteada por Freeman en 1984 ([29]) la cual sostiene que es responsabilidad de la compañía preocuparse de los intereses de los stakeholders de la firma, ya que así se conseguirán mayores retornos financieros en el largo plazo.

Los resultados que se han encontrado al estudiar esta relación han sido mixtos, especialmente en economías emergentes. Por un lado, existe evidencia de que estimular la adopción de prácticas de RSE impactaría positivamente en los retornos financieros de las compañías ([35], [45], [27], [23]). En cambio, existe un grupo de investigadores que han encontrado efectos negativos en este nexo ([67], [15], [54]). Sumada a la evidencia anterior, otro número de autores señalan no haber hallado que han una relación significativa entre responsabilidad social empresarial y desempeño financiero ([47], [38]).

Distintos autores argumentan que las divergencias encontradas en la evidencia que estudia esta relación se deben en gran parte a los diferentes contextos económicos e instituciones en los que operan las compañías ([36], [61], [12], [53], [16]). La mayor parte de la literatura que estudia esta conexión se centra en compañías de economías desarrolladas ([35], [67], [41]). Para el caso de economías emergentes, hay una menor cantidad de estudios que analizan el vínculo entre RSE y DF, sin embargo, ha existido una proliferación importante de investigaciones en el último tiempo que buscan explicar esta relación ([21]).

Dado lo anterior, el objetivo de esta investigación es aportar a la literatura existente que estudia la relación entre RSE y DF en mercados emergentes. Para realizar esto, se utilizan datos longitudinales para empresas pertenecientes al MSCI Emerging Market Index para el período 2017-2020 utilizando un panel balanceado.

Para testear las hipótesis planteadas, los datos se extrajeron de la plataforma Refinitiv Eikon, uno de los medios de publicación de datos ESG más reconocida a nivel mundial. Cubre sobre el 70% de la capitalización de mercado e incluye más de 500 métricas distintas en las 3 dimensiones evaluadas: *Ambiental, Social y Gobernanza Corporativa*. Las variables financieras y de control también se obtuvieron de esta misma fuente.

Los resultados encontrados dan evidencia de un efecto positivo y significativo de gobernanza corporativa sobre ROA. Esto iría en línea con la importancia del rol que debe cumplir la empresa en la sociedad en su conjunto. Una mirada de más largo plazo por parte de las firmas, se puede traducir en que estas se concentren en iniciativas de responsabilidad social empresarial que van más allá de la generación de valor para los accionistas

solamente, sino para todos los stakeholders con los que interactúa.

Esta investigación está organizada de la siguiente manera. En la Sección 2 se hace una revisión de literatura, mientras que en la Sección 3 se presentan las distintas corrientes teóricas que sustentan los efectos que se pueden encontrar en esta relación. En la sección 4 se presentan los datos a utilizar en la investigación y una estadística descriptiva de ellos. La siguiente sección 5 describe la metodología utilizada para testear las hipótesis planteadas. Después, en la Sección 6 se muestran los resultados obtenidos y los análisis de robustez aplicados. Las conclusiones de este estudio están en la Sección 7.

2. REVISIÓN DE LITERATURA

Es extensa la literatura que en las últimas décadas se ha dedicado a estudiar la relación entre el rendimiento financiero de las compañías y sus niveles de responsabilidad social empresarial medido a través de distintas métricas ambientales, sociales y de gobernanza corporativa ([34], [47], [40], [70]). La importancia surgida de esta relación ha impulsado estudios teóricos sobre la literatura existente dado que ha sido difícil de comprobar empíricamente la causalidad entre estas variables ([50], [58], [65]). Dado lo anterior, el foco ha estado en seguir aportando evidencia para poder llegar a resultados concluyentes sobre el signo de esta relación y su dirección ([60], [56]).

El origen de la discusión teórica sobre la importancia de la responsabilidad social empresarial nace con la oposición de Milton Friedman hacia esta en 1970 ([30]) argumentando que "*la responsabilidad social de un negocio es aumentar sus utilidades*". En ese sentido, Friedman argumentaba que los administradores de la compañía no deben utilizar los recursos de los accionistas de la firma en ningún otro propósito que no sea maximizar el retorno de estos. De acuerdo con lo que plantea la teoría de agencia, los administradores presentan fuertes incentivos reputacionales para invertir recursos en exceso en RSE ([7]). No obstante, esta teoría no ha logrado ser concluyente al momento de ser evaluada empíricamente.

Existe una visión contraria a la 'teoría de accionistas' planteada por Friedman. Esta visión fue planteada por Freeman en 1984 ([29]) y se conoce como 'Teoría de Stakeholders'. En este caso se argumenta que tomar en consideración los intereses de los distintos agentes con los que interactúa la firma es un elemento esencial a la hora de alcanzar el objetivo de maximización de utilidad ([10]). Esta teoría plantea que estimular inversiones estratégicas que estén relacionados con temas de RSE conlleva el poder para influenciar positivamente la competitividad de la compañía que las está implementando. Lo anterior otorgaría resultados positivos para la firma en términos financieros ([59]).

Dentro de los estudios que se han realizado en esta

materia, se han utilizado distintas métricas y aspectos de responsabilidad social empresarial a lo largo de los años ([13], [44]). Por ejemplo, se puede encontrar en la literatura el uso de solo una dimensión de criterios de responsabilidad social empresarial. Aún cuando esta es una medida multidimensional, algunos autores han obtenido conclusiones usando una sola dimensión ([11], [68]).

Para efectos de este estudio, las puntuaciones en medioambiente, social y de gobernanza corporativa se refiere a información no financiera que refleja el cómo una firma lidia con estas materias. Aún cuando esta información sigue no estando estandarizada en su totalidad, investigadores plantean que divulgar esta información es útil y necesario para impulsar cambios en estos aspectos e incluso considerarse como parte de las estrategias de cada firma ([33]).

En la actualidad, es cada vez más sencillo acceder a puntuaciones ESG, y es por esto que se utiliza ampliamente cómo proxy de responsabilidad social empresarial ([20]). Existen distintas plataformas de datos que las disponen; Refinitiv, Bloomberg, son algunas de ellas.

Fue en la década de los ochenta cuando proliferó más intensivamente el estudio de esta relación ([2]).

A nivel empírico las investigaciones realizadas presentan resultados mixtos tanto a nivel de signo como de dirección([26]). Existen autores que han encontrado efectos positivos en sus estudios empíricos, sin embargo, existe otro grupo de investigadores que presentan estudios con signo negativo para esta relación. En el año 2003, un grupo de investigadores liderado por M. Orlitzky realizaron un meta-análisis de una muestra de 52 estudios pasados, compuesto principalmente de investigaciones cuantitativas, que se habían realizado hasta el año 2003. Los resultados encontrados indican que comportarse responsablemente con el medioambiente tiende a tener retornos positivos ([46]). Lo y Sheu en el 2007 encontraron una correlación significativa al momento de estudiar como la Sustentabilidad Corporativa afectaba al valor de mercado de la firma. Ellos argumentaban que ser sustentable podía aumentar el valor de la firma y así, mejorar el desempeño financiero ([45]). Con los mismos resultados se encontraron Lourenço y otros investigadores en el 2012 cuando estudiaron cómo afectaba ser miembro del Dow Jones Sustainability Index, usado como proxy de responsabilidad social empresarial, sobre el valor libro del patrimonio de las firmas y sobre sus ingresos ([25]). Lu y Taylor en 2015 realizaron un estudio y concluyeron que aquellas firmas con mejores desempeños en dimensiones de responsabilidades social empresarial presentaron mejoras en sus rendimientos financieros en el largo plazo ([70]). Por su parte, Margolis y Walsh hicieron un estudio donde encontraron que, para sobre 120 artículos publicados, entre 1972 y 2002, más de la mitad reportaba una relación positiva entre estas variables,

lo cual confirmaría la teoría de Freeman del valor que agrega implementar políticas de responsabilidad social en las compañías.

En literatura más reciente, Velte en 2017 utilizó cómo proxies de desempeño financiero dos medidas: ROA y Q Tobin. Encontró que puntuaciones ESG impactan de manera positiva en ambas métricas. En específico, encontró que gobernanza corporativa impacta fuertemente en el desempeño financiero ([69]). Otro estudio realizado en 2019, por Dalal y Thaker, para una muestra de 65 empresas de India en el período 2015 a 2017, encontró que aquellas que presentan puntuaciones más altas en ESG tienen mejoras en sus retornos financieros ([18]).

El Cuadro 1 hace un resumen de parte de la literatura que evidencia una relación positiva.

Por el contrario, existe un grupo de investigadores que ha encontrado efectos negativos en esta relación. Davidson y Worrell en una investigación realizada en 1988, encontraron una correlación negativa entre RSE y DF. ([19]) Asimismo, Brammer y otros investigadores en el 2006 demostraron que compañías del Reino Unido que implementaron dentro de su estrategia prácticas de responsabilidad social empresarial habían aumentado sus costos operacionales, lo que trajo como consecuencia una disminución en los retornos financieros. ([67]). Por su parte, Barnett en el 2007 sostuvo que el invertir en prácticas de responsabilidad social empresarial implica realocar recursos desde los accionistas hacia los demás stakeholders, por lo que es inminente el efecto negativo en el desempeño financiero ([8]). Otro estudio realizado por Lee y un grupo de investigadores en 2009, encontró una correlación negativa en la relación ESG y DF ([64]).

