



## Divulgación de prácticas de Responsabilidad Social Corporativa en América Latina

Guevara Segarra, María Fernanda;<sup>1</sup> Cortez Alejandro, Klender Aimer<sup>2</sup>  
y Piedra Méndez, Andrea Fabiola<sup>3</sup>

<sup>1</sup>Universidad Politécnica Salesiana, Carrera de Administración de Empresas,  
Cuenca, Ecuador, mguevara@ups.edu.ec, Calle Vieja y Elia Liut, (+593) 7413 5250.

<sup>2</sup>Universidad Autónoma de Nuevo León, Facultad de Contaduría Pública y Administración, Monterrey,  
Nuevo León, México, klender.cortez@uanl.mx, Av. Universidad S/N  
Col. Ciudad Universitaria, (+52) 81 8329 4000.

<sup>3</sup>Universidad Politécnica Salesiana, Carrera de Contabilidad y Auditoría, Cuenca,  
Ecuador, apiedra@ups.edu.ec, Calle Vieja y Elia Liut, (+593) 7413 5250

---

*Información del artículo arbitrado e indexado en Latindex:*

*Revisión por pares*

*Fecha de aceptación: 9 de junio de 2019*

*Fecha de publicación en línea: 31 de julio de 2019*

---

### Resumen

Las Responsabilidad Social Corporativa, sus niveles de divulgación y la relación con el desempeño financiero han tomado importancia desde hace décadas, sin embargo, en América Latina son escasos los estudios en este campo por lo que esta investigación se basa en establecer si existen diferencias en los niveles de divulgación en empresas de origen latinoamericano que cotizan en bolsa considerando un periodo de diez años comprendidos entre 2008 y 2018. Se aplica la prueba U de Mann-Whitney-Wilcoxon encontrando que los niveles de divulgación son diferentes dependiendo del país de procedencia de las empresas. Por otra parte se establece que Brasil tiene los indicadores más altos de divulgación en tanto que Argentina y Perú los más bajos. Para empresas con índices superiores de divulgación en Brasil, el costo promedio ponderado de capital es menor en tanto que en Chile el ROE es más elevado cuando existen mayores niveles de divulgación.

**Palabras clave:** divulgación, desempeño financiero, América Latina.

### Abstrac

Corporate social responsibility, its levels of disclosure and the relationship with financial performance have taken importance since long time ago however in Latin America there are scarce studies in this field so this research is based on establishing whether there are differences between disclosure scores in companies of Latin American that are listed considering a period of ten years since 2008 to 2018. The Mann-Whitney-Wilcoxon U test is applied, finding that the levels of disclosure are different depending on the country of origin of the companies. On the other hand, it is established that Brazil has the highest indicators of disclosure while Argentina and Peru the lowest. For companies with higher rates of disclosure in Brazil, the weighted average cost of capital is lower while in Chile the ROE is higher when there are higher levels of disclosure.

**Key words:** disclosure, financial performance, Latin America.

## 1. INTRODUCCIÓN

En los últimos tiempos la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) se ha convertido en un foco de atención para los inversionistas que utilizan la información disponible en el mercado para su toma de decisiones. Parte de esa información es la divulgación sobre esta praxis que a pesar de los esfuerzos realizados por distintas instancias no han logrado incluirse en los reportes contables de las empresas y por el contrario se han gestado reportes integrados (IR) o de sostenibilidad en los que se difunden acciones vinculadas con la protección del medio ambiente, el campo social y de gobierno corporativo.

Las actividades de una empresa en aspectos medio ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) forman parte de la RSC y su divulgación beneficia tanto a los *stakeholders* como a las firmas, por tal motivo, y en correspondencia con Buallay (2019), los reportes de sostenibilidad se han convertido en una necesidad que transparenta estos procesos. El autor señala además que la globalización y la internacionalización de grandes multinacionales ponen sobre el tapete qué divulgar y qué clase de reportes nacionales e internacionales se vuelven importantes para los *stakeholders* así como para establecer políticas de mercado internacional.

Con el fin de estimar el grado de RSC que tiene una empresa se han establecido calificaciones *–ranking–* de sostenibilidad que, de acuerdo con Romero *et al.* (2018), tienen como objetivo ser una fuente relevante de información pues es creciente la intención de los inversionistas de incluir en su portafolio compañías socialmente responsables como estrategias de inversión.

Romero puntualiza que los modelos de reporte como el de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) no dan espacio para que los aspectos no financieros como las prácticas de RSC formen parte de los reportes contables de las empresas lo que da lugar a una paulatina demanda de calificaciones como el ESG (Environmental, Social and Corporate Governance) *disclosure score*.

Para Fatemi *et al.* (2018), las firmas hacen el esfuerzo de divulgar actividades de ESG con

el objetivo de legitimar su comportamiento y mejorar su reputación. lo que de acuerdo con Sharma y Song (2018) sucede en mayor medida en aquellas compañías que operan en sectores considerados controversiales: tabaco, alcohol, juegos de azar y armas de fuego. Por otra parte, los autores concuerdan en que la intención detrás de estas acciones es mejorar la valoración de la empresa y lograr un impacto positivo en sus cifras financieras lo que genera un inherente interés por investigar cómo la divulgación en materia de ESG afecta el valor de la firma y su rendimiento financiero.

