



## Efecto de la divulgación ambiental, social y gobierno corporativo en el desempeño financiero de países latinoamericanos

Galindo-Manrique, Alicia<sup>1</sup>; Méndez-Sáenz, Berenice<sup>2</sup> & Rodríguez-García, Martha<sup>3</sup>

<sup>1</sup>Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey, Monterrey, Nuevo León, México, [alicia.galindo@itesm.mx](mailto:alicia.galindo@itesm.mx), Av. Eugenio Garza Sada 2501, Sur Col. Tecnológico, (+52) 81 8358 2000

<sup>2</sup>Universidad Autónoma de Nuevo León, Facultad de Contaduría Pública y Administración, Monterrey, Nuevo León, México, [beremendez@gmail.com](mailto:beremendez@gmail.com), Av. Universidad S/N Col. Ciudad Universitaria, (+52) 81 8329 4000

<sup>3</sup>Universidad Autónoma de Nuevo León, Facultad de Contaduría Pública y Administración, Monterrey, Nuevo León, México, [marthadelpilar2000@yahoo.com](mailto:marthadelpilar2000@yahoo.com), Av. Universidad S/N Col. Ciudad Universitaria, (+52) 81 8329 4000

---

*Información del artículo arbitrado e indexado en Latindex:*

*Revisión por pares*

*Fecha de aceptación: Abril de 2018*

*Fecha de publicación en línea: Septiembre de 2018*

---

### Resumen

La divulgación de información correspondiente a factores de las prácticas Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo (ASG) de las empresas ha tenido un crecimiento considerable en los últimos años. El objetivo principal de esta investigación fue determinar si la divulgación de los factores ASG tienen un efecto en el desempeño financiero de las empresas en Latinoamérica. La investigación se realizó para el periodo de 2010 a 2015 empleando una muestra de 97 empresas que forman parte de los índices de Mercado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Empleamos la metodología de datos panel. Nuestros resultados mostraron que existe un impacto positivo entre la divulgación de ASG en el desempeño financiero de las empresas en Latinoamérica.

**Palabras claves:** datos panel, divulgación ASG, países latinoamericanos, ROE.

### Abstract

The disclosure of information corresponding to factors of Environmental, Social and Corporate Governance (ESG) practices of companies has had a considerable growth in recent years. The main objective of this research was to determine if the disclosure of the ESG factors influence the financial performance of companies in Latin America. The research was conducted for the period from 2010 to 2015, using a sample of 97 companies that are part of the market indexes of Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico and Peru. We used the panel data methodology. Our results showed that there is a positive impact between the disclosure of ESG in the financial performance of companies in Latin America.

**Key words:** panel data, ESG disclosure, latin-american countries, ROE.

## 1. INTRODUCCIÓN

En la última década, el crecimiento sobre temas de sustentabilidad ha impactado en el desarrollo de la divulgación de información sobre prácticas ambientales, sociales y de gobierno ASG (Li, Gong, Zhang, & Koh, 2018). El crecimiento de las diversas investigaciones sobre el tema de la responsabilidad social y su efecto en el impacto financiero, han ayudado a construir y solidificar las relaciones entre sus partes relacionadas quienes son importantes para el negocio en marcha de las empresas (Brooks & Oikonomou, 2018). Partiendo de este punto, las empresas tienen que asumir responsabilidades no solo con sus accionistas, si no también con la sociedad. En este contexto, una crítica importante a los reportes financieros es la de no satisfacer las necesidades de información de sus partes relacionadas o “stakeholders”, quienes están motivados a evaluar el desempeño pasado y futuro de la empresa (Bernardi & Stark, 2018). Esto se debe a que la información financiera solo provee datos parciales sobre las actividades empresariales, ignorando el impacto que ejercen en el ambiente y sociedad (Flower, 2015).

Como consecuencia de lo anterior, las empresas que divulgan reportes que incluyen factores ASG han perfeccionado la manera de incluir información adicional que pueda potencializar el desempeño del negocio. Existe un número creciente de empresas que han hecho públicas sus iniciativas con respecto a estos tres factores (Bernardi & Stark, 2018). De acuerdo con la Iniciativa de Bolsas Sustentables de las Naciones Unidas SSE, se espera que todas las empresas que coticen en el grupo de mercados de valores listados en esta iniciativa, reporten en su totalidad factores sociales y ambientales hacia el 2030 (UN SSE Initiative, 2016). Contribuciones recientes por parte del Consejo Empresarial Mundial para el Desarrollo Sostenible WBCSD, demuestran que en los últimos 25 años ha aumentado la tendencia de reportar temas medio ambientales en un 69 %, temas sociales y de gobierno por 40 % y 30 % respectivamente (WBCSD, 2017). El informe también demuestra que en los últimos 10 años, el número de reportes y requerimientos voluntarios a nivel mundial, ha incrementado de 10 a 182, y el 80 % proviene de organizaciones no gubernamentales. Esto subraya el hecho de que los temas ambientales, sociales y de gobierno han incrementado su importancia en la comunidad financiera (WBCSD, 2017).

Eccles, Serafeim, & Krzus, (2011) demuestran en su investigación que existe un crecimiento en el interés del mercado sobre la transparencia de las empresas, en materia ambiental, social y de gobierno. Este crecimiento se fundamenta con cinco factores que diversos autores tratan en investigaciones y que se consideran pertinentes para el objetivo de nuestro trabajo. Estos factores se pueden agrupar en reducción de costo de capital y mejoras en el precio de la acción, valor de la empresa, transparencia y buenas relaciones con las partes relacionadas Eccles, Serafeim, & Krzus, (2011). El primero establece que las prácticas de divulgación ASG, proveen información adicional que enriquece y son completamente distintas a la información financiera que se presenta en informes. Gupta & Goldar, (2005) argumentan sobre que la información adicional y diversificada en una economía mejora el precio informativo de la acción en el mercado. Las investigaciones de D. S. Dhaliwal, Li, Tsang, & Yang, (2011) argumentan que la mejora de prácticas internas administrativas provenientes de la divulgación ASG, reducen el costo de capital de las empresas. Con el mismo enfoque,

Chen, Goldstein, & Jiang, (2018) demuestran como la información diferente a la financiera, tiene un efecto positivo sobre el precio de la acción.