Un estudio más reciente para economías emergentes realizado por García y Orsato en 2020 encontró que para las variables de desempeño financiera utilizadas, ROA y DFC, hay un efecto negativo afectado por puntuaciones ESG. El canal de transmisión con el que explican este resultado tiene que ver con la falta de capital en estas economías, y su necesidad de priorización respecto a la alocaación de recursos por parte de los inversionistas ([63]). Un resultado similar encontraron Folger-Laronde y su equipo en 2020. Debido a la pandemia del COVID-19, ellos encontraron que los retornos financieros se vieron afectados negativamente por ESG ([24]).

El Cuadro 2 hace un resumen de parte de la literatura que evidencia una relación negativa.

Existe otro grupo de investigadores que ha encontrado evidencia no significativa en esta relación. Anderson y Frankel realizaron en 1980 una investigación donde encontraron resultados no concluyentes respecto al impacto que tiene la RSE sobre distintos indicadores de desempeño financiero. ([5]) Con resultados similares se encontraron McWilliams y Siegel quienes en 2001 observaron que no existían diferencias significativas en el desempeño financiero en aquellas firmas que implementaron políticas de RSE. ([52])

Los resultados mixtos que se presentan en la literatura y el creciente interés por cómo las compañías se están haciendo cargo de los intereses de todos los stakeholders, son las principales motivaciones del desarrollo de este estudio.

3. MARCO TEÓRICO

El concepto de responsabilidad social empresarial ha evolucionado en las últimas décadas pasando de una actividad realizada exclusivamente filántropos a convertirse en un componente más en la gestión de stakeholders y en las estrategias de mejoramiento de rendimientos corporativos ([66]). Es por esto que involucrar prácticas de responsabilidad social empresarial implica incluir más variables a la hora de la toma de decisión en la gestión empresarial. Esto porque se debe considerar al entorno que interactúa con la empresa, las externalidades ambientales que pueda generar, su vínculo con las comunidades y la aplicación de correctos modelos de gobierno corporativo ([22]).

El modelo teórico que ha tratado de explicar la relación entre DF y RSE nace de la contraposición de dos teorías: (i) la teoría de accionistas propuesta por Milton Friedman ([31], [30]) y la teoría de stakeholders planteada por R. Edward Freeman ([29], [28]). En el caso de la teoría de Friedman, los esfuerzos de la compañía y sus trabajadores debían ir exclusivamente hacia el incremento del capital, mientras que Freeman planteaba que debía existir un aumento tanto en el capital económico, como en el capital ambiental y social.

3.1. Formulación de Hipótesis

Dado que esta investigación busca medir la relación existente entre puntuaciones ESG y desempeño financiero en compañías de mercados emergentes, las hipótesis que se plantearán intentarán dar respuesta a 2 cuestionamientos fundamentales; (i) si es significativa o no esta relación y el (ii) signo de ella, tanto a nivel agregado como desagregado ([57]). Como se ha comentado en las secciones anteriores, la evidencia existente aún no es concluyente en ninguno de los dos puntos a estudiar antes mencionados ([4]).

El signo de esta relación tiene 3 escenarios; (i) positivo, (ii) negativo y (iii) neutro. A continuación, se hace un resumen de la literatura teórica que avala cada uno de los escenarios de signo que puede tomar esta relación.

3.1.1. Efectos de RSE sobre DF

1. **Efectos Positivos:** Esta hipótesis se funda en la teoría de stakeholders que plantea Freeman (1984), quién sostiene que mientras mayor preocupación y esfuerzos muestre la firma por satisfacer las necesidades de los distintos agentes con los que interactúa, provocará que se consigan mejores resultados financieros en el tiempo. En esa

línea, el argumento que plantean los autores que han encontrado evidencia sobre esto es que las firmas que implementan prácticas de RSE logran comprometer de mejor manera el uso de sus recursos, capacidades y competencias, además de atraer y retener el capital humano, lo cual tiene consecuencias positivas en términos reputacionales.

- *Hipótesis 1: RSE tiene efectos positivos en el DF de empresas pertenecientes a mercados emergentes*
2. **Efectos Negativos:** Esta hipótesis se funda en la teoría clásica que plantea Friedman (1970), en la cual indica que esta relación genera un problema de agencia para la firma. Bajo esta línea, el efecto negativo que se produciría en los rendimientos financieros estaría explicado por la incorrecta apropiación o utilización de los recursos en actividades que no están maximizando, necesariamente, la utilidad del accionista
- *Hipótesis 2: RSE tiene efectos negativos en el DF de empresas pertenecientes a mercados emergentes*
3. **Efectos Neutros:** Esta hipótesis plantea que no habrían efectos significativos en la relación entre RSE y DF.
- *Hipótesis 3: RSE no tiene efectos significativos en el DF de empresas pertenecientes a mercados emergentes*

CUADRO 1: Evidencia sobre relación positiva de RSE sobre DF

Autor/es (Año)	Medida ESG	Medida Desempeño Financiero	Período	Muestra
Derwall et al. (2005)	Puntaje Eco-eficiencia	Precio acción	1995-2003	USA
Barnett y Salomon (2006)	Costo de Responsabilidad Social	Desempeño del riesgo financiero ajustado de un fondo SRI	1972-2000	USA
Lo y Sheu (2007)	DJSGI USA	Q Tobin	1999-2002	USA
Filbeck et al. (2009)	Éticas de negocios	Cap. de mercado y ratio valor libro / valor mercado del patrimonio	2000-2007	USA
Peiris y Evans (2010)	Factores ESG	ROA y Market-to-book	1991-2006	USA
Lourenço et al. (2012)	Desempeño sustentabilidad corporativa	Valor de mercado del patrimonio	2007-2010	Canadá y USA
Velte (2017)	Puntuaciones ESG	ROA	2010-2014	Alemania
Zhao et al. (2018)	Puntuaciones ESG	ROCE y ratio deuda / patrimonio	2017	China
Xie et al. (2019)	Puntuaciones ESG - Bloomberg	Ingresos generados y ROA	2015	Internacional (74 países)
Dalal y Thaker (2019)	Ranking sustentabilidad - NSE100	ROA	2015-2017	India

CUADRO 2: Evidencia sobre relación negativa de RSE sobre DF

Autor/es (Año)	Medida ESG	Medida Desempeño Financiero	Período	Muestra
Brammer et al. (2006)	Puntuaciones EIRIS	Retorno por acción	2002-2005	U.K
Mitta et al. (2008)	Revelaciones RSE	Valor económico añadido y Valor mercado añadido	2001-2005	India
Lee et al. (2009)	DJSI	ROA y ROE	1998-2002	Internacional
Crisóstomo et al. (2011)	índice RSE según información Ibase	ROA y ROE	2001-2006	Brasil
Nollet et al. (2016)	Puntuaciones ESG	ROA y ROC	2007-2011	USA
Folger-Laronde et al. (2020)	Ratings eco-fondos - Corporate Knight	Retornos financieros semanales durante COVID-19	2019-2020	Canadá
García y Orsato (2020)	Puntaje 0-100% basado en información según pilares ESG de firmas	ROA y DCF	2007-2014	Internacional

4. DATOS

4.1. Datos

El panel de datos que se utiliza en esta investigación para estudiar la relación entre desempeño financiero y responsabilidad social empresarial fue extraído de la plataforma Refinitiv Eikon¹. Esta plataforma de análisis de datos entrega información financiera y no financiera de compañías alrededor del mundo que cotizan en los distintos mercados de valores existentes. La muestra utilizada corresponde a un grupo de 853 empresas pertenecientes al MSCI Emerging Market Index² con datos reportados para el período 2017-2020. La muestra total por estudiar considera 4.312 observaciones.

Específicamente, para el caso de desempeño financiero se utilizaron 2 ratios como proxys del rendimiento. El primero, basado en métricas contables, es 'Retorno sobre Activos' (ROA por su sigla en inglés). Mientras que el segundo, basado en expectativas del mercado, es 'Retorno sobre Patrimonio' (ROE por su sigla en inglés). Las variables de responsabilidad social empresarial que se utilizan en esta investigación a nivel agregado; ESG y a nivel desagregado; Environment (ENV), Social (SOC) y Governance (GOV).

Tanto las puntuaciones ESG, como las variables de desempeño financiero, de control y las industrias a las que pertenece cada firma se obtuvieron de la plataforma Refinitiv Eikon. Las industrias asociadas a cada una de las compañías siguen la clasificación GICS (*Global Industry Classification Standard*)³.