Las empresas latinoamericanas no están exentas de esta realidad, por lo que el presente estudio se centra en establecer si existe diferencia en la divulgación de prácticas de RSC entre los países de América Latina, si la variación del precio de la acción en el mercado, el costo promedio ponderado de capital (CPPC) y el rendimiento sobre el capital (ROE) son distintos para las empresas con mayores índices de divulgación que para aquellas con menores índices de divulgación.

A fin de establecer la diferencia en los niveles de divulgación entre países y sectores se aplica la prueba de Mann-Whitney-Wilcoxon por cada uno de los tres componentes del *ESG Disclosure score* y posteriormente se divide la información de cada país en cuartiles para establecer si se presentan diferencias en las variables financieras como variación del precio de la acción en el mercado, CPPC y ROE entre aquellas empresas de menor ESG (primer cuartil) y aquellas con mayores índices ESG (último cuartil) a través de la prueba ya mencionada.

La revisión de la literatura fundamenta que la divulgación de actividades en materia de ESG, así como su relación con el rendimiento financiero, ha sido ampliamente estudiada en distintos contextos y entornos económicos con diversidad de métodos y variables, sin embargo, es escasa su aplicación a empresas latinoamericanas, por lo menos no se ha podido encontrar evidencia de lo contrario. De lo anterior se deriva que la contribución de este estudio a la literatura radica en el hecho de que existe escasa investigación sobre la divulgación de prácticas de RSC en

América Latina y los resultados aportan al entendimiento de su comportamiento.

Este estudio está dividido en los siguientes apartados: El primer apartado corresponde a la introducción, en un segundo apartado se presenta la revisión de la literatura en la cual se realiza un recorrido por los principales autores y estudios relacionados a la divulgación de ESG y su relación con el rendimiento financiero, en el tercer apartado se plantea el método, así como la descripción de la obtención de los datos, la definición de las variables y los estadísticos descriptivos más importantes. Posteriormente se muestran los resultados y finalmente se exponen las conclusiones.

## 2. REVISIÓN DE LA LITERATURA

La influencia que tiene el comportamiento de la divulgación de ESG en el rendimiento financiero ha sido ampliamente estudiada y los resultados han sido diversos: impacto negativo, impacto no significativo e impacto positivo. Entre los autores que han encontrado que las prácticas de RSC y su divulgación tienen impacto negativo en el desempeño financiero se asocia a: Friedman, 1962, Zivin y Small, 2005 y Mackey *et al.*, 2007.

Parte de los estudios que no encontraron relación entre la divulgación y el desempeño financiero de la empresa está el realizado en Portugal en 57 empresas pequeñas, medianas y grandes bajo la teoría de los *stakeholders* que reportaron actividades de RSC en el año 2011. Llevado a cabo por Dias A. *et al.* (2018), concluyeron que los grupos de interés dan mayor importancia a aquellas actividades de RSC que involucran crecimiento económico y que las empresas grandes divulgan más información en aspectos ambientales y sociales, en general el tamaño de la empresa no tiene mayor impacto sobre la divulgación, mas recalcan que ven la RSC de manera distinta y que el nivel de utilidades no tiene relación con la divulgación.

En contraste con los párrafos que preceden, Sharfman y Fernando (2008) realizaron un estudio sobre 276 empresas estadounidenses y encontraron que la práctica de responsabilidad social en materia medioambiental consigue procesos más eficientes y además señalan que la divulgación de información no financiera se

convierte en un indicador del control que tienen las compañías sobre el riesgo de negocio por lo que entre mayor sea el ESG menor será el riesgo de negocio. Concluyen entonces que cuando una empresa invierte recursos en RSC y lo divulga genera un impacto positivo en el desempeño económico.

En concordancia con Sharfman y Fernando (2008) y con el objetivo de establecer el impacto que la adopción de prácticas de RSC causa en el precio de las acciones Albuquerque *et al.* (2012) desarrollan un modelo de equilibrio de la industria con base en el hecho de que los consumidores de productos de firmas con RSC presentan mayor fidelidad y, por tanto, existe menor elasticidad de demanda lo que permite que la empresa tenga menor riesgo de negocio y por tanto los inversionistas las valoren en mejores condiciones que a aquellas empresas que no realizan y difunden prácticas de RSC. Concluyen que la divulgación de ESG es una estrategia empresarial que resulta en mayores utilidades.

Steyn (2014) estudia las percepciones de los gerentes, gerentes financieros y altos ejecutivos de todas las empresas que cotizan en la bolsa de Sudáfrica para entender el impacto que los reportes integrados han tenido sobre las empresas que fueron obligadas a presentarlos a partir del año 2010. El estudio se aplica dos años después de la imposición y encontró que los responsables de conducir la empresa están de acuerdo con la presentación de estos reportes integrados conocidos también como reportes de sostenibilidad en donde se divulgan las acciones de ESG y establecen que contribuyen a mejorar los negocios y a incrementar el rendimiento financiero en beneficio de los *stakeholders* y no únicamente de los proveedores de capital.