El segundo argumento o factor establece el incremento en el valor de la empresa a largo plazo. El tercer argumento establece elementos operativos de la cadena de suministro de las empresas. En su investigación, Banerjee, Chang, Fu, Li, & Wong, (2015) establecen que la divulgación de información no cuantitativa conlleva a generar y mantener relaciones a largo plazo con los clientes principales. Mientras que Li *et al.*, (2018) establecen que la divulgación de ASG reduce la asimetría de información. El cuarto factor de relevancia se intensifica con el concepto de transparencia. Liedekerke, (2008) establece que la transparencia intensifica la asignación eficiente de recursos e impulsa la innovación que permite a las empresas, con estándares de ASG, diferenciarse en el mercado. Por último, el último argumento se relaciona con las partes interesadas o “stakeholders”, quienes tienen el derecho razonable a solicitar información cuando las actividades de la empresa afecten sus intereses (Deegan & Rankin, 1996). Esto a su vez, reduce los costos de agencia al aumentar la transparencia de la información. Las políticas de tipo ASG que puede adoptar una empresa permiten adoptar una perspectiva a largo plazo, lo cual estimula el incremento de valor de la empresa a largo plazo (Bénabou & Tirole, 2009).

La integración de factores ASG en la estrategia de los negocios ha sido influenciada por las expectativas de los *stakeholders* o partes relacionadas en todo el mundo (Lokuwaduge & Heenetigala, 2017). De acuerdo a evidencia proporcionada por KPMG Internacional, existe un crecimiento mundial en la necesidad de los negocios de ser responsables por y para la sociedad (KPMG, 2017). En este mismo estudio se presenta un incremento global en tasas de divulgación ASG y reportes desde 1993. Dicho reporte presenta tasas de crecimiento de 93 % al 2017 para una muestra de 100 empresas con altos rendimientos en 49 países donde se realizó el estudio (KPMG, 2017). Esto demuestra una tendencia constante en donde las empresas con alta y mediana capitalización de mercado son susceptibles a mantener y mejorar sus estándares en cuanto a la divulgación de factores ASG. Aunado a esto, de 44 % en el 2011 al 78 % en el 2017, el efecto de incluir información ASG en reportes financieros se ha consolidado para empresas con mayores rendimientos.

Mientras que existen muchos beneficios sobre la divulgación de factores ASG, entre los cuales se incluye mayor transparencia y mejor acceso a información de calidad, el rápido crecimiento sobre la implementación de reportes ha creado retos (WBCSD, 2017). Parte de estos retos se presentan al existir diferentes marcos y lineamientos al reportar y divulgar información. Los marcos de referencia de Las Naciones Unidas UN Global Compact, El Consejo Internacional de Informes Integrados (IIRC) y la Iniciativa Global de Informes (GRI), cubren aspectos ASG pero no proveen medidas confiables que permitan ser comparadas entre empresas dentro o en diferente sector (Lokuwaduge & Heenetigala, 2017). En el estudio realizado por Welford & Sjöström, (2009) se establece que las dimensiones o criterios de medidas utilizados pueden diferir entre sectores de negocios y por lo tanto, las evaluaciones de los inversionistas pueden estar quebrantados por inconsistencias e insuficiencias dadas las diferencias de datos ASG en términos de industrias, regiones y países.

Al establecer el marco de referencia sobre los elementos de divulgación ASG en países, Giannarakis, (2016) argumenta que Estados Unidos es el pionero en el campo de implementación y reporte de datos no financieros, ya que se han desarrollado Índices de Inversión de Responsabilidad Social como el Índice Dow Jones y el Kinder, Lydenberg, Domini (KLD). Aunado a esto, Matten & Moon, (2008) argumentan que las empresas norteamericanas tienden a proveer información no financiera sobre divulgación ambiental y social que sus competidores. Sin embargo, existe un resultado mixto al analizar las diferentes regiones del mundo. En América el crecimiento en la divulgación ASG incrementó a un 83 % en el 2017, Asia Pacífico 78 %, Europa 77 % y Medio Oriente y África el 52 % (KPMG, 2017). En este mismo reporte se destaca que dentro del continente americano, México lidera el crecimiento pasando de 58 % en 2015 al 90 % en 2017. Aunado a lo anterior, países como Colombia, Brasil y Estados Unidos complementan dicho incremento en divulgación ASG.

Vives, (2012) demuestra en su investigación realizada, que los mercados Latinoamericanos tienen un potencial considerable y el impulso necesario para incrementar las inversiones socialmente responsables ya que tanto el gobierno como los inversionistas, al solicitar la divulgación de factores ASG, juegan un rol fundamental y activo para la creación de condiciones que fomenten el crecimiento de las inversiones sustentables. El autor realizó su investigación sobre el caso particular de Brasil.

El objetivo de nuestra investigación es demostrar que la divulgación de factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo tiene un efecto positivo en el desempeño financiero en empresas de América Latina. Para comprobar la hipótesis presentada, la investigación se realizó empleando una muestra de 97 empresas que forman parte de mercados de valores en México, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. El periodo de estudio utilizado fue de 2010 a 2015 y se utilizó el método empírico de datos panel para comprobar nuestra hipótesis.

El desarrollo de este documento se encuentra organizado de la siguiente manera, en la primera parte se presenta el marco teórico que fundamenta las bases de la divulgación ASG, así como investigaciones empíricas con resultados positivos, negativos y neutros. Posteriormente se desarrolla la metodología del proyecto de investigación y se presenta el modelo sobre el cual se analizarán los hallazgos. Finalmente se muestran los resultados obtenidos y las conclusiones finales realizadas.