4.2. Variables

4.2.1. Variables Dependientes

Dado que el objetivo de la investigación es evidenciar efectos de RSE sobre DF, se utilizaron 2 variables de desempeño financiero. La primera, en línea con lo planteado por Waddock y Graves en 1997 ([71]), es 'Retorno sobre Activos'. Se define como:

$$ROA = \frac{BeneficioNeto}{ActivosTotales}$$

Para complementar ROA, la segunda variable de desempeño financiero que se utiliza, basada en expectativas del mercado, es 'Retorno sobre Patrimonio'. Se define como:

$$ROE = \frac{BeneficioNeto}{Patrimonio}$$

El utilizar más de una variable de desempeño financiero tiene varias ventajas. Primero, contar con ambas métricas disminuye el sesgo inicial existente en elegir una variable por sobre la otra. Segundo,

ambas variables entregan y revelan distinta información sobre el rendimiento de la firma, lo que permite analizar las variaciones existentes en los efectos y darles una interpretación. Además, permite corroborar consistencia en los resultados a través de las variables.

4.2.2. Variables Independientes

Como proxies de Responsabilidad Social Empresarial se utilizaron como variables independientes las puntuaciones ESG que provee la plataforma Refinitiv Eikon. Estas puntuaciones tienen como objetivo proveer información transparente sobre el desempeño, compromiso y eficacia de ESG que tienen las firmas en 10 tópicos principales, dentro de ellos, contaminación ambiental, innovación, derechos humanos, diversidad e inclusión, entre otros. Estos datos son informados públicamente por las firmas. Estas puntuaciones recopilan y calculan más de 450 medidas de ESG a nivel de firma.

Estas puntuaciones ESG se componen de tres pilares: ambiental, social y de gobernanza corporativo. La construcción de esta puntuación es una suma relativa de las ponderaciones de los distintos pilares condicionales a la industria.

Estas variables independientes son utilizadas a nivel agregado y desagregado para medir su efecto sobre el desempeño financiero de la firma.

A continuación la definición de cada uno de los 3 pilares:

- **Ambiental:** este pilar considera cómo impacta en el medioambiente las distintas operaciones que realiza una firma para desarrollar su negocio. Dentro de este criterio se considera: consumo de energía, gestión corporativa contra el calentamiento global, uso de recursos naturales, contaminación ambiental, gestión de residuos, entre otros.
- **Social:** este pilar incluye todos los tópicos relacionados en cómo la firma gestiona su relación con la sociedad en su conjunto. Desde los actores internos, por ejemplo, empleados y clientes, cómo los externos; proveedores, gobierno, entre otros. Dentro de esto se puede considerar como ejemplo: condiciones laborales, compromiso con comunidades locales, valores de la compañía, etc.
- **Gobernanza Corporativa:** el tercer pilar cubre cómo es la gestión corporativa de la firma, en temas cómo, diversidad en el directorio, transparencia en niveles gerenciales, independencia entre los miembros del directorio, etc.

Con el objetivo de hacer público las estrategias en términos de responsabilidad social empresarial que implementan las firmas, estas mismas publican sus puntuaciones ESG o reportes no-financieros. Hoy en día esta información es considerada dentro de los inversionistas como una variable más a la hora de definir sus estrategias de inversión.

¹Para más información de la plataforma, revisar <https://www.refinitiv.com/es/products/eikon-trading-software>

²<https://www.msci.com/solutions/index/emerging-markets>

³<https://www.msci.com/gics>

4.2.3. Variables de Control

Dado que nuestras variables dependientes capturan el desempeño financiero de las compañías presentes en este estudio, se incluyen variables de control que podrían, potencialmente, influir el rendimiento financiero de las firmas.

Las variables utilizadas como control en este estudio han sido ampliamente usadas en la literatura mencionada en la sección 2.

El tamaño de la firma es una de las variables de control incluidas. Aquellas firmas más grandes pueden presentar mayores retornos financieros por las economías de escala que pueden generar. Como proxy, se utilizó el logaritmo natural de la capitalización de mercado de la firma.

El segundo control que se incluyó fue el riesgo de la firma. Como proxy, se utilizó el ratio Deuda sobre Activos Totales de la firma.

4.3. Estadística Descriptiva

En esta sección se hará un análisis de la estadística descriptiva de las principales variables.

La Figura 1 muestra la distribución de las observaciones por país. El país que más aporta compañías a este estudio es China, con un 36%. El país que le sigue es Corea del Sur con un 9% y a continuación, Taiwan e India con un 8% cada uno. Podemos apreciar que los primeros 4 países que más firmas tienen en este estudio son de Asia, acumulando un 62% del total de la muestra. En un quinto puesto, se encuentra Brasil con un 5% de participación. Es importante mencionar que el 22% de la muestra corresponden del resto de los países. Este 22% está compuesto por 26 países que tienen menos de un 3% de participación en la muestra, dentro de ellos, Rusia, México, Indonesia, Chile, entre otros.

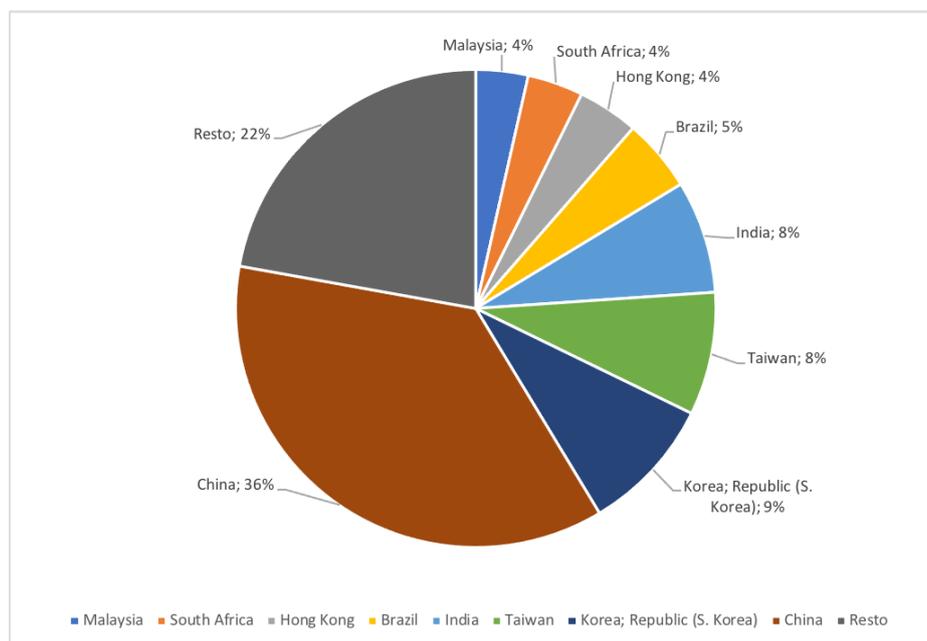
El Cuadro 3 presenta la estadística descriptiva de la muestra utilizada en esta investigación. En este estudio se analizaron 853 firmas, en un período de 4 años, entre 2017 y 2020. El total de observaciones es de 3412. En el caso de las variables dependientes (DF), ROA tiene una media de 5,4% y una desviación estándar de 6,2%. Mientras que en el caso de ROE se tiene una media de 15,8%, con una desviación estándar mucho mayor que en el caso de ROA, con un valor de 153%. Para las variables independientes (RSE) es importante mencionar que el rango de puntaje va entre 0 y 100. En el caso de la variable agregada, ESG, la media es de 49,7 puntos, con una desviación estándar de 19,8. Mientras que para las variables desagregadas, la variable Ambiental (ENV) es la que presenta el menor promedio de las tres, 44,5 puntos. Social (SOC) tiene una media de 49 puntos, mientras que la variable Gobernanza Corporativa (GOV) es la que presenta

el promedio a nivel agregado y desagregado, con una puntuación de 53,1 y una desviación estándar de 21,2.

La Figura 2 muestra la evolución en el tiempo que han tenido las variables de responsabilidad social empresarial a nivel agregado y desagregado. En ambos niveles se ve que la tendencia de los puntajes es ir al alza sostenidamente. Se puede apreciar que la Gobernanza Corporativa ha tenido el puntaje más alto durante todo el período, partiendo con 51 puntos el 2017 y alcanzando los 55 puntos el 2020. La variable Ambiental es la que tiene el peor rendimiento, manteniéndose por debajo de las otras variables los 4 años. Aún así, es la que ha mostrado el crecimiento más acelerado desde 2017, pasando de 38 puntos en 2017 a 51 puntos el 2020. Existe una tendencia similar en puntajes entre la variable agregada ESG y la desagregada Social. Solo en el año 2018 existe una diferencia de puntajes entre estas variables. Es interesante apreciar que tanto a nivel agregado y desagregado, el año 2020 es aquel que presenta la menor dispersión en puntaje entre variables, lo que podría dar indicios de una preocupación más transversal entre las distintas dimensiones evaluadas, situación que no ocurría en el año 2017, donde la diferencia entre el mejor puntaje y el peor puntaje era de 14 puntos, mientras que en 2020 es de solo 4 puntos.