Entre las investigaciones que han encontrado impacto positivo de la divulgación en el rendimiento financiero, está el estudio de Nollet *et al.* (2016), que utiliza información de todas las empresas listadas en el S&P500 entre 2007 y 2011 y como medida de divulgación el ESG *disclosure score* de Bloomberg, las variables dependientes son *ratios* financieros como rendimiento sobre activos (ROA) y rendimiento sobre el capital (ROC). Los autores concluyen que existe una relación no lineal y estadísticamente significativa entre la divulgación de ESG y el

rendimiento financiero específicamente en el componente de gobierno corporativo lo que les lleva a establecer que las inversiones realizadas en este tipo de empresas privilegian el largo plazo.

Velte (2017) investiga a 412 firmas que cotizan en la bolsa de valores alemana -*German Prime Standard*- en un periodo comprendido de cuatro años entre 2010-2014. Considera como variable contable el ROA y la Q de Tobin. Encuentra que existe una fuerte correlación entre el rendimiento financiero futuro y el desempeño del ESG y que esta relación es mayor con el componente de gobierno corporativo. No asegura que se privilegian las inversiones de largo plazo por el corto periodo de tiempo que abarca su estudio dejándola como futura línea de investigación.

Por su parte, Xie *et al.*, (2018), analizan 6.631 empresas de 74 países entre ellos Estados Unidos, China, Japón y las economías más grandes de Europa, de 11 sectores económicos distintos. Utiliza el modelo DEA para medir eficiencia en la compañía, toma como componente la eficiencia financiera y su relación con la divulgación. Las variables consideradas son: el ROA, el valor de mercado de la firma y el ESG disclosure score de Bloomberg como medida de la divulgación. Los autores encuentran evidencia de que la transparencia asociada con el ESG *disclosure score* es mayor en niveles medios de divulgación y que existe una fuerte relación entre la eficiencia de la empresa y el componente de gobierno corporativo del ESG. Señalan además que existen ciertas actividades del ESG que tiene una relación no negativa con el desempeño financiero de las empresas, pero no enfatizan en que sea positiva.

Hinze y Sump (2019) realizan una revisión de la literatura de estudios sobre RSC, divulgación y rendimiento financiero en el que señalan que los analistas financieros son una pieza clave en el mercado pues son quienes recomiendan la mejor opción de inversión a los dueños de los capitales. Estos analistas financieros prestan mayor atención a las empresas con prácticas de RSC y logran tener mejores predicciones cuando basan su análisis en la divulgación de RSC lo que motiva a invertir en este tipo de empresas y a las firmas a incursionar

en las prácticas de RSC con lo que se asume mejora el rendimiento financiero.

### 3. MÉTODO

El propósito de esta investigación tiene dos componentes: el primero es establecer si existe diferencia en los niveles de divulgación entre los países de origen de las empresas latinoamericanas que cotizan en bolsa, el segundo es establecer si existen diferencias de la variación del precio de la acción en el mercado, el CPPC y el ROE entre las empresas que mantienen mayores índices de divulgación y aquellas que tienen los más bajos.

El estudio se aplica a 196 empresas latinoamericanas que tiene como país de origen Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Panamá y Perú que operan en nueve sectores de actividad económica. Los datos se obtienen de Bloomberg professional service que establece sectores de actividad económica de los que se ha considerado: consumo básico, consumo discrecional, comunicaciones, energía, industria, materiales, sanidad, telecomunicaciones y los de servicio público en un periodo de diez años comprendidos entre 2008 y 2018. La información se procesa utilizando el software estadístico SPSS v.22.

Las hipótesis planteadas en esta investigación son:

H<sub>1</sub>: Los niveles de divulgación son distintos para las empresas latinoamericanas de acuerdo a su país de origen.

H<sub>2</sub>: La variación del precio de la acción en el mercado es distinto para las empresas con mayores índices de divulgación que para aquellas con menores índices de divulgación.

H<sub>3</sub>: El CPPC es diferente entre las empresas con mayor índice de divulgación y aquellas con menor índice de divulgación.

H<sub>4</sub>: El ROE es diferente para empresas con mayor índice de divulgación que para empresas con menor índice de divulgación.

Como medida de divulgación se opta por el ESG *disclosure score* disponible en Bloomberg considerada válida por autores como Fatemi (2018) y Romero (2018). Con el objetivo de

hacer referencia a una medida de mercado se considera la variación del precio de las acciones, el CPPC como referencia del nivel de riesgo y el ROE como medida de rendimiento financiero (Galindo *et al.*, 2018). Todos los datos son anuales.

Los datos se someten a la prueba de Kolmogorov-Smirnov (Pedrosa *et al.*, 2014) resultando que no se puede asumir normalidad por tanto se opta por la prueba U de Mann-Whitney-Wilcoxon, una prueba no paramétrica que permite comparar medianas de dos muestras independientes y que no requiere el supuesto de normalidad (Webster, 2002).

La información se ordena por país de origen, sector de actividad económica y por año. Para cumplir con el primer objetivo de la investigación se comparan las medianas de ESG *disclosure score* así como el de cada uno de sus componentes, a saber: ambiental, social y de gobierno corporativo por cada país de origen, en un segundo momento se procede de la misma forma pero esta vez se comparan medianas por sector de actividad económica.

Por otra parte y en función del segundo objetivo se ordenan de menor a mayor los datos de cada país de acuerdo al ESG *disclosure score* y se los divide en cuartiles, en el primer cuartil aparecen las empresas con menores índices de ESG y en el último cuartil aquellas con índices más altos, finalmente se comparan las medianas de los cuartiles.