## 2. MARCO TEÓRICO

Los motivos para reportar factores ASG están altamente relacionados con regulaciones, estándares, legitimidad y con las partes relacionadas (Deegan, 2014). De acuerdo al autor, la divulgación de la información puede ser utilizada por la organización para administrar a las partes relacionadas o *stakeholders* para ganar su aprobación o evadir su oposición; es decir, para ganar legitimidad ante ellos (Deegan, 2002). Coleman (2011) argumenta que existe una creciente presión sobre la administración para reportar factores de ASG a *stakeholders* con alta influencia, y esta presión genera una crisis de legitimidad para la supervivencia de dicha organización (Bhattacharyya and Cummings, 2015). Partiendo del punto anterior, se explicará dentro de marco teórico del proyecto de investigación

dos teorías que fundamentan las bases de la divulgación de factores ambientales, sociales y de gobierno. Y además se presenta una revisión de la literatura en donde se presentan los principales hallazgos sobre la relación de la divulgación de ASG y su impacto en el desempeño financiero.

### Teoría de la Legitimidad

Suchman (1995) propone la siguiente definición de legitimidad: "Legitimidad es la percepción generalizada de que las acciones de una empresa son deseables, propias o apropiadas dentro de un sistema socialmente construido por normas, valores, creencias y definiciones". Deegan (2004) establece que la empresa obtiene permiso de la sociedad para operar, y dicha autoridad surge en función de que la sociedad otorga el derecho de usar los recursos naturales y contratar empleados. Evidencia empírica previa sobre divulgación de factores ASG usan la teoría de la legitimidad para estudiar la información social y ambiental y para establecer una relación entre la información divulgada y las expectativas de la comunidad (Tilling, 2004; Cormier and Gordon 2001; Deegan 2002; O'Donovan 2002; Haniffa and Cooke 2005)

La teoría de la legitimidad recae en el supuesto de que la administración de la empresa adoptará estrategias para demostrar que la organización está cumpliendo con las expectativas sociales (Chan, Watson, & Woodliff, 2014). El cambio constante de valores en la sociedad a través del tiempo genera que la empresa demuestre de forma sistemática que sus operaciones son legítimas. De acuerdo a Deegan (2004) la teoría de la legitimidad está basada en percepciones y las acciones o estrategias que realice la administración y que tengan un efecto sobre partes externas deben de ser divulgadas. Esto es, la información se necesita para cambiar percepciones (Hooghiemstra 2000; Deegan 2002; Adams and Zutshi 2004). Las acciones para remediar las expectativas sociales con la operación de la empresa, que no son divulgadas no tendrán efecto para cambiar la percepción de la comunidad (Hooghiemstra 2000; Cormier and Gordon 2001; Holder-Webb et al. 2009). Lo anterior, resalta la importancia sobre el poder de la divulgación de factores ASG realiza por empresas en los reportes anuales (Deegan, 2002).

### Teoría de los Stakeholders

De acuerdo con el modelo de responsabilidad social, a parte de los accionistas principales, la empresa tiene responsabilidad con sus partes relacionadas o *stakeholders* que incluyen proveedores, clientes, empleados, gobierno y sociedad (Ferrell et al., 2011). La divulgación de información ASG considera elementos diferentes a los financieros pero que también afectan aspectos económicos (Jenkins & Yakovleva, 2006). Freeman & McVea, (2001) y De Silva Lokuwaduge, (2011) establecen que un stakeholder es un individuo o grupo de individuos que pueden afectar o ser afectados por las actividades de la empresa al buscar cumplir con sus objetivos económicos.

Diversas investigaciones han utilizado la teoría de los *stakeholders* o partes relacionadas para definir los objetivos de la empresa en función de conciliar las demandas de sus partes. En dichos estudios previos se argumenta que los administradores fungen como evaluadores sobre la importancia de balancear las demandas

de las partes y que a su vez ayuden a cumplir los objetivos de la empresa (Freeman, 1984; Ullman 1985; Ansoff 1965). Por su parte Clarkson (1995) establece que sin el apoyo de los *stakeholders* la empresa puede llegar a no sobrevivir en el mercado. Por lo tanto, esta dependencia de la organización sobre partes relacionadas les da el poder a éstos últimos sobre el comportamiento de la organización (Chan *et al.*, 2014).

Chan *et al.*, (2014) argumentan que un plan estratégico para manejar las relaciones con terceros o partes relacionadas puede incluir el desarrollo de la reputación de una empresa como socialmente responsable al utilizar la divulgación de factores ASG. Villiers *et al.* (2011) establece la relación positiva entre el desempeño ambiental, social y de gobierno de la empresa con el incremento de valor que los accionistas esperan. Otro elemento importante a considerar dentro del marco de esta teoría es que la exposición de la empresa hacia las partes relacionadas puede variar ya que los *stakeholders* pueden ejercer diferentes niveles de poder, legitimidad y urgencia, lo cual podría influir en la importancia de la estrategia sustentable como parte de las decisiones fundamentales del negocio (Mitchell *et al.*, 1997). La administración tiende a usar información para manejar a las partes relacionadas con el objetivo de ganar su apoyo en función de la sobrevivencia de la empresa, así como la creación de una imagen positiva entre la sociedad (Chan *et al.*, 2014).

## Revisión de la literatura

Al revisar la literatura existente sobre la relación del desempeño financiero y la divulgación de información de factores ASG, la mayoría de estudios proveen evidencia empírica que soporta de manera positiva esta relación. Tal es el caso de (Waddock & Graves, 1997) al determinar en su investigación empírica una relación positiva con el desempeño financiero. Los autores utilizaron 469 empresas del S&P y realizaron una clasificación por tipo de industria. Para medir la divulgación o los factores ASG se tomó los indicadores provistos por la base de datos por la empresa Kinder, Lydenberg, Domini (KLD). Los datos incluyen reportes anuales financieros así como reportes de desempeño ASG. Las variables financieras utilizadas fueron el ROA, ROE y ROS. Las variables de control utilizadas fueron el tamaño de la empresa, medida a través del total de activos y total de empleados, clasificación de la industria, razón de deuda a activo y total de ventas.