El Cuadro 4 muestra la correlación existente entre las distintas variables utilizadas en el estudio. Se puede apreciar que todas las variables de RSE tienen una correlación negativa y significativa con ROA, sin embargo, con ROE no presentan una relación significativa. Al analizar la situación entre las variables de responsabilidad social empresarial, se encuentra que existe una correlación positiva y significativa entre todas las variables, tanto a nivel agregado como desagregado, lo cual se podría explicar por el hecho que las firmas están simultáneamente persiguiendo el desarrollo de mejores prácticas empresariales en los 3 niveles. En el caso de las variables de control, el logaritmo natural de la capitalización de mercado (LnMarketCapP) presenta una correlación positiva y significativa con ROA, lo cual va en línea con lo que plantea la literatura para este caso, donde se espera que aquellas compañías más grandes, presenten mejor desempeño financiero, producto de las economías de escala que pueden generar. A pesar de lo anterior, no muestra una relación significativa con ROE. En el caso del riesgo (Risk) se encuentra una relación negativa y significativa con ROA, mientras que positiva pero no significativa con ROE.

FIGURA 1: Distribución de firmas por país



Fuente: Elaboración propia con datos de plataforma Refinitiv Eikon

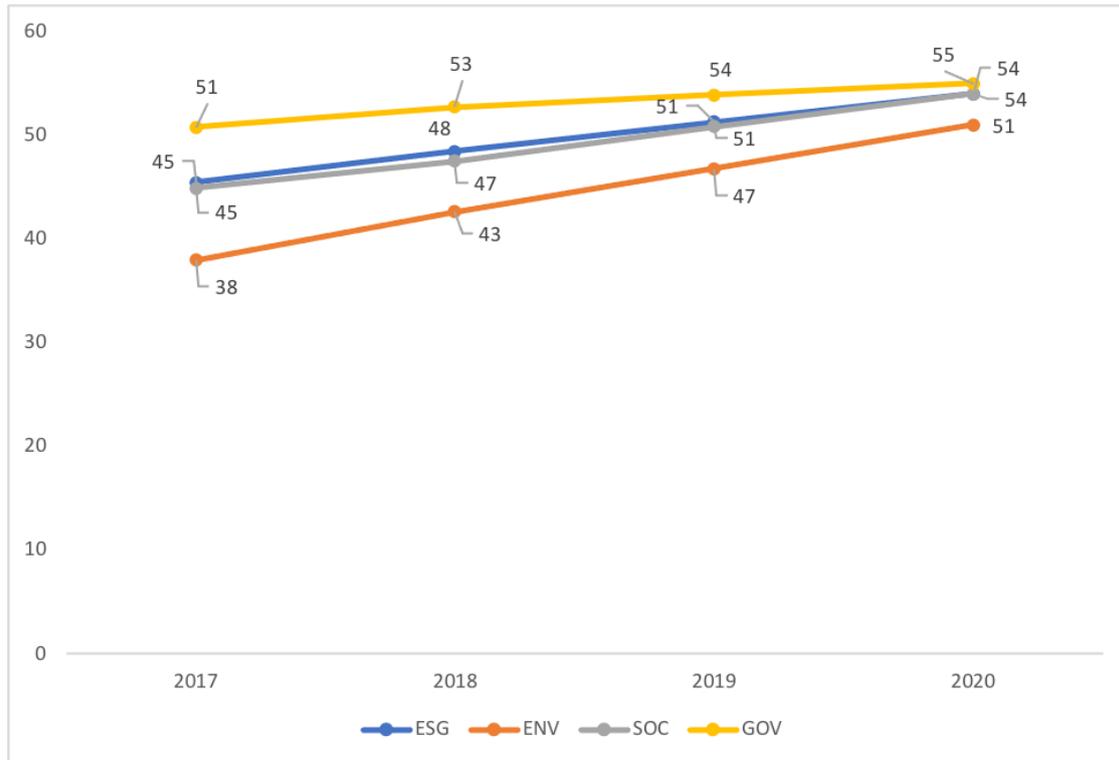
CUADRO 3: Estadística descriptiva

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Desempeño Financiero					
ROA	3412	0,0548	0,0620	-0,241	0,572
ROE	3412	0,1589	1,5633	-4,988	89,056
Resp. Social Empresarial					
ESG	3412	49,7921	19,8489	0,68	93,5
ENV	3412	44,5756	26,0427	0,0000	98,39
SOC	3412	49,2990	24,7159	0,4	97,38
GOV	3412	53,1040	21,2789	0,31	97,21
Variables de Control					
RISK	3412	0,2491	0,1743	0,0005	0,843
LnMarketCap	3412	0,2297	0,010	0,2015	0,2727

Nota: Las variables son ROA (Retorno sobre Activos), ROE (Retorno sobre Patrimonio), ESG (puntuaciones ESG), ENV (puntuaciones Environmental), SOC (puntuaciones Social), GOV (puntuaciones Governance), RISK (apalancamiento proxy de Riesgo) LnMarketCap (logaritmo natural de capitalización de mercado).

Fuente: Elaboración propia con datos de plataforma Refinitiv Eikon

FIGURA 2: Puntuaciones ESG período 2017-2020



Fuente: Elaboración propia con datos de plataforma Refinitiv Eikon

CUADRO 4: Matriz de Correlaciones

	ROA	ROE	ESGP	ENVP	SOCP	GOVP	LnMarketCapP	Risk
ROA	1							
ROE	0.1141*	1						
ESGP	-0.0905*	-0.0006	1					
ENVP	-0.0678*	0.0052	0.8359*	1				
SOCP	-0.0605*	0.0003	0.9071*	0.7181*	1			
GOVP	-0.0763*	-0.0088	0.6425*	0.2103*	0.3618*	1		
LnMarketCapP	0.1273*	0.0185	0.2103*	0.1995*	0.2027*	0.0938*	1	
Risk	-0.2985*	0.030	-0.0281	0.0055	-0.0550*	0.0116	-0.2141*	1

*10% significancia

Fuente: Elaboración propia con datos de plataforma Refinitiv Eikon

5. METODOLOGÍA

Esta sección describe el modelo utilizado para examinar la relación existente entre responsabilidad social empresarial y desempeño financiero. Con el objetivo de testear las hipótesis planteadas en la Sección 3, se formulan múltiples regresiones con efectos fijos (FE) usando un panel de datos balanceados para firmas de mercados emergentes.

Se parte del modelo básico de regresión lineal con efectos fijos de la forma:

$$Y_{it} = \beta X_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

El subíndice i toma los valores 1,2,...,N correspondientes a cada una de las firmas presentes en este estudio, mientras que t indica cada uno de los diferentes períodos de tiempo, en este caso, del 2017 al 2020. Y_{it} son las variables de desempeño financiero (ROA y ROE) y X_{it} corresponde a las variables de responsabilidad social empresarial a nivel agregado y desagregado (ESG, ENV, SOC y GOV). β es el vector de parámetros a estimar y ϵ_{it} el término de error. En este caso, el error aleatorio se descompone en más de un término.

Se tiene que:

$$\epsilon_{it} = \theta_i + \omega_{it} \quad (2)$$

Con θ_i invariante en el tiempo, es decir, dando cuenta de efectos específicos a nivel de firma. A nivel agregado, los modelos utilizados para medir la relación entre RSE y DF:

$$DF_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 (Risk)_{it} + \beta_3 (LnMarketCap)_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

En este caso la variable dependiente DF corresponde a desempeño financiero (ROA y ROE) para la firma i en el período t . La variable independiente corresponde a las puntuaciones ESG. Las variables de control utilizadas en esta especificación son: (i) LnMktCap, la que corresponde al logaritmo natural de la capitalización de mercado para la firma i en el período t y es un proxy del tamaño de la firma, y (ii) Risk, la que corresponde a un proxy de la medida de riesgo de la firma, construida como un ratio de deuda sobre activos para la firma i en el período t .

A nivel desagregado, los modelos utilizados para medir la relación entre RSE y DF:

$$DF_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ENV_{it} + \beta_2 (Risk)_{it} + \beta_3 (LnMktCap)_{it} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

$$DF_{it} = \alpha_0 + \beta_1 SOC_{it} + \beta_2 (Risk)_{it} + \beta_3 (LnMktCap)_{it} + \epsilon_{it} \quad (5)$$

$$DF_{it} = \alpha_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 (Risk)_{it} + \beta_3 (LnMktCap)_{it} + \epsilon_{it} \quad (6)$$

Donde la variable independiente corresponde a las puntuaciones ESG desagregado (*Ambiental, Social y Gobernanza Corporativa*). Las variables de control utilizadas en estas especificaciones son las mismas que en el modelo (3).

Dado que en la literatura existente que estudia esta relación es común encontrar el uso de variables dependientes rezagadas, y a modo de robustecer el modelo, se incluye un rezago de 2 períodos de las variables de desempeño financiero.

Con esto, las especificaciones a nivel agregado quedan de la forma:

$$DF_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 (lag2DF)_{it} + \beta_3 (Risk)_{it} + \beta_3 (LnMarketCap)_{it} + \epsilon_{it} \quad (7)$$

Y a nivel desagregado:

$$DF_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ENV_{it} + \beta_2 (lag2DF)_{it} + \beta_3 (Risk)_{it} + \beta_3 (LnMarketCap)_{it} + \epsilon_{it} \quad (8)$$

$$DF_{it} = \alpha_0 + \beta_1 SOC_{it} + \beta_2 (lag2DF)_{it} + \beta_3 (Risk)_{it} + \beta_3 (LnMarketCap)_{it} + \epsilon_{it} \quad (9)$$

$$DF_{it} = \alpha_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 (lag2DF)_{it} + \beta_3 (Risk)_{it} + \beta_3 (LnMarketCap)_{it} + \epsilon_{it} \quad (10)$$

En la siguiente sección se discuten los resultados de los modelos (1) al (10).