### Estadísticos descriptivos

Los principales estadísticos descriptivos como media aritmética, mediana, desviación estándar y rango se presentan en las tablas siguientes. Los datos de la tabla 1 pertenecen a las variables por cada país de origen de las empresas en tanto que los de la tabla 2 corresponden a cada sector de actividad económica. Al examinar los resultados se encuentra que tanto la media como la mediana de cada variable es diferente dependiendo del país de origen o del sector de actividad económica, para establecer si las diferencias son estadísticamente significativas se aplica la prueba U de Mann-Whitney-Wilcoxon.

Tabla 1. Estadísticos descriptivos por país y por variable

País	Estadístico	VP <sup>(1)</sup>	CPPC <sup>(2)</sup>	ROE <sup>(3)</sup>	ESG <sup>(4)</sup>	ENV <sup>(5)</sup>	SOC <sup>(6)</sup>	GOV <sup>(7)</sup>
Argentina	Media	0,20	8,53	20,19	25,73	20,60	34,15	35,15
	Mediana	0,13	8,21	20,33	28,10	15,50	28,07	33,93
	Desviación estándar	0,63	3,45	19,74	12,18	13,67	16,28	15,48
	Rango	2,98	20,84	121,51	52,07	48,06	64,91	48,21
Brasil	Media	0,13	14,02	9,44	36,99	31,30	49,53	45,13
	Mediana	-0,05	13,70	11,87	38,02	30,23	52,63	44,64
	Desviación estándar	0,81	2,56	33,81	16,28	17,71	22,08	9,80
	Rango	7,62	23,13	441,52	72,31	72,00	91,23	71,43
Chile	Media	0,06	7,64	8,80	30,31	28,47	37,85	36,32
	Mediana	-0,03	7,20	9,51	33,47	31,78	42,11	33,93
	Desviación estándar	0,44	2,50	15,74	14,85	15,46	18,73	11,35
	Rango	3,05	12,48	166,12	52,48	50,03	76,35	57,14
Colombia	Media	0,05	5,44	8,69	40,40	36,60	47,68	45,97
	Mediana	-0,01	5,14	7,62	43,15	37,60	50,88	44,64
	Desviación estándar	0,39	2,08	13,84	12,88	15,22	12,94	12,54
	Rango	2,26	13,20	101,85	57,29	61,31	78,95	58,93
México	Media	0,07	10,40	11,76	28,98	29,80	36,67	39,83
	Mediana	-0,03	10,20	11,03	30,17	32,56	42,11	39,29
	Desviación estándar	0,52	2,07	15,87	17,03	17,20	19,12	11,52
	Rango	3,81	17,30	187,74	70,25	74,42	68,42	60,71
Panamá	Media	-0,01	4,32	6,73	33,88	27,24	36,84	46,17

	Mediana	-0,25	4,37	6,75	32,64	25,58	36,84	48,21
	Desviación estándar	0,66	0,86	11,22	6,96	9,87	5,82	5,40
	Rango	1,87	2,64	33,76	18,60	21,71	15,79	14,29
	Media	0,17	11,41	17,49	24,61	16,96	35,80	40,63
Perú	Mediana	-0,02	10,48	16,62	26,45	17,83	35,96	37,50
	Desviación estándar	0,79	3,97	20,83	9,98	10,29	13,15	11,15
	Rango	4,90	21,06	130,11	37,60	43,41	49,12	42,86

<sup>(1)</sup>VP: Variación del precio de la acción.

<sup>(2)</sup>CPPC: Costo promedio ponderado de capital.

<sup>(3)</sup>ROE: Rendimiento sobre la inversión.

<sup>(4)</sup>ESG: Índice general de ESG disclosure score.

<sup>(5)</sup>ENV: Componente de medioambiente del ESG disclosure score.

<sup>(6)</sup>SOC: Componente social del ESG disclosure score.

<sup>(7)</sup>GOV: Componente de gobierno corporativo del ESG disclosure score.

Fuente: Elaboración propia usando SPSS v.22 basada en Bloomberg.

Tabla 2. Estadísticos descriptivos por sector de actividad económica y por variable.