Complementando el estudio anterior (Clarkson, Li, Richardson, & Vasvari, 2008) utilizaron una muestra de 191 empresas provenientes de las 5 industrias más contaminantes de Estados Unidos incluyendo la industria química, de pulpa y papel, gas y petróleo, metal y minería y electricidad. La conducción del estudio fue en el periodo de 2012 a 2013. Para medir la divulgación ASG se creó un índice de divulgación obteniendo datos de la divulgación de reportes ambientales y sociales provenientes de la información de la empresa. Esto permitió a los autores realizar clasificaciones: empresas con alta divulgación, empresas con baja divulgación y un tercer grupo llamado empresas silenciosas para aquellas que no incluían reportes. Las variables financieras incluían el ROA,  $q$  de Tobin y la volatilidad del precio de la acción para un periodo de 12 meses. Como variables de control se utilizaron el apalancamiento, tamaño de la empresa, a través del monto de activos, inversiones nuevas adquiridas y la intensidad de capital medido como la razón entre las

inversiones de capital y las ventas. El estudio determinó una relación positiva para empresas con alto grado de divulgación.

Por otra parte (D. Dhaliwal, Li, Tsang, & Yang, 2014) examinan el beneficio potencial asociado con el inicio de la divulgación voluntaria de actividades ASG. Los investigadores determinan una reducción en el costo de capital de las empresas, así como un incremento en la recaudación de financiamiento en contraste con las empresas que no realizan divulgación de información. Los autores utilizan, para capturar la divulgación de factores ASG, 3 fuentes de información: noticias de responsabilidad social de empresas, el CorporateRegister.com y en reportes de públicos de las empresas. Los autores también utilizan la base de datos KLD para obtener un índice de escalas de divulgación ambiental y social. El periodo de estudio comprendió los años 1993 a 2007, con un total de 294 empresas las cuales divulgaron 1,190 reportes de factores ASG. Las variables financieras utilizadas fueron el apalancamiento a través de la razón de deuda, la  $q$  de Tobin, ROA y liquidez medida por la razón formada por el número de acciones de  $t-1$  y número de total de acciones al final del año. Las variables de control estaban compuestas por el tamaño de la empresa, número de litigios y grado de competencia en el mercado.

En estudios más recientes, (Fatemi, Glaum, & Kaiser, 2016) investigan el efecto de la divulgación de actividades ambientales y sociales sobre el valor de la empresa. En su estudio empírico determinaron que una alta o fuerte información de factores ASG incrementa su valor y que la divulgación ASG juega un rol crucial al mitigar el efecto negativo de las debilidades y atenuar el efecto positivo de las fortalezas de la empresa sobre el desempeño ASG. Para operacionalizar el modelo se utilizaron datos de la base KLD tomando en cuenta trece categorías, así como el índice de Bloomberg que califica las escalas de divulgación entre 0.1 (menor) hasta 100 (mayor). La muestra comprendió el periodo de 2006 a 2011 con un total de 1,640 observaciones de 403 empresas públicas provenientes de 6 industrias: agricultura, construcción y minería, manufactura, transportación y servicios públicos, ventas a mayoreo o comercializadoras y servicios. Las variables dependientes utilizadas para el rendimiento financiero fueron la  $q$  de Tobin, ROA, crecimiento en ROA, apalancamiento, gasto en mercadotecnia y publicidad. Para la variable independiente se utilizaron los índices anteriormente mencionados, y la existencia de comité de responsabilidad social en la junta de consejo. Entre las variables de control destaca el tamaño de activos, total de ventas, tipo de industria y el año.

En torno al marco de investigación sobre países emergentes, (García, Mendes-Da-Silva, & Orsato, 2017), confirman que empresas pertenecientes a industrias más sensibles presentan mayor desempeño ambiental, aún cuando son controladas por el tamaño de la empresa y país. El estudio también contribuye a establecer la relación positiva entre la divulgación ASG y el desempeño financiero y desempeño de actividades ambientales, sociales y de gobierno. Para probar la hipótesis los autores utilizaron una muestra de 1,095 observaciones de 365 empresas públicas provenientes de la base de datos Thomson Reuters Eikon, para los mercados emergentes BRICS (Brasil, Rusia, India, China y África del Sur). El periodo de estudio fue de 2010 a 2012. La variable independiente fue el desempeño de factores ASG reportado en el índice de Reuters. La variable dependiente utilizada fue el ROA, razón de total de pasivos a total de activos, así como la variable de flujo de efectivo dividida por el

costo de capital. Las variables de control, como en los estudios anteriores, fue el tamaño de la empresa y el tipo de industria. Para este estudio se utilizó el modelo de regresión de datos panel.

Por último, el trabajo presentado por (Husted & Sousa-Filho, 2018) examina el efecto de la estructura del consejo y su impacto en la rentabilidad, en función de los factores ASG divulgados en empresas Latinoamericanas. Los investigadores demostraron que el tamaño del consejo y los consejeros independientes impactan de forma positiva la divulgación ASG. Lo interesante del proyecto se enfoca en la relación que el número de mujeres en el consejo y la función doble del CEO (como administrador, operativo y presidente del consejo) reflejan un impacto negativo en la divulgación de empresas latinoamericanas. Los autores utilizaron la base de datos financiera de Bloomberg ESG y Capital IQ, utilizando 176 empresas que divulgaban información ASG. Se obtuvo una muestra de 704 observaciones de empresas en Brasil, México, Colombia y Chile. La variable independiente utilizada fue la divulgación ASG de las bases de datos mencionadas anteriormente, el tamaño del consejo, mujeres en el consejo, dualidad del CEO y número de directores independientes. Como variables de control se utilizó la inversión en investigación y desarrollo, apalancamiento y ventas.

En contraste a las investigaciones anteriores, Farooq, (2015) argumentó una relación negativa entre la divulgación de información ASG y el rendimiento financiero en países emergentes. En este estudio se utilizó una muestra de empresas en India en el periodo de 2005 a 2010. El autor realizó una aglomeración de industrias distinguiendo dos grupos: 443 observaciones sobre empresas cuyas oficinas centrales estaban en la India y 1070 observaciones sobre empresas con oficinas en el extranjero. (Farooq, 2015) establece que la relación negativa entre la divulgación de factores ASG y el desempeño financiero se debe al hecho de que las actividades socialmente responsables son consideradas como una fuente de desventaja competitiva, de forma que los participantes del mercado las consideren como costos no indispensables. Los datos de la divulgación de ASG fueron obtenidos de Bloomberg y para el desempeño financiero se utilizó como variable el precio de la acción. Las variables de control utilizadas fueron el apalancamiento de la empresa, una variable *dummie* por tipo de industria, utilidad por acción y crecimiento medido a través del total de activos.