6. RESULTADOS

6.1. Análisis Modelo Efectos Fijos

En esta sección se detallan los resultados encontrados de los modelos econométricos planteados en la sección anterior que buscan dar respuesta a las hipótesis planteadas en la sección 3.

El cuadro 7 y 8 muestra los resultados de las regresiones (modelos 3 al 6) que buscan medir el efecto de las variables RSE, a nivel agregado y desagregado, sobre el desempeño financiero. Se puede apreciar en el cuadro 7 que el efecto de ESG sobre ROA es negativo (-0,054) y significativo al 1%. El mismo efecto tienen a nivel desagregado, las variables ENV (-0,035) y SOC (-0,051), ambas significativas al 1%. En el caso de la variable GOV, no se encuentran efectos significativos. Como era de esperar, las variables de control presentan efectos significativos al 1% sobre ROA pero con signos contrarios. En el caso de Risk, el efecto es negativo, mientras que en el caso del logaritmo natural de la capitalización de mercado es positivo. En el cuadro 8 se puede apreciar que el efecto de ESG sobre ROE es negativo (-0,662), pero no es significativo. Lo mismo ocurre con las variables SOC y GOV. La única variable independiente que tiene un efecto significativo sobre ROE, es ENV. Esta variable tiene un efecto negativo (-0,143) y es significativo al 1%. Las variables de control no presentan efectos significativos sobre ROE. Al analizar los resultados encontrados para R2 y R2-a, nos damos cuenta que para el caso de las especificaciones que buscan dar respuesta al efecto de RSE sobre ROA, los valores son muy bajos (0,14 el mínimo y 0,15 el máximo). Lo anterior daría indicios de que los modelos presentados explican en una porción muy baja la varianza de los datos. Una situación similar ocurre al analizar lo que sucede en el caso del efecto de RSE sobre ROE. En este caso, la medida estadística antes mencionada tiende a cero, lo que implicaría que el modelo no explica en ninguna porción la dispersión de los datos. El motivo de estos resultados se puede deber a una mala especificación del modelo inicial, y es por esto que se incluye también en la investigación, modelos que incluyan la variable dependiente con rezago.

El cuadro 9 y 10 muestra los resultados de las regresiones (modelos 7 al 10) que buscan medir el efecto de las variables RSE, a nivel agregado y desagregado, sobre DF, incluyendo el rezago de dos períodos de la variable dependiente. Se puede apreciar en el cuadro 9 que el efecto de ESG sobre ROA es negativo (-0,046) y significativo al 1%. En este caso, el efecto en magnitud, es menor que cuando no se incluye el rezago. El mismo efecto tienen a nivel desagregado, las variables ENV (-0,032) y SOC (-0,045), ambas significativas al 1%. Al igual que en el caso de la variable agregada, las magnitudes de los efectos para ENV y SOC son menores que lo encontrado en el 7 y 8. En el caso de la variable

CUADRO 5: Test VIF Estimación RSE-ROA con rezago

Test VIF				
LnMarketCap	10.93	7.18	8.6	10.41
ESGP	7.55			
Risk	3.02	3.02	3.02	3.02
lag2ROA	1.84	1.84	1.84	1.84
ENVP		4.03		
SOC			5.13	
GOV				7.3
Media VIF	5.84	4.02	4.65	5.64

CUADRO 6: Test VIF Estimación RSE-ROE con rezago

Test VIF				
LnMarketCap	9.57	5.92	7.33	9
ESGP	7.55			
Risk	2.95	2.95	2.96	2.96
lag2ROE	1.01	1.01	1.01	1.01
ENVP		4.03		
SOC			5.13	
GOV				7.3
Media VIF	5.27	3.48	4.11	5.07

GOV, nuevamente no se encuentran efectos significativos. La variable dependiente rezagada en dos períodos presenta efectos negativos (-0.13) y significativos al 1%. Los controles presentan efectos significativos al 1% sobre ROA pero con signos contrarios. En el caso de Risk, el efecto es negativo, mientras que en el caso del LnMarketCap es positivo. En el cuadro 10 se puede apreciar que el efecto de ESG sobre ROE es negativo (-0,448), pero no es significativo. Lo mismo ocurre con las variables SOC y GOV. Solo ENV tiene un efecto significativo sobre ROE y es negativo (-0,123). Las variables de control no presentan efectos significativos sobre ROE, excepto lag2ROE, que es significativa al 1% y su efecto es negativo (-0,3). Al analizar los resultados para R2 y R2-a, nos damos cuenta que los valores encontrados para estas especificaciones son mejores que aquellas que no incluyen variable rezagada, pero aún así, siguen siendo bajos para que el modelo explique correctamente los efectos de RSE sobre DF. Para evaluar la posible multicolinealidad entre las variables se calculó el factor de inflación de la varianza (VIF). Los cuadros 5 y 6 muestran los resultados encontrados para este test. En el caso de ESG el valor es de 7.5. Este valor es alto si consideramos que un valor mayor a 5 se interpreta como una correlación severa. Lo mismo ocurre con GOV, que presenta un valor de 7.3. Una correlación menor presentan las variables ENV y SOC, con valores de 4 y 5.1 respectivamente.

Con el objetivo de poder encontrar una mejor especificación para medir el efecto de RSE sobre DF, se desarrolló un análisis de robustez que considera la inclusión de múltiples efectos fijos a las regresiones.

CUADRO 7: Estimación ROA-RSE

Variabes	ESG-ROA	ENV-ROA	SOC-ROA	GOV-ROA
ESGP	-0.0545*** (0.0103)			
Risk	-0.197*** (0.0184)		-0.198*** (0.0183)	-0.201*** (0.0186)
LnMarketCap	0.0240*** (0.00311)	0.0242*** (0.00311)	0.0240*** (0.00307)	0.0222*** (0.00310)
ENVP		-0.0357*** (0.00591)		
SOCP			-0.0510*** (0.00829)	
GOVP				-0.00597 (0.00702)
Constant	-0.420*** (0.0718)	-0.435*** (0.0717)	-0.422*** (0.0711)	-0.402*** (0.0717)
Observations	3,412	3,412	3,412	3,412
R-squared	0.155	0.154	0.159	0.142
Number of id	853	853	853	853
R2-a	0.155	0.153	0.158	0.141
Robust standard errors in parentheses				
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1				

CUADRO 8: Estimación ROE-RSE

Variabes	ESG-ROE	ENV-ROE	SOC-ROE	GOV-ROE
ESGP	-0.662 (0.512)			
Risk	-0.00780 (0.512)	-0.0404 (0.483)	-0.0173 (0.504)	-0.0299 (0.501)
LnMarketCap	-0.0140 (0.0869)	-0.0282 (0.101)	-0.0142 (0.0870)	-0.0303 (0.0984)
ENVP		-0.143*** (0.0504)		
SOCP			-0.603 (0.468)	
GOVP				-0.431 (0.404)
Constant	0.812 (2.128)	0.881 (2.239)	0.787 (2.108)	1.091 (2.356)
Observations	3,412	3,412	3,412	3,412
R-squared	0.001	0.000	0.001	0.001
Number of id	853	853	853	853
R2-a	0.000161	-0.000723	0.000332	2.22e-05
Robust standard errors in parentheses				
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1				

CUADRO 9: Estimación ROA-RSE con rezagada

VARIABLES	ESG-ROA	ENV-ROA	SOC-ROA	GOV-ROA
ESGP	-0.0463*** (0.00975)			
lag2ROA	-0.136*** (0.0245)	-0.138*** (0.0245)	-0.136*** (0.0247)	-0.141*** (0.0247)
Risk	-0.189*** (0.0173)	-0.189*** (0.0173)	-0.190*** (0.0173)	-0.192*** (0.0174)
LnMarketCap	0.0243*** (0.00305)	0.0246*** (0.00305)	0.0244*** (0.00303)	0.0228*** (0.00305)
ENVP		-0.0322*** (0.00545)		
SOCP			-0.0456*** (0.00807)	
GOVP				-0.00221 (0.00654)
Constant	-0.425*** (0.0703)	-0.440*** (0.0702)	-0.428*** (0.0698)	-0.411*** (0.0703)
Observations	3,410	3,410	3,410	3,410
R-squared	0.200	0.200	0.203	0.190
Number of id	853	853	853	853
R2-a	0.199	0.199	0.202	0.189

Robust standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

CUADRO 10: Estimación ROE-RSE con rezagada

VARIABLES	ESG-ROE	ENV-ROE	SOC-ROE	GOV-ROE
ESGP	-0.448 (0.339)			
lag2ROE	-0.321*** (0.00261)	-0.322*** (0.00298)	-0.321*** (0.00248)	-0.321*** (0.00264)
Risk	-0.0820 (0.416)	-0.101 (0.400)	-0.0928 (0.407)	-0.0946 (0.413)
LnMarketCap	-0.0167 (0.0891)	-0.0248 (0.0976)	-0.0194 (0.0922)	-0.0271 (0.0959)
ENVP		-0.123** (0.0554)		
SOCP			-0.339 (0.226)	
GOVP				-0.333 (0.328)
Constant	0.837 (2.118)	0.860 (2.173)	0.845 (2.135)	1.034 (2.280)
Observations	3,410	3,410	3,410	3,410
R-squared	0.106	0.106	0.106	0.106
Number of id	853	853	853	853
R2-a	0.105	0.105	0.105	0.105

Robust standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

6.2. Análisis Modelo Múltiples Efectos Fijos

En esta sección se detallan los resultados encontrados en las especificaciones que consideran múltiples niveles de efectos fijos, específicamente, a nivel de firma, año, país e industria. El nuevo modelo quedaría de la siguiente forma:

$$DF_{it} = \alpha_0 + \beta_1 RSE_{it} + \beta_2 (lag2DF)_{it} + \beta_3 (Risk)_{it} + \beta_3 (LnMarketCap)_{it} + \Gamma_t + \zeta_c + \lambda_s + \epsilon_{it} \quad (11)$$

Con Γ_i , ζ_i y λ_i como efectos fijos a nivel año, país e industria respectivamente.