Sector	Estadístico	VP <sup>(1)</sup>	CPPC <sup>(2)</sup>	ROE <sup>(3)</sup>	ESG <sup>(4)</sup>	ENV <sup>(5)</sup>	SOC <sup>(6)</sup>	GOV <sup>(7)</sup>
CM	Media	-0,01	11,47	23,43	34,60	41,99	48,37	33,64
	Mediana	-0,11	11,63	14,88	34,30	42,86	53,13	36,90
	Desviación estándar	0,46	3,37	47,37	17,72	10,26	18,89	17,62
	Rango	2,05	22,19	323,35	58,83	41,07	73,44	58,65
CD	Media	0,18	12,26	7,67	23,22	39,41	29,67	17,71
	Mediana	-0,04	12,83	13,56	21,28	39,29	32,46	15,12
	Desviación estándar	0,93	3,58	32,87	12,23	9,42	17,19	13,26
	Rango	7,32	25,33	254,32	55,55	44,64	80,70	53,66
CB	Media	0,11	10,50	12,61	33,05	40,03	40,28	33,07
	Mediana	-0,02	10,15	11,01	33,06	39,29	42,11	34,11
	Desviación estándar	0,53	3,70	23,02	16,12	10,21	18,49	16,82
	Rango	4,18	22,35	206,20	69,83	60,71	91,23	66,64
EN	Media	0,05	10,31	4,38	34,75	44,91	38,48	30,68
	Mediana	-0,10	9,50	7,85	33,88	44,64	31,58	26,43
	Desviación estándar	0,60	5,21	19,88	18,22	12,10	21,03	21,75
	Rango	3,18	26,85	127,50	68,89	53,57	85,73	70,88
IN	Media	0,09	11,32	9,44	28,71	39,68	40,53	28,64
	Mediana	0,00	11,34	10,27	26,86	42,86	42,11	30,23
	Desviación estándar	0,66	3,57	24,81	17,80	11,43	21,10	16,96
	Rango	7,55	21,18	238,03	57,02	48,21	80,70	64,34
MA	Media	0,12	12,22	6,96	37,13	44,39	44,33	34,46
	Mediana	-0,07	12,23	7,85	38,84	44,64	47,37	34,50
	Desviación estándar	0,79	3,62	25,80	15,70	12,18	17,22	17,64
	Rango	5,88	23,73	212,30	69,42	57,14	77,19	74,42
SA	Media	0,23	12,71	14,60	28,99	39,90	36,41	27,46
	Mediana	-0,06	12,74	14,77	28,96	42,86	40,13	24,11
	Desviación estándar	0,83	2,29	12,22	17,82	11,74	20,17	17,73
	Rango	4,02	10,42	83,80	63,64	55,36	73,68	59,69
Ut	Media	0,07	11,64	14,12	40,90	45,11	60,09	31,85
	Mediana	-0,03	12,57	13,40	42,98	46,43	63,16	31,01
	Desviación	0,53	3,74	20,30	13,08	11,86	18,55	14,16

	estándar							
	Rango	4,72	20,77	371,11	65,70	66,07	82,46	62,02
	Media	0,07	12,65	-1,63	31,48	43,72	43,08	21,05
	Mediana	-0,19	13,00	2,99	28,93	42,86	33,33	20,16
TE	Desviación estándar	0,87	3,57	27,90	11,66	10,03	20,66	12,55
	Rango	4,22	15,46	138,24	42,15	46,43	61,40	41,86

<sup>(1)</sup>VP: Variación del precio de la acción.

<sup>(2)</sup>CPPC: Costo promedio ponderado de capital.

<sup>(3)</sup>ROE: Rendimiento sobre la inversión.

<sup>(4)</sup>ESG: Índice general de ESG disclosure score.

<sup>(5)</sup>ENV: Componente de medioambiente del ESG disclosure score.

<sup>(6)</sup>SOC: Componente social del ESG disclosure score.

<sup>(7)</sup>GOV: Componente de gobierno corporativo del ESG disclosure score.

Fuente: Elaboración propia usando SPSS v.22 basada en Bloomberg.

#### 4. RESULTADOS

Con la finalidad de establecer si existen diferencias significativas en los niveles de divulgación se determina que la prueba más adecuada es la U de Mann-Whitney-Wilcoxon pues los datos no siguen una distribución normal.

La tabla 3 muestra los resultados de la prueba en la que se comparan las medianas obtenidas de cada país para el ESG *disclosure score* y cada uno de sus componentes: ambiental, social y de gobierno corporativo. Los datos corresponden a la suma de rangos de cada país con respecto a otro y entre paréntesis se anota el valor z.

Al comparar Argentina con el resto de países se encuentra que tiene menores índices que Brasil tanto en el ESG general como en cada componente y todos son estadísticamente significativos al 99 % de confianza. Los indicadores de disclosure argentinos son menores que Chile, Colombia, México y Panamá para el ESG

general y en cada componente. Cuando se compara con Perú tiene mayores índices en los componentes de gobierno corporativo y social.

En el caso de Brasil los indicadores son todos mayores que en Chile y México, pero son menores que en Colombia para el índice general y el ambiental. Cuando se comparan las medianas obtenidas para Chile se encuentra que tiene menor índice de divulgación en el componente de gobierno corporativo con respecto a México y Panamá. En comparación con Perú presenta mayores índices, salvo en el caso de gobierno corporativo, que es menor.

Colombia presenta mayores índices en el ESG general y sus componentes en relación con México, Panamá y Perú. México por su parte presenta un menor indicador de divulgación en el componente de gobierno corporativo que Panamá y mayor que Perú para el general y el componente de medio ambiente. Panamá tiene indicadores superiores que Perú en el índice general del ESG y en el componente medio-ambiental.

Tabla 3. Resultados de la prueba U de Mann-Whitney-Wilcoxon por país: Comparación de medianas del ESG *disclosure score* y sus componentes.