Por su parte Fisher-Vanden & Thorburn, (2011) utilizaron el estudio de eventos y analizaron los rendimientos anormales acumulativos de acciones para un grupo de empresas que anunciaron su participación en dos programas ambientales voluntarios: EPA y Ceres. Los investigadores encontraron que cuando las empresas divulgan información sobre la membresía en estos programas existe un 1% de caída promedio en el precio de la acción. Por lo tanto, los autores proponen que la divulgación de este tipo de información es vista por los inversionistas como costos significativos que a su vez destruyen valor para los accionistas. La muestra consistió en 117 noticias o avisos durante 1993 al 2008, para un total de 254 empresas. Las variables dependientes que representan el desempeño financiero fueron el valor de la capitalización de mercado y crecimiento en ventas. Las variables de control el múltiplo valor de mercado a libros, tamaño de empresa y tipo de industria. Otras variables de divulgación utilizadas fue el índice KLD y el índice Herfindhal para medir la concentración de la industria.

Jacobs, Singhal, & Subramanian, (2010) analizan también el

efecto de la divulgación de información asociada con el desempeño ambiental y la reacción del mercado accionario. En su investigación encontraron que la reducción de emisiones voluntaria y su divulgación se asociaba con una reacción negativa del mercado. La muestra estuvo compuesta por 780 avisos y noticias divulgadas sobre 417 empresas de 2004 a 2006. Los autores emplearon el estudio de eventos para analizar las variables de divulgación y rendimientos anormales en las acciones de mercado. Complementando lo anterior, Lyon, Lu, Shi, & Yin, (2013) comprueban que las empresas que ganaban premios relacionados a factores ASG en China de 2008 a 2011 experimentaban en promedio efectos negativos significativos sobre el valor de los accionistas.

La muestra fue tomada de la base de datos CSMAR y de los reportes anuales de empresas públicas. Se tomaron en cuenta 77 premios ganados por 48 empresas. Los autores clasificaron las empresas por grado de contaminación alto y bajo. Se utilizaron variables como el ROE y valor de mercado de capital para medir el desempeño financiero y como variables de control el apalancamiento, el múltiplo de valor en libros a total de activos y la concentración de la industria a través del índice Herfindhal. La evidencia anterior sugiere que los inversionistas castigan a la empresa ya que la información y premios ASG se percibe como una inversión altamente costosa.

Villiers & Staden, (2011) analizan la divulgación de 60 reportes anuales sobre factores ambientales para 120 empresas durante el 2004. En sus descubrimientos los autores contemplan que las empresas con mala reputación ambiental y que tienden a reportar o divulgar más información sobre acciones correctivas presenta una reducción el costo de capital. El índice KLD logró capturar el desempeño ambiental para empresas de Estados Unidos. En la investigación se utilizan como variables de desempeño el ROA,  $q$  de Tobin, volatilidad del precio de la acción. Las variables de control son el apalancamiento, tamaño de la empresa, intensidad en inversiones de capital y activos nuevos. Los autores enfatizan en sus descubrimientos que la decisión de la administración de divulgar información ambiental es discrecional y está influenciada por el desempeño ambiental y social que tenga la empresa.

El resultado de estas investigaciones apunta a la idea de que los administradores pueden tener incentivos para no publicar factores ambientales, sociales y de gobierno, si se considera que existe un riesgo de que los inversionistas perciban estas actividades como costosas y diferentes a sus intereses. En consecuencia, en empresas con un desempeño ASG positivo, la administración puede deliberadamente optar por tener niveles bajos de divulgación ASG (Kim & Lyon, 2011).

En la literatura previa acerca de la divulgación de factores ASG también se han obtenido resultados neutros. El primero que encabeza la lista es el estudio de Freedman & Wasley, (1990) quienes analizan la divulgación ASG, haciendo énfasis en la ambiental, realizada en reportes anuales del formato 10 K de la SEC. Su muestra consistió en 50 empresas americanas en 4 industrias: acero, petróleo, pulpa y papel y servicios públicos de electricidad. Los resultados indicaron que los reportes divulgados no concluían un desempeño positivo o negativo.

Ingram & Frazier, (1980) examinaron la asociación entre el contenido de la divulgación ambiental y el desempeño ambiental de la empresa. Los autores clasificaron la divulgación o los reportes de

las empresas en 20 categorías sobre 4 dimensiones: evidencia, tiempo, especificidad y tema. Se utilizó como variable de divulgación el índice del Council de Prioridades Económicas (CEP), organización sin fines de lucro especializada en el análisis de actividades corporativas sociales y ambientales. Se utilizó una muestra de 50 empresas americanas monitoreadas por la CEP. El modelo de regresiones indicó una asociación nula consistente con las expectativas de los autores sobre la calidad de la información.

En función a lo anterior, Wiseman, (1982) utilizó la misma metodología de Ingram & Frazier, (1980) al examinar la divulgación voluntaria de información realizada por las empresas en sus reportes anuales. El estudio se enfocó en 26 empresas de Estados Unidos que fueron monitoreadas por la CEP de 1972 a 1976. El autor creó un índice de divulgación que incluía características de calidad de la divulgación a las cuales se le asignó valores. La correlación Spearman indica que no hay asociación significativa entre los elementos de divulgación.

Finalmente, sobre la misma línea de trabajo el estudio más reciente de Plumlee, Brown, Hayes, & Marshall, (2015) establece una asociación no significativa entre el nivel general de factores de divulgación ASG y el valor de la empresa medido a través del precio de la acción, flujos de efectivo y costo de capital. La muestra estuvo formada por 474 empresas americanas de 5 industrias: química, bebidas y alimentos, farmacéutica y servicios públicos de electricidad. El periodo de estudio fueron 6 años del 2000 al 2005. La investigación incluyó como variables de desempeño financiero el valor de mercado, beta del mercado, apalancamiento y total de ventas; así como el cambio en utilidades iniciales.