El cuadro 13 y 14 muestra los resultados de las regresiones del modelo (11) que buscan medir el efecto de las variables RSE, a nivel agregado y desagregado, sobre DF considerando variable dependiente rezagada y múltiples efectos fijos. Se puede apreciar en el cuadro 13 que el efecto de ESG y ENV sobre ROA ya no es significativo, a diferencia de lo que se presentaba en el cuadro 9. Las variables SOC y GOV tienen un efecto negativo de -0,01 y -0,008 respectivamente. Ambas son significativas al 1%. Las variables de control son todas significativas. Tanto lag2ROA como Risk tienen un efecto negativo (-0.1), mientras que LnMarketCap es positivo (0.0298).

En el cuadro 14 se puede apreciar que el efecto de ESG y SOC sobre ROE es negativo, mientras que ENV y GOV presentan un signo positivo, pero ninguna de estas es significativa. La variable dependiente rezagada presenta un efecto negativo y significativo al 1%. En el caso de Risk y LnMarketCap son significativas solo en el modelo que incluye GOV como variable de interés. En los demás modelos, no presentan efectos significativos.

Al analizar los resultados encontrados para R2 y R2-a, y compararlos con lo encontrado en los cuadros 9 y 10 nos damos cuenta que existe una considerable mejora en los valores presentados, especialmente en el cuadro 13 donde los tres primeros modelos tienen un R2 mayor a 0.8. En el caso del modelo que incluye GOV, este igual presenta una mejora importante en relación a los modelos anteriores, sin embargo, un valor menor en esta especificación (0.4). Lo contrario sucede al ver los valores reportados en el cuadro 14, donde encontramos que el modelo que presenta un mejor ajuste es el que incluye la variable GOV (0.8), mientras que los modelos con ESG, ENV y SOC presentan un R2 de 0.3. Al evaluar una posible multicolinealidad, los resultados que se encontraron no mostraron variación en relación a lo presentado en los cuadros 5 y 6.

Con motivo de robustecer más este análisis, los cuadros 15 y 16 muestran los resultados encontrados para una segunda especificación con múltiples efectos fijos. En este caso, se incluyó una nueva variable denominada 'ciclo' con objeto de controlar por aquellos

CUADRO 11: Estimación RSE-ROA con múltiples EF

Test VIF				
LnMarketCap	10.93	7.18	8.6	10.41
ESGP	7.55			
Risk	3.02	3.02	3.02	3.02
lag2ROA	1.84	1.84	1.84	1.84
ENVP		4.03		
SOC			5.13	
GOV				7.3
Media VIF	5.84	4.02	4.65	5.64

CUADRO 12: Estimación RSE-ROE con múltiples EF

Test VIF				
LnMarketCap	9.57	5.92	7.33	9
ESGP	7.55			
Risk	2.95	2.95	2.96	2.96
lag2ROE	1.01	1.01	1.01	1.01
ENVP		4.03		
SOC			5.13	
GOV				7.3
Media VIF	5.27	3.48	4.11	5.07

grupos que contienen una sola observación, siguiendo la evidencia presentada por S. Correia en 2015 [17]. De esta manera, se busca no estar sobreestimando la significancia de los coeficientes de la regresión.

En el caso de la variable agregada ESG, no existe una relación significativa con las variables de desempeño financiero. Al analizar a nivel desagregado, se encuentra que para ENV y SOC no existe una relación significativa con ROA, pero sí en el caso de GOV, la cual tiene un efecto positivo de 0.012 al 10% de significancia. Las variables de control son todas significativas al 1%.

Al ver lo que sucede cuando la variable dependiente es ROE, nos encontramos con resultados similares a lo presentado en el cuadro 14. Ninguna de las variables de interés son significativas.

Esta es la especificación que presenta mejores indicadores a nivel de R2 y R2-a. Cuando la variable dependiente es ROA, el R2 pasa de 0.835 a 0.893. Mientras que cuando es ROE, sube de 0.351 a 0.479 el porcentaje de variación.

CUADRO 13: Estimación ROA-RSE con múltiples EF

Variables	ESG-ROA	ENV-ROA	SOC-ROA	GOV-ROA
ESGP	-0.00483 (0.00929)			
lag2ROA	-0.128*** (0.0112)	-0.128*** (0.0112)	-0.127*** (0.0112)	-0.129*** (0.0177)
Risk	-0.173*** (0.0124)	-0.173*** (0.0124)	-0.174*** (0.0124)	-0.173*** (0.0177)
LnMarketCap	0.0298*** (0.00196)	0.0299*** (0.00196)	0.0300*** (0.00195)	0.0297*** (0.00282)
ENVP		-0.00335 (0.00640)		
SOCP			-0.0149** (0.00757)	
GOVP				0.00736 (0.00564)
Constant	-0.578*** (0.0455)	-0.579*** (0.0455)	-0.576*** (0.0454)	-0.581*** (0.0650)
Observations	3,410	3,410	3,410	3,410
R-squared	0.835	0.835	0.835	0.835
R2-a	0.779	0.779	0.779	0.779
Robust standard errors in parentheses				
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1				

CUADRO 14: Estimación ROE-RSE con múltiples EF

Variables	ESG-ROE	ENV-ROE	SOC-ROE	GOV-ROE
ESGP	-0.123 (0.258)			
lag2ROE	-0.322 (0.310)	-0.322 (0.310)	-0.322 (0.310)	-0.322 (0.310)
Risk	-0.0422 (1.104)	-0.0339 (1.107)	-0.0437 (1.099)	-0.0356 (1.109)
LnMarketCap	-0.0372 (0.113)	-0.0445 (0.119)	-0.0377 (0.114)	-0.0373 (0.115)
ENVP		0.178 (0.178)		
SOCP			-0.102 (0.267)	
GOVP				-0.248 (0.211)
Constant	1.136 (2.553)	1.163 (2.552)	1.136 (2.553)	1.206 (2.593)
Observations	3,410	3,410	3,410	3,410
R-squared	0.351	0.351	0.351	0.352
R2-a	0.133	0.133	0.133	0.133
Robust standard errors in parentheses				
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1				

CUADRO 15: Estimación ROA-RSE con EF firma y ciclo

VARIABLES	EF firma y ciclo			
ESGP	0.00688 (0.0127)			
lag2ROA	-0.138*** (0.0237)	-0.137*** (0.0237)	-0.137*** (0.0238)	-0.138*** (0.0238)
Risk	-0.137*** (0.0260)	-0.136*** (0.0261)	-0.137*** (0.0260)	-0.137*** (0.0259)
LnMarketCap	0.0272*** (0.00441)	0.0276*** (0.00443)	0.0275*** (0.00438)	0.0273*** (0.00440)
ENVP		-0.00639 (0.00809)		
SOCP			-0.00810 (0.00958)	
GOVP				0.0127* (0.00715)
Constant	-0.535*** (0.103)	-0.540*** (0.103)	-0.537*** (0.102)	-0.541*** (0.102)
Observations	2,650	2,650	2,650	2,650
R-squared	0.893	0.893	0.893	0.893
R2-a	0.816	0.816	0.816	0.817
Robust standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1				

CUADRO 16: Estimación ROE-RSE con EF firma y ciclo

VARIABLES	EF firma y ciclo			
ESGP	-0.308 (0.621)			
lag2ROE	-0.324 (0.285)	-0.324 (0.285)	-0.324 (0.285)	0.000347 (0.000774)
Risk	1.312 (2.738)	1.296 (2.753)	1.300 (2.717)	-0.140*** (0.0268)
LnMarketCap	-0.106 (0.163)	-0.114 (0.168)	-0.114 (0.169)	0.0274*** (0.00463)
ENVP		0.0259 (0.434)		
SOCP			0.0208 (0.457)	
GOVP				0.0110 (0.00759)
Constant	2.499 (3.436)	2.531 (3.410)	2.519 (3.444)	-0.549*** (0.108)
Observations	2,650	2,650	2,650	2,650
R-squared	0.479	0.479	0.479	0.887
R2-a	0.105	0.105	0.105	0.805
Robust standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1				

Considerando los resultados encontrados, el modelo de regresión con múltiples efectos fijos que incluye la variable *ciclo* es el que mejor explica la relación entre responsabilidad social empresarial y desempeño financiero. En base a esto, los resultados encontrados dan evidencia de un efecto positivo de una sola de las variables de RSE, en este caso GOV sobre ROA. Para todos los demás casos, no se encuentran relaciones significativas. En resumen, a nivel agregado, ESG no tiene efectos significativos en ninguna de las variables de desempeño financiero. En términos desagregados, la variable ENV y SOC tampoco tienen efectos significativos en las variables dependientes. GOV si muestran efectos significativos y positivos (0.0127) sobre ROA.