Índice	País	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Panamá	Perú		
ESG <sup>(1)</sup>			552,12 (-5.72)*	170,52 (-2.68)*	101,78	(-6.48)*	242,77 (-1.22)	58,43 (-2.14)**	82,24 (-0.18)	
GOV <sup>(2)</sup>			549,28 (-5.23)*	163,95 (-0.34)	94,28	(-4.26)*	245,31 (-2.17)*	56,71 (-1.94)**	71,95 (-2.35)*	
SOC <sup>(3)</sup>	Argentina		532,57 (-5.78)*	162,34 (-1.93)**	95,92	(-5.27)*	217,27 (-1.26)	50,07 (-1.3)	69,62 (-1.7)**	
ENV <sup>(4)</sup>			513,04 (-4.79)*	152,22 (-3.48)*	92,15	(-5.81)*	201,75 (-3.81)*	49,07 (-1.68)**	76,77 (-1.12)	
ESG <sup>(1)</sup>		336,96 (-5.72)*		513,99 (-5.55)*	602,92	(-1.81)**	568,30 (-7.94)*	433,36 (-0.65)	320,70 (-7.03)	
GOV <sup>(2)</sup>		354,50 (-5.23)*		372,46 (-12.52)*	574,35	(-0.99)	554,00 (-8.76)*	544,21 (-0.38)	419,80 (-3.92)	
SOC <sup>(3)</sup>	Brasil		320,24 (-5.78)*	457,14 (-7.32)*	486,22	(-1.23)	500,13 (-9.29)*	316,64 (-1.6)	343,74 (-5.52)	
ENV <sup>(4)</sup>		335,20 (-4.79)*		542,72 (-1.79)**	598,43	(-2.84)*	605,76 (-1.27)	419,29 (-0.52)	285,88 (-7.02)	
ESG <sup>(1)</sup>		137,04 (-2.68)*	655,45 (-5.55)*		217,31	(-5.26)	322,20 (-1.16)	135,93 (-0.21)	137,29 (-3.75)*	
GOV <sup>(2)</sup>	Chile		159,71 (-0.34)	689,39 (-12.52)*		231,54	(-6.86)	353,09 (-4.14)*	210,36 (-2.90)**	199,27 (-3.17)*
SOC <sup>(3)</sup>		138,79 (-1.93)**	640,24 (-7.32)*		200,38	(-4.12)	296,90 (-0.45)	101,86 (-0.86)	145,70 (-1.75)**	

ENV <sup>(4)</sup>		111,78	(-3,48)*	587,52	(-1,79)**		180,98	(-3,58)	270,97	(-0,26)	104,71	(-0,38)	102,82	(-5,66)*
ESG <sup>(1)</sup>		54,34	(-6,48)*	538,94	(-1,81)**	153,18	(-5,26)		229,34	(-5,64)*	192,00	(-1,99)**	59,01	(-7,70)*
GOV <sup>(2)</sup>	Colombia	63,17	(-4,26)*	539,76	(-0,99)	148,33	(-6,86)		232,49	(-4,59)*	330,50	(-0,02)	75,40	(-3,36)*
SOC <sup>(3)</sup>		57,65	(-5,27)*	528,42	(-1,23)	151,22	(-4,12)		207,31	(-4,62)*	150,00	(-2,59)*	61,60	(-5,60)*
ENV <sup>(4)</sup>		51,11	(-5,81)*	502,26	(-2,84)*	140,51	(-3,58)		190,84	(-3,29)*	195,00	(-1,83)**	52,26	(-7,68)*
ESG <sup>(1)</sup>		221,35	(-1,22)	758,20	(-7,94)*	339,93	(-1,16)	324,47	(-5,64)*		234,36	(-0,62)	219,70	(-2,03)**
GOV <sup>(2)</sup>	México	207,28	(-2,17)*	762,06	(-8,76)*	290,28	(-4,14)*	309,65	(-4,59)*		290,00	(-1,88)**	254,24	(-0,49)
SOC <sup>(3)</sup>		197,62	(-1,26)	719,72	(-9,29)*	303,33	(-0,45)	278,32	(-4,62)*		165,21	(-0,43)	204,74	(-1,08)
ENV <sup>(4)</sup>		144,32	(-3,81)*	635,55	(-1,27)	267,38	(-0,26)	237,96	(-3,29)*		151,29	(-0,33)	129,04	(-6,06)*
ESG <sup>(1)</sup>		38,78	(-2,14)**	505,00	(-0,65)	129,84	(-0,21)	4179,00	(-1,99)**	206,02	(-0,62)		46,66	(-2,31)*
GOV <sup>(2)</sup>	Panamá	38,95	(-1,94)**	502,71	(-0,38)	127,77	(-2,90)**	4040,50	(-0,02)	205,06	(-1,88)**		47,69	(-1,03)
SOC <sup>(3)</sup>		38,46	(-1,3)	487,23	(-1,6)	125,67	(-0,86)	4128,00	(-2,59)*	182,33	(-0,43)		44,13	(-0,16)
ENV <sup>(4)</sup>		35,15	(-1,68)**	472,90	(-0,52)	114,30	(-0,38)	3810,00	(-1,83)**	163,26	(-0,33)		41,71	(-2,24)**
ESG <sup>(1)</sup>		80,89	(-0,18)	565,49	(-7,03)	182,91	(-3,75)*	118,00	(-7,70)*	253,61	(-2,03)**	71,86	(-2,31)*	
GOV <sup>(2)</sup>	Perú	89,33	(-2,35)*	555,08	(-3,92)	161,02	(-3,17)*	101,03	(-3,36)*	246,02	(-0,49)	58,86	(-1,03)	
SOC <sup>(3)</sup>		81,66	(-1,7)**	537,33	(-5,52)	166,72	(-1,75)**	103,14	(-5,60)*	221,59	(-1,08)	42,57	(-0,16)	
ENV <sup>(4)</sup>		68,99	(-1,12)	527,27	(-7,02)	166,94	(-5,66)*	108,69	(-7,68)*	216,38	(-6,06)*	63,71	(-2,24)**	

\*valor p<0.01, valor Z entre paréntesis.