Los resultados inconclusos se pueden atribuir a problemas con el método empleado, las medidas utilizadas, particularmente en lo referente a la divulgación ASG, selección de la muestra o la falla del control de otros factores relevantes no incluidos en los modelos (Cho, Phillips, Hageman, & Patten, 2009).

### 3. METODOLOGÍA

La investigación se realizó para el periodo de 2010 a 2015 empleando una muestra de 97 empresas que forman parte de los índices de Mercado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Para efectos de esta investigación hemos consultado la base de datos de Bloomberg para obtener las series anuales de las variables contables y la calificación de la divulgación de ASG. Partimos de 238 empresas sin embargo al filtrar las empresas con las que se contaba con información completas sobre las variables bajo estudio se redujo la muestra a 97 empresas.

En este estudio pretendemos determinar si la divulgación de las prácticas de ASG tienen un impacto en el desempeño financiero de las empresas de Latinoamérica. Nuestra hipótesis quedaría de la siguiente manera:

- H1: La divulgación de las prácticas ambientales, sociales y de gobierno corporativo tienen un impacto positivo en el desempeño financiero de las empresas en latinoamérica.

### Modelo

Basados en el modelo de Lima et al. (2011) para probar la hipótesis planteada anteriormente estimaremos la siguiente ecuación:

$$DF = \beta_0 + \beta_1 Tam_{it} + \beta_2 D/C_{it} + \beta_3 ASG_{it} + \beta_4 AR + \beta_5 BR_{it} + \beta_6 CL_{it} + \beta_7 CO_{it} + \beta_8 MX_{it} + e_{it}$$

Donde:

*DF*=Desempeño financiero de la empresa *i* en el periodo *t*.

*Tam*= Es el tamaño de la empresa *i* en el periodo *t*.

*D/C*= Razón de deuda a capital de la empresa *i* en el periodo *t*.

*ESG*= Ranking de divulgación de *ASG* de la empresa *i* en el periodo *t*.

*AR*= Variable dicotómica que toma el valor de 1 si la empresa pertenece al índice de la Bolsa de Argentina y 0 en caso contrario.

*BR*= Variable dicotómica que toma el valor de 1 si la empresa pertenece al índice de la Bolsa de Brasil y 0 en caso contrario.

*CL*= Variable dicotómica que toma el valor de 1 si la empresa pertenece al índice de la Bolsa de Chile y 0 en caso contrario.

*CO*= Variable dicotómica que toma el valor de 1 si la empresa pertenece al índice de la Bolsa de Colombia y 0 en caso contrario.

*MX*= Variable dicotómica que toma el valor de 1 si la empresa pertenece al índice de la Bolsa de México y 0 en caso contrario.

En relación a las variables del modelo empleamos como variable dependiente el desempeño financiero de la empresa medido a través del Rendimiento sobre Capital o ROE (por sus siglas en inglés Return on Equity) siguiendo a los estudios de Waddock et al., (1997) y (Lyon et al., 2013). Para la variable independiente ASG que corresponde a la divulgación de Ambiente, Social y Gobierno corporativo, siguiendo las investigaciones de Fatemi et al., (2016) y Farooq (2015), utilizamos el ranking ESG Disclosure de la base de datos de Bloomberg, el cual se utilizan más de 120 indicadores para evaluar el grado de divulgación de datos cuantitativos y de políticas relacionadas con los factores ASG, dicho ranking tiene una puntuación de 0 a 100 (GISR, 2018).

Como variables de control se utilizaron el tamaño de la empresa medido como el logaritmo neperiano del valor total de mercado de la empresa debido a que existen diversos estudios que sugieren que la compañía está positivamente asociado con las prácticas de ASG (Chan et al., 2014; Lima et al., 2014), el endeudamiento de la empresa medido a través de la razón de deuda a capital (Lima et al., 2011), además utilizamos variables dicotómicas para identificar el país al cual pertenecen las empresas.

### Datos panel

Con el objetivo de conocer las características de la muestra, obtuvimos los principales estimadores descriptivos: media y desviación estándar para el retorno sobre capital (ROE), ranking de divulgación de ASG y variables de control (tamaño y endeudamiento). Posteriormente revisamos las correlaciones entre las variables para prevenir problemas de multicolinealidad en las regresiones posteriores.

La metodología seleccionada es la de datos panel con el método de mínimos cuadrados ordinarios debido a la heterogeneidad que presentan las observaciones en relación al periodo de estudio y número de empresas (Alonso et al., 2010), algunas de las ventajas

que presenta este método es que incorporan información a través de tiempo y espacio así como muestran una mayor variabilidad y menos colinealidad entre las variables, más grados de libertad y una mayor eficiencia (Brook, 2008; Baltagi, 2005).

#### 4. RESULTADOS

En la Tabla 1 se muestran las estadísticas descriptivas de las variables utilizadas en el modelo que corresponden a la media y desviación estándar de ROE, ASG, tamaño y Deuda sobre Capital.

Tabla 1. Estadísticas descriptivas

Variable	Media	Desviación estándar
ROE	9.6187	20.2918
ASG	29.8509	18.5702
Tamaño	11.0694	3.2623
D/C	128.2122	229.1198

Fuente: Elaboración propia

Uno de los métodos para detección de multicolinealidad es el análisis de correlaciones, en el cual si éstas son mayores a 0.8 se podría considerar que existe un problema multicolinealidad grave (Gujarati y Porter, 2010). Dado que los valores obtenidos en las correlaciones entre las variables independientes del modelo (véase tabla 2) son pequeños, determinamos que tienen una correlación baja y por lo tanto podemos decir que no hay signos de multicolinealidad y podemos proceder a realizar las regresiones.