Esto indicaría que la hipótesis que no se rechaza es la que se sustenta en la teoría de stakeholders de Freeman. Esto solo sería en el caso de ROA, porque al ver lo que sucede con ROE, la evidencia indica que no existen efectos significativos.

La interpretación de estos resultados van en línea con la importancia y preponderancia que tienen las empresas en el progreso integral de una sociedad, la cual no considera solo aspectos económicos, sino también culturales, ambientales y sociales. Un estudio realizado por Guedhami y un equipo de investigadores en el 2022, analizó las principales materias respecto a gobernanza corporativa, tales como el propósito de la firma, el entorno legal al que estaban sujetos y los aspectos regulatorios que favorecerían el fortalecimiento de prácticas de innovación, igualdad de género y desarrollo de capital humano, entre otros ([55]). Los entornos legales y la regulación en mercados emergentes se ha ido fortaleciendo en las últimas décadas, lo que ha permitido un mayor desarrollo de las prácticas antes mencionadas, siendo un elemento esencial el estándar legal de los gobiernos corporativos para el crecimiento económico. Reducir los riesgos de inversión, entregando una mayor protección a los inversionistas y dueños del capital, estimula el desarrollo del capital humano, el capital físico y la innovación, lo que tendría como consecuencia un mejor desempeño financiero ([6], [62]).

El propósito de las organizaciones es un tema cada vez más común en estos tiempos. Esto genera una discusión importante sobre la visión tradicional de maximización del valor de los accionistas. La empresa del siglo XXI debe ser administrada considerando a un grupo mucho más extenso de stakeholders; proveedores, clientes, comunidades, colaboradores, trabajadores y la sociedad en su conjunto. Uno de los aspectos que actualmente es de los más relevantes tiene que ver con la gratificación que sienten los trabajadores con la organización a la que pertenecen, lo cual impulsaría la generación de ventajas competitivas en relación a aquellas firmas que no implementan iniciativas que protejan y contengan a la fuerza laboral.

7. CONCLUSIONES

La presente investigación examina la relación existente entre responsabilidad social empresarial (RSE) y desempeño financiero (DF) para compañías de mercados emergentes utilizando un panel de datos balanceado para el período 2017-2020.

La muestra considera 853 firmas pertenecientes al MSCI Emerging Market Index. Para medir esta relación, se utilizaron proxys para aproximar tanto DF como RSE. En el caso de DF se usaron 2 proxys en base a medidas contables; el 'Retorno sobre Activos' (ROA) y el 'Retorno sobre Patrimonio' (ROE). En el caso de RSE, se utilizó como proxy las puntuaciones ESG (*Ambiental, Social and Gobernanza Corporativa*) que reporta la plataforma Refinitiv Eikon. Estas proxys de RSE se consideraron a nivel agregado como desagregado. Se incluyeron también dentro del modelo econométrico variables de control: riesgo de la firma, tamaño y un rezago de 2 períodos de la variable dependiente.

Utilizando un modelo de regresión lineal con múltiples efectos fijos, los resultados encontrados dan evidencia de resultados mixtos. La única variable que presenta un efecto significativo es gobernanza corporativa sobre la variable de desempeño financiero ROA. ESG no tiene efectos significativos ni en ROA ni en ROE. Lo mismo ocurre con ENV y SOC.

Estos resultados están en línea con la literatura que avala la importancia que tienen las firmas de tener comportamientos responsables de cara a todos los stakeholders con los que interactúa. En la medida que exista una mayor gratificación por parte de la fuerza laboral, por ejemplo, se podrán generar ventajas competitivas que terminen beneficiando en el largo plazo a los accionistas. Es esencial que el marco regulatorio y las condiciones de mercado se sigan fortaleciendo, para que así las compañías tengan los incentivos alineados para implementar más iniciativas ESG.

El aporte de esta investigación a la literatura existente radica en los siguientes puntos: (i) dar evidencia de cómo afecta RSE sobre DF en compañías de mercados emergentes, (ii) incluir dentro del análisis medidas a nivel agregado y desagregado para medir el impacto de la responsabilidad social empresarial, y (iii) desde la perspectiva del inversionista, pueden acceder a una visión más amplia de cómo ha sido la evolución de las puntuaciones ESG en mercados emergentes y su efecto en los retornos financieros de estas compañías.

El desafío continúa siendo que existan mayores regulaciones que estimulen la proliferación y generación de información ESG, y que al mismo tiempo, alcancen un grado de estandarización que permita la comparación entre ellas para cada unas de las firmas en los distintos mercados del mundo, como sucede actualmente con la información financiera.

ACKNOWLEDGEMENTS

Familia, Amig@s, Profe Guía, Profes de la comisión y a tod@s los que ya no están, pero que fueron parte esencial del Quién Soy hoy.

REFERENCIAS

- [1] M. Hill A. Wilkinson y P. Gollan. "The sustainability debate". En: *Int J Oper Prod Manag* 21:3 (2001), págs. 479-486.
- [2] R. Aldag. "Empirical studies of corporate social performance and policy: A survey of problems and results". En: *JAI Press* (1990), págs. 27-62.
- [3] G.J. Alexander y R.A. Buchholz. "Corporate social responsibility and stock market performance". En: *Academy of Management Journal* 21:3 (1978), págs. 479-486.
- [4] J. Allouche y P. Laroche. "A meta-analytical investigation of the relationship between corporate social and financial performance". En: *Revue de Gestion des Ressources Humaines* 57(1) (2005), págs. 8-41.
- [5] J. Anderson y A. Frenkel. "Voluntary social report: an iso-beta portfolio analysis". En: *Accounting Review* 55 (1980).
- [6] S. Claessens y B. B. Yurtoglu. "Corporate governance in emerging markets: A survey". En: *Emerging Markets Review* 15 (2013), págs. 1-33.
- [7] A. Barnea y A. Rubin. "Corporate social responsibility as a conflict between shareholders". En: *Journal of Business Ethics* 97 (2010), págs. 71-86.
- [8] M. Barnett. "Stakeholder Influence Capacity and the Variability of Financial Returns to Corporate Social Responsibility". En: *The Academy of Management Review* 32 (2007), págs. 794-816.
- [9] M.L. Barnett y R.M. Salomon. "Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance". En: *Strategic Management Journal* (2012), págs. 1-17.
- [10] D.P. Baron. "Private politics, corporate social responsibility, and integrated strategy". En: *Journal of Economics and Management Strategy* 10(1) (2001), págs. 7-45.
- [11] M.S. Baucus. "Why Firms Do It and What Happens to Them: A Reexamination of the Theory of Illegal Corporate Behavior?" En: *Corporate Social Performance and Policy* 11 (1989), págs. 93-118.
- [12] S.D. Beets. "Understanding the demand side issues of international corruption". En: *Journal of Business Ethics* 57(1) (2005), págs. 65-81.
- [13] D. Kroschun Bhattacharya C. Bhanu y S. Sen. "Strengthening Stakeholder-Company Relationships Through Mutually Beneficial Corporate Social Responsibility Initiative". En: *Journal of Business Ethics* 85 (2008), págs. 257-72.
- [14] M. Bloomberg. "Corporate Climate Disclosures Improving but Still Insufficient for Investors". En: (2019).
- [15] M.C. Branco y L.L. Rodrigues. "Factors Influencing Social Responsibility Disclosure by Portuguese Companies". En: *Journal of Business Ethics* 83(4) (2008), págs. 685-701.
- [16] A. Cuervo Cazorra. "Multilatinas as sources of new research insights: The learning and escape drivers of international expansion". En: *Journal of Business Research* 69(6) (2016), págs. 1963-1972.
- [17] S. Correia. "Singletons, Cluster-Robust Standard Errors and Fixed Effects: A Bad Mix". En: 1 (2015).
- [18] Karishma K. Dalal y N. Thaker. "ESG and Corporate Financial Performance: A Panel Study of Indian Companies". En: *Journal of Corporate Governance* 18 (2019), págs. 44-59.
- [19] W.N. Davidson y D.L. Worrell. "The impact of announcements of corporate illegalities on shareholder returns". En: *Academy of Management Journal* 31 (1988).
- [20] C. Klein Drempetic Samuel y B. Zwergel. "The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings under Review". En: *Journal of Business Ethics* 167 (2019), págs. 330-60.
- [21] E. Duque-Grisales y J. Aguilera-Caracuel. "Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack". En: *Journal of Business Ethics* (2019), págs. 1-20.
- [22] R.G. Eccles y G.Serafeim. "The performance frontier". En: *Harvard business review* 91(5) (2013), págs. 50-60.
- [23] R.G. Eccles, I. Ioannou y G.Serafeim. "The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance". En: *Management Science* 60(11) (2014), págs. 2835-2857.
- [24] "ESG ratings and financial performance of exchange-traded funds during the COVID-19 pandemic". En: *Journal of Sustainable Finance Investment* 12 (2020), págs. 490-6.
- [25] T. Eugénio. "Is Corporate Sustainability a Value-Increasing Strategy for Business?" En: *Corporate Governance: An International Review* 15 (2007), págs. 345-58.
- [26] B. Fernández-FeijóoSouto. "Crisis and corporate social responsibility: threat or opportunity". En: *International Journal of Economic Sciences and Applied Research* 62(3) (2009), págs. 430-445.
- [27] K. Fisher-Vanden y K. Thorburn. "Voluntary corporate environmental initiatives and shareholder wealth". En: *Journal of Environmental Economics and Management* 62(3) (2011), págs. 430-445.