\*\*valor p<0.05, valor Z entre paréntesis.

<sup>(1)</sup>ESG: Índice general de ESG disclosure score.

<sup>(2)</sup>GOV: Componente de medioambiente del ESG disclosure score.

<sup>(3)</sup>SOC: Componente social del ESG disclosure score.

<sup>(4)</sup>ENV: Componente de gobierno corporativo del ESG disclosure score.

Fuente: Elaboración propia usando SPSS v.22 basada en Bloomberg.

Con la finalidad de comparar las medianas de la variación del precio de la acción en el mercado, el CPPC y el ROE entre empresas con grandes niveles de divulgación y aquellas con índices más pequeños, las empresas se ordenan de menor a mayor en cada país de acuerdo al *ESG disclosure score* y se identifican los cuartiles. El primer cuartil representa a las empresas con menor nivel de divulgación y el cuarto cuartil a las empresas con mayor nivel de divulgación. La tabla 4 presenta el rango promedio para cada cuartil así como el valor z correspondiente a la prueba U de Mann-Whitney-Wilcoxon.

Los resultados señalan que las variaciones del precio de las acciones no son diferentes para

empresas con mayores niveles de divulgación respecto de aquellas que presentan niveles menores. Por otra parte, el CPPC presenta un comportamiento distinto pues las empresas argentinas, chilenas, mexicanas y peruanas del último cuartil tienen medianas más altas que las del primer cuartil, no así para Brasil en donde las empresas con menor nivel de divulgación presentan mayor costo de capital. En las empresas chilenas, el ROE conserva mayor grado para las empresas con indicadores más grandes de divulgación que para empresas con menor de divulgación, no así en los demás países en los que no se pueden establecer diferencias significativas.

Tabla 4. Resultados de la prueba U de Mann-Whitney-Wilcoxon por cuartiles del *ESG disclosure score*: Comparación de medianas por variables de mercado, riesgo y rendimiento financiero.

País	VP <sup>(1)</sup>		CPPC <sup>(2)</sup>		ROE <sup>(3)</sup>				
	Q1 <sup>(4)</sup>	Q4 <sup>(5)</sup>	Q1 <sup>(4)</sup>	Q4 <sup>(5)</sup>	Q1 <sup>(4)</sup>	Q4 <sup>(5)</sup>			
Argentina	17,09	17,91	(-0,241)	15,17	21,83	(-1,898)**	19,61	17,39	(-0,632)
Brasil	242,49	241,51	(-0,078)	266,10	234,90	(-2,414)*	253,23	244,82	(-0,652)
Chile	75,82	83,75	(-1,071)	65,99	99,87	(-4,558)*	68,90	94,06	(-3,399)*
Colombia	17,31	20,29	(-0,828)	22,73	22,27	(-0,117)	20,62	23,32	(-0,705)
México	98,07	97,93	(-0,018)	84,70	120,30	(-4,308)*	101,71	102,28	(-0,069)



Panamá	3,00	2,00	(-0,775)	3,50	1,50	(-1,549)	3,50	1,50	(-1,549)
Perú	22,22	24,78	(-0,648)	19,65	27,35	(-1,944)**	25,87	21,13	(-1,197)

\*valor  $p < 0.01$ , valor Z entre paréntesis.

\*\*valor  $p < 0.05$ , valor Z entre paréntesis.

<sup>(1)</sup>VP: Variación del precio de la acción.

<sup>(2)</sup>CPPC: Costo promedio ponderado de capital.

<sup>(3)</sup>ROE: Rendimiento sobre la inversión.

<sup>(4)</sup>Empresas ubicadas en el primer cuartil de acuerdo al *ESG disclosure score*, empresas con menores índices

<sup>(5)</sup>Empresas ubicadas en el último cuartil de acuerdo al *ESG disclosure score*, empresas con mayores índices

Fuente: Elaboración propia usando SPSS v.22 basada en Bloomberg.

## 5. CONCLUSIONES Y DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS

Los resultados de la tabla 3 nos llevan a comprobar la primera hipótesis, es decir los niveles de divulgación presentan diferencia para las empresas dependiendo de su país de origen en sintonía con Husten y Sousa-Filho (2018). Son las empresas brasileñas las que presentan índices más altos de divulgación en la región, en tanto que Argentina y Perú tienen los menores niveles de divulgación entre los países investigados,

La segunda hipótesis planteada en este estudio no se comprueba porque las diferencias de la variación del precio de las acciones en el mercado no son significativas de acuerdo con los niveles de divulgación.

El CPPC es menor para empresas con mayor índice de divulgación, únicamente en Brasil, en tanto que en Argentina, Chile, México y Perú la mediana del CPPC es mayor para las empresas con mayor índice de divulgación, lo que nos lleva a comprobar la tercera hipótesis, pues se cuenta con evidencia estadísticamente significativa de que existe diferencia en las medianas del CPPC de acuerdo al nivel de divulgación.

Sin embargo, este hallazgo no comulga con Buallay (2019), quien señala que el rendimiento de una empresa mejora cuando mayor es el nivel de ESG gracias a la reducción del costo de capital, entonces la divulgación de ESG debería tener un impacto positivo en el CPPC.