- [28] R.E. Freeman. "Strategic management: A Stakeholder Approach". En: *Cambridge University Press* (2010).
- [29] R.E. Freeman. "Strategic Management: A Stakeholder Perspective". En: *Boston, MA: Pitman* (1984).
- [30] M. Friedman. "The social responsibility of business is to increase its profits". En: *The New York Times Magazine* (1970), págs. 122-126.
- [31] M. Friedman y R.D. Friedman. "Capitalism and freedom". En: *University of Chicago Press* (1962).
- [32] S. Bhagat y G. Hubbard. "Rule of law and purpose of the corporation. Corporate Governance". En: *Corporate Governance: An International Review* 30 (2022), págs. 10-26.
- [33] J. Galbreath. "On the Foundation of Corporate Social Responsibility". En: *The Journal of Finance* 72 (2017), págs. 853-910.
- [34] J.J. Griffin y J.F. Mahon. "The corporate social performance and corporate financial performance debate: twenty-five years of incomparable research". En: *Business Society* 36(1) (1997), págs. 5-31.
- [35] S.L. Hart y G. Ahuja. "Does it pay to be green? An empirical examination of the relationship between emission reduction and firm performance". En: *Business Strategy and the Environment* 39 (1996), págs. 30-37.
- [36] W.J. Henisz. "The institutional environment for multinational investment". En: *The Journal of Law, Economics, and Organization* 16(2) (2010), págs. 334-364.
- [37] B.C. Cin H.K. Lee y E.Y. Lee. "Environmental responsibility and firm performance: the application of an environmental, social and governance model". En: *Business Strategy and the Environment* 25(1) (2016), págs. 40-53.
- [38] E. Horváthová. "Does environmental performance affect financial performance? A meta analysis". En: *Ecological Economics* 70(1) (2010), págs. 52-59.
- [39] M. López J. Barrena y P.M. Romero. "Corporate social responsibility: Evolution through institutional and stakeholder perspectives". En: *European Journal of Management and Business Economics* 25 (2016), págs. 8-14.
- [40] E. Guenther J. Endrikat y H. Hoppe. "Making sense of conflicting empirical findings: a meta analytical review of the relationship between corporate environmental and financial performance". En: *European Management Journal* 32(5) (2014), págs. 735-751.
- [41] G. Filis J. Nollet y E. Mitrokostas. "Corporate social responsibility and financial performance: A non linear and disaggregated approach". En: *Economic Modelling* 52 (2016), págs. 400-407.
- [42] B. Jitmaneroj. "Reform priorities for corporate sustainability: Environmental, Social, Governance or economic performance?" En: *Management Decision* 54 (2016).
- [43] A. Kolk y R. van Tulder. "International business, corporate social responsibility and sustainable development". En: *International Business Review* 39 (2010), págs. 1359-1378.
- [44] Hao Liang y L. Renneboog. "On the Foundation of Corporate Social Responsibility". En: *The Journal of Finance* 72 (2017), págs. 853-910.
- [45] S. Lo y H. Sheu. "Is corporate sustainability a value-increasing strategy for business? Corporate Governance". En: *An International Review* 15(2) (2007), págs. 345-358.
- [46] F. Schmidt M. Orlitzky y S. Rynes. "Corporate Social and Financial Performance: a Meta-analysis". En: *Organization Studies* 24 (2003), págs. 403-441.
- [47] F. Schmidt M. Orlitzky y S. Rynes. "Corporate social and financial performance: a meta-analysis". En: *Organization Studies* 24(3) (2003).
- [48] S. Maas y G. Reniers. "Development of a CSR model for practice: Connecting five inherent areas of sustainable business". En: *Journal of Cleaner Production* 64 (2014), págs. 104-114.
- [49] S. Madorran y T. García. "Corporate social responsibility and financial performance: The Spanish case". En: *Revista de Administración e Empresas* 56(1) (2016), págs. 20-28.
- [50] J.D. Margolis y J.P. Walsh. "Misery loves companies: rethinking social initiatives by business". En: *Administrative Science Quarterly* 48(2) (2003), págs. 268-305.
- [51] I.Y. Marom. "Toward a unified theory of the CSP-CFP link". En: *Journal of Business Ethics* 67(2) (2006), págs. 191-200.
- [52] A. McWilliams y D. Siegel. "Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification?" En: *Strategic Management Journal* 21(5) (2000), págs. 603-609.
- [53] D.Y. Wang M.W. Peng e Y. Jiang. "An institution-based view of international business strategy: A focus on emerging economies". En: *Journal of International Business Studies* 39(5) (2008), págs. 920-936.
- [54] E. Nelling y E. Webb. "Corporate social responsibility and financial performance: the 'virtuous circle' revisited". En: *Review of Quantitative Finance and Accounting* 32(2) (2009).
- [55] F. Lopez-de-Silanes y S. Terjesen O. Guedhami S. Johan. "Challenges for corporate governance at the national and firm levels". En: 30 (2022), págs. 2-9.

- [56] A. Ionescu-Somers O. Salzmann y U. Steger. "The business case for corporate sustainability: literature review and research options". En: *European Management Journal* 23(1) (2005), págs. 27-36.
- [57] D.P. O'Bannon y L.E. Preston. "The Corporate Social-Financial Performance Relationship: A Typology and Analysis". En: *Annual Meeting of the Academy of Management, Atlanta, GA* (1993).
- [58] M.L. Pava y J. Krausz. "The association between corporate social responsibility and financial performance: the paradox of social cost". En: *Journal of Business Ethics* 15(3) (1996), págs. 321-357.
- [59] M.E. Porter y M.R. Kramer. "The competitive advantage of corporate philanthropy". En: *Harvard Business Review* 80(12) (2002), págs. 56-69.
- [60] L.E. Preston y D.P. O'Bannon. "The corporate social-financial performance relationship: a typology and analysis". En: *Business Society* 36(4) (1997), págs. 419-429.
- [61] M. Rotate P.S. Aulakh y H. Teegen. "Export strategies and performance of firms from emerging economies: Evidence from Brazil, Chile, and Mexico". En: *Academy of Management Journal* 43(3) (2000), págs. 342-361.
- [62] M. Jara y C. Pombo R. Alvarez. "Do institutional blockholders influence corporate investment? Evidence from emerging markets". En: *Journal of Corporate Finance* 53 (2018), págs. 38-64.
- [63] A. García y R. Orsato. "Testing the institutional difference hypothesis: A study about environmental, social, governance, and financial performance". En: *Business Strategy and the Environment* 29 (2020), págs. 3261-72.
- [64] "Revisiting the Vexing Question: Does Superior Corporate Social Performance Lead to Improved Financial Performance?" En: *Australian Journal of Management* 34 (2009), págs. 21-49.
- [65] M.V. Russo y P.A. Fouts. "A resource based perspective on corporate environmental performance and profitability". En: *Academy of Management Journal* 40 (1997), págs. 534-559.
- [66] D.S. Zisk R.W. Kolodinsky T.M. Madden y E.T. Henkel. "Attitudes About Corporate Social Responsibility: Business Student Predictors". En: *Journal of Business Ethics* 91 (2010).
- [67] C. Brooks S. Brammer y S. Pavelin. "Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures". En: *Financial Management* 35(3) (2006), págs. 97-116.
- [68] R. Toy. "Theoretical Models and Empirical Results: A Review and Synthesis of JAI volumes 1-10'?" En: *JAI* (1990), págs. 27-62.
- [69] P. Velte. "Does ESG Performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany". En: *Journal of Global Responsibility* 8 (2017), págs. 169-78.
- [70] H. Wang W. Lu K.W. Chau y W. Pan. "A decade's debate on the nexus between corporate social and corporate financial performance: a critical review of empirical studies 2002-2011". En: *Journal of Cleaner Production* 79 (2014), págs. 195-206.
- [71] S.A. Waddock y S.B. Graves. "The corporate social performance financial performance link". En: *Strategic Management Journal* 18 (1997), págs. 303-319.
- [72] X. Li Y. Abdi y X. Camara-Turull. "Impact of Sustainability on Firm Value and Financial Performance in the Air Transport Industry". En: *Sustainability Journal* (2020), págs. 1-23.