El ROE como medida del rendimiento financiero resulta ser mayor para las empresas con mayor índice de divulgación únicamente en Chile, en los demás países no es posible comprobar la cuarta hipótesis. Lo encontrado en el caso chileno concuerda con la investigación realizada por Galindo *et al.*, (2018), en el que llegan a la conclusión de que la divulgación en países

latinoamericanos impacta positivamente en el rendimiento financiero medido a través del ROE.

Analizando a Brasil, que es donde se encuentran mayores índices de divulgación de ESG, Fogliano y Samanez (2013) acotan que aunque la inversión en sostenibilidad en este país incrementa los niveles de liquidez y reduce el riesgo diversificable, las empresas no presentan un rendimiento financiero satisfactorio, lo que concuerda con que el ROE no es mayor para empresas con mayores niveles de divulgación en ese país. Por otra parte la reducción del riesgo diversificable es acorde con lo encontrado para Brasil, pues el CPPC es menor para empresas con mayor índice de divulgación.

En conclusión, y de acuerdo con los autores citados en la revisión de la literatura, los resultados en cuanto a la relación que tiene los índices de divulgación con el rendimiento financiero de las empresas en el mundo han sido variados: positivos, negativos y no significativos. Las empresas que operan en América Latina no son la excepción, por lo que los resultados en este entorno también son diversos y se acentúan si consideramos a Husten y Sousa-Filho (2018), quienes señalan que el contexto de cada país marca la pauta de la relación que tienen las empresas con las prácticas de RSC y con su divulgación.

Husten y Sousa-Filho (2018) señalan también que en América Latina este contexto es muy particular porque los grupos de interés minoritarios tienen escasa protección debido a que las firmas en su mayoría son negocios familiares que privilegian su bienestar sobre el ambiental, social o de gobierno corporativo y, por tanto, no funciona como debería la teoría del *stakeholder*, en suma estos atributos hacen que los resultados difieran de la literatura.

A fin de entender mejor el comportamiento de la responsabilidad social corporativa y su

divulgación, las líneas de investigación futura deberían incluir los sectores de actividad económica, especialmente los considerados controvertidos así como variables macroeconómicas que permitan considerar el entorno

económico en el que se desarrollan las empresas y su relación con el nivel de divulgación, tanto para empresas que cotizan en bolsa como para aquellas que no lo hace.

## REFERENCIAS

- Albuquerque, R., Durnev, A. y Koskinen, Y. (2012). Corporate social responsibility and asset pricing in industry equilibrium. SSRN 1961971.
- Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(1), 98-115.
- Dias A., Rodrigues, L., Craig, R. y Neves, M. (2018). Corporate social responsibility disclosure in small and medium-sized entities and large companies. *Social Responsibility Journal*.
- Fatemi, A., Glaum, M. y Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45-64.
- Fogliano, F., y Samanez, P. (2013). Performance Analysis of Sustainable Investments in the Brazilian Stock Market: A Study about the Corporate Sustainability Index (ISE). *Journal of Business Ethics*, 117(1), 19-36.
- Friedman, M. (1962). Capitalism and freedom: with the assistance of Rose D. Friedman, *University of Chicago Press*.
- Galindo, A., Méndez, B., y Rodríguez, M. (2018). Efecto de la divulgación ambiental, social y gobierno corporativo en el desempeño financiero de países latinoamericanos. *VinculaTégica*
- Hinze, A. y Sump, F. (2019) Corporate social responsibility and financial analysts: a review of the literature, *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*
- Husted, B., y Sousa-Filho, J. (2018). Board structure and environmental, social, and governance disclosure in Latin America. *Journal of Business Research*
- Mackey, A., Mackey, T. y Barney, J. (2007). Corporate social responsibility and firm performance: investor preferences and corporate strategies. *Academy of Management Review*, 32(3), 817-835.
- Nollet, J., Filis, G. y Mitrokostas, E. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. *Economic Modeling*, 52, 400-407.
- Pedrosa, I., Juarros, J., Robles, A., Basteiro, J., y García, E. (2014). Pruebas de bondad de ajuste en distribuciones simétricas, ¿qué estadístico utilizar? *Universitas Psychologica*, 14(1), 245-254.
- Romero, S., Jeffers, A., Lin, B., Aquilino, F., y DeGaetano, L. (2018). Sustainability Investing Strategy. *The CPA journal*, 36-43.
- Sharfman, M. and Fernando, C. (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal*, 29 (6), 569-592.
- Sharma, Z. y Song, L. (2018). Corporate social responsibility (CSR) practices by SIN firms: Evidence from CSR activity and disclosure. *Asian Review of Accounting*, 26(3), 359-372.
- Steyn, M. (2014). Organizational benefits and implementation challenges of mandatory integrated reporting: perspectives of senior executives at South African listed companies. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 5(4), 476-503.
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*.
- Webster, A. (2002). Estadística aplicada a los negocios y la economía. Bogotá, Colombia: McGraw-Hill.
- Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H. y Managi, S. (2018). Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? *Business Strategy and the Environment*.
- Zivin, J. y Small, A. (2005). A Modigliani-Miller theory of altruistic corporate social responsibility. *The BE Journal of Economic Analysis & Policy*, 5(1).