Tabla 2. Correlación entre variables independientes

Variable	Tamaño	d/c	asG
Tamaño	1	0.0115	-0.0341
D/ C	0.0115	1	-0.0242
ASG	-0.0341	-0.0242	1

Fuente: Elaboración propia

En la tabla 3, se presentan los resultados de la regresión en la que podemos observar que las variable de ASG es positiva y significativa al 90 % esto quisiera decir que la divulgación de las prácticas de los factores ASG tienen un efecto positivo en el desempeño financiero de la empresa medido a través del ROE resultados similares a los obtenidos por Waddock *et al.*, (1997) y difiere a lo observado por Jacobs *et al.*, (2010). El tamaño y endeudamiento también son significativos y muestran los signos esperados, es decir, positivo para el tamaño de la empresa y negativo para el endeudamiento. Por otra parte, las empresas argentinas, mexicanas y brasileñas tienen mayores impactos que las peruanas en la divulgación, mientras que las colombianas y las chilenas no presentaron efecto país sobre los efectos de la divulgación. Esto podría explicarse debido a que México y Brasil (KPMG, 2017) lideran el incremento de la divulgación. Por otra parte, el caso de Argentina demuestra una evolución al reportar información financiera y no financiera. De acuerdo con el estudio de Alali & Romero, (2012), las empresas de este país están utilizando sus recursos para presentar información

como un escaparate de productos y servicios, así como para estar en contacto con sus clientes y para dar a conocer información financiera y corporativa.

Tabla 3. Resultados principales

Variable	Coefficiente	Estadístico t
C	-4.0193	(-0.8671)
Tamaño	0.7199	(1.7348)*
D/ C	-0.0261	(-4.2572)**
ASG	0.0837	(1.7542)*
AR	20.5905	(4.6632)*
BR	7.8663	(2.1972)*
CL	2.4008	(0.5732)
CO	1.0680	(0.2010)
MX	9.3874	(2.2842)**

Nota: \*p-value<0.10, \*\* p-value <0.05 t values en paréntesis.

#### CONCLUSIONES

Las investigaciones analizadas muestran que una buena imagen de la empresa afecta positivamente el desempeño financiero de las empresas por lo cual, hoy en día la tendencia de empresas que buscan incluir en sus estrategias de negocios prácticas de responsabilidad social, se encuentra en crecimiento ( Eccles, Serafeim, & Krzus, 2011) y está siendo positivamente aceptadas por la comunidad financiera (WBCSD, 2017). Los efectos financieros de esta tendencia muestran bajos costos de capital (D. S. Dhaliwal, Li, Tsang, & Yang, (2011) y efectos positivos en el precio de la acción (Chen, Goldstein, & Jiang, (2018). En nuestra investigación se buscó determinar los efectos en la rentabilidad de la empresa desde una perspectiva interna de la empresa, esto es basado en métricas contables (Waddock & Graves, 1997).

Nuestros resultados confirman los efectos positivos de las prácticas de divulgación sobre el desempeño financiero de las empresas, nuestros hallazgos debieran animar a las empresas Latinoamericanas a la divulgación de información referente a prácticas de ASG (Kang, et al. 2010). Además, nuestros resultados son similares a los encontrados por Husted & Sousa-Filho (2018), donde los elementos del gobiernos corporativo tienen impactos en el desempeño en Latinoamérica. (que viene en el artículo de Husted sobre las diferencias entre países, no tengo acceso al artículo, para ver el efecto país).

Asimismo, nuestro estudio propone a las empresas la introducción de reportes de sustentabilidad ya que esto mejorará las fortalezas de las empresas y mitigará sus debilidades (Fatemi, Glaum, & Kaiser, 2016). Por otra parte, también es importante que las empresas dentro de industrias más sensibles incorporen el tema de la divulgación (García *et al.*, 2017). Y finalmente los *stakeholders* pueden ejercer diferentes niveles de poder y legitimidad lo cual afectaría a la toma de decisiones del negocio (Mitchell et al., 1997).

Por último, aunque la prácticas de la divulgación de ASG es relativamente joven en Latinoamérica, es necesario una política social adaptada a cada país que permitan a las empresas apoyar a su entorno (Almeida *et al.* 2010). Por lo que una política empresarial

en la que podrían trabajar las empresas latinoamericanas es en el desarrollo de una identidad de divulgación adaptada a la cultura propia (Matten y Moon, 2008) de cada país y potencializar con esto el desempeño de sus organizaciones.

## REFERENCIAS

- Alonso, M., Rodríguez, M., Cortez, K., & Abreu, J. (2010). La responsabilidad social corporativa y el desempeño financiero: Una aplicación empírica en las empresas cotizadas mexicanas. *Contaduría y Administración*.
- Baltagi, B. H. (2005). Introduction. En B. H. Baltagi, *Econometric Analysis of Panel Data* (1-9). Chichester, England: John Wiley & Sons, Ltd.
- Bindolf, I. Kang, B.H: Simulated Assessment of Ripple Round Rules. In: Kang, B-H Richards, D. (eds) PKAW 2010. LNCS (LNAI), Vol. 6232, pp. 180 - 194. Springer, Heidelberg (2010).
- Alali, F., & Romero, S. (2012). The use of the Internet for corporate reporting in the Mercosur (Southern common market): The Argentina case. *Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting*, 28, 157-167.
- Banerjee, S., Chang, X., Fu, K., Li, T., & Wong, G. (2015). Corporate Environmental Risk and the Customer-Supplier Relationship. *Working Paper*, 1-49.
- Bénabou, R. (Princeton U., & Tirole, J. (Toulouse S. of E. (2009). Individual and Corporate Social Responsibility. *Toulouse School of Economics*.
- Bernardi, C., & Stark, A. W. (2018). Environmental, social and governance disclosure, integrated reporting, and the accuracy of analyst forecasts. *British Accounting Review*, 50(1), 16-31. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2016.10.001>
- Brooks, C., & Oikonomou, I. (2018). The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance. *British Accounting Review*, 50(1), 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.11.005>
- Chan, M. C. C., Watson, J., & Woodliff, D. (2014). Corporate Governance Quality and CSR Disclosures. *Journal of Business Ethics*, 125(1), 59-73. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1887-8>
- Chen, Q., Goldstein, I., & Jiang, W. (2018). Price Informativeness and Investment Sensitivity to Stock Price. *The Review of Financial Studies*, 20(3), 619-650.
- Cho, C. H., Phillips, J. R., Hageman, A. M., & Patten, D. M. (2009). Media richness, user trust, and perceptions of corporate social responsibility. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 22(6), 933-952. <https://doi.org/10.1108/09513570910980481>
- Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., & Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 33(4-5), 303-327. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2007.05.003>
- Deegan, C., & Rankin, M. (1996). Do Australian companies report environmental news objectively? An analysis of environmental disclosures by firms prosecuted successfully by the Environmental Protection Authority. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 9(2), 50-67.
- Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2014). Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), 328-355. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2014.04.006>

- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *Accounting Review*, 86(1), 59-100. <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>
- Eccles, R. G., Serafeim, G., & Krzus, M. P. (2011). Market interest in nonfinancial information. *Journal of Applied Corporate Finance*, 23(4), 113-127.
- Farooq, O. (2015). Financial centrers and the relationship between ESG disclosure and firm performance: Evidence from an emerging market. *The Journal of Applied Business Research*, 31(4), 1239-1245. <https://doi.org/10.19030/jabr.v31i4.9298>
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2016). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 20. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Fisher-Vanden, K., & Thorburn, K. S. (2011). Voluntary corporate environmental initiatives and shareholder wealth. *Journal of Environmental Economics and Management*, 62(3), 430-445. <https://doi.org/10.1016/j.jeem.2011.04.003>
- Flower, J. (2015). The international integrated reporting council: A story of failure. *Critical Perspectives on Accounting*, 27, 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2014.07.002>
- Freedman, M., & Wasley, C. (1990). The association between environmental performance and environmental disclosure in annual reports and 10Ks. *Advances in Public Interest Accounting*, 3(2), 183-193.
- Freeman Edward R. (2011). Strategic Management. Madrid: University of Minnesota.
- Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 150, 135-147. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>
- Giannarakis, G. (2016). The determinants influencing the extent of CSR disclosure. *International Journal of Law and Management*, 56(5), 393-416. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-05-2013-0021>
- GISR (2018). Global Initiative for Sustainability Ratings. En <http://ratesustainability.org/hub/index.php/search/at-a-glance-product/24/99>
- Gujarati, D., & Porter, D. (2010). *Econometría. En D. Gujarati, & D. Porter, Econometría*. México: McGraw-Hill.
- Gupta, S., & Goldar, B. (2005). Do stock markets penalize environment-unfriendly behaviour? Evidence from India. *Ecological Economics*, 52(1), 81-95. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2004.06.011>
- Husted, B. W., & Sousa-Filho, J. M. de. (2018). Board structure and environmental, social, and governance disclosure in Latin America. *Journal of Business Research*, (January), 0-1. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.01.017>
- Ingram, R. W., & Frazier, K. B. (1980). Environmental performance and corporate disclosure. *Journal of Accounting Research*, 614-622.
- Jacobs, B. W., Singhal, V. R., & Subramanian, R. (2010). An empirical investigation of environmental performance and the market value of the firm. *Journal of Operations Management*, 28(5), 430-441. <https://doi.org/10.1016/j.jom.2010.01.001>
- Jenkins, H., & Yakovleva, N. (2006). Corporate social responsibility in the mining industry: Exploring trends in social and environmental disclosure. *Journal of Cleaner Production*, 14(3-4), 271-284. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2004.10.004>
- Kim, E., & Lyon, T. (2011). The B . E . Journal of Economic Analysis & Policy Contributions When Does Institutional Investor Activism Increase Shareholder Value ? : The Carbon Disclosure Project. The B.E. *Journal of Economic Analysis & Policy*, 11(1). <https://doi.org/10.2202/1935-1682.2676>
- KPMG. (2017). The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2017.
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X. Y., & Koh, L. (2018). The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power. *British Accounting Review*, 50(1), 60-75. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.007>
- Liedekerke, L. Van. (2008). CSR, Transparency and the Role of Intermediate Organisations Wim Dubbink. *Journal of Business Ethics*, 391-406. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9893-y>
- Lima, V., de Souza, F. & Cortes, F. (2011). Corporate social Responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7(2), 295-309 <https://doi.org/10.1108/174711111111141549>
- Lima, V., de Souza, F. & Nobre, P. (2014): An analysis of corporate social responsibility in Brazil: growth, firm size, sector and internal stakeholders involved in policy definition. *Pensamiento & Gestión*, Vol. 37, 125-149.
- Lokuwaduge, C. S. D. S., & Heenetigala, K. (2017). Integrating Environmental, Social and Governance (ESG) Disclosure for a Sustainable Development: An Australian Study. *Business Strategy and the Environment*, 26(4), 438-450. <https://doi.org/10.1002/bse.1927>
- Lyon, T., Lu, Y., Shi, X., & Yin, Q. (2013). How do investors respond to Green Company Awards in China? *Ecological Economics*, 94, 1-8. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2013.06.020>
- Matten, D., & Moon, J. (2008). “ Implicit ” and “ Explicit ” CSR : A Conceptual Framework for a Comparative Understanding of Corporate Social Responsibility Linked references are available on JSTOR for this article : “ Implicit ” and “ Explicit ” CSR : a conceptual framework for a Comp. *The Academy of Management Review*, 33(2), 404-424.
- Mitchell, R., Agle, B. y Wood, D. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, 22, 853-886.
- Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R. M., & Marshall, R. S. (2015). Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(4), 336-361. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.04.004>
- UN SSE Initiative. (2016). 2016 Report on Progress.

- Villiers, C. De, & Staden, C. J. Van. (2011). Where firms choose to disclose voluntary environmental information. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(6), 504-525. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2011.03.005>
- Vives, A. (2012). Is socially responsible investment possible in Latin America? *Journal of Corporate Citizenship*, 48, 59-74.
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The Corporate Social Performance-Financial Performance Link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/3088143>
- Waddock, S. A., Graves, S. B., Strategic, S., Journal, M., Apr, N., Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The Corporate Social Performance-Financial Performance Link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319.
- WBCSD. (2017). Insights from the Reporting Exchange: ESG reporting trends.
- Welford, R., & Sjöström, E. (2009). Facilitators and Impediments for Socially Responsible Investment: A Study of Hong Kong. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 288 (July), 278-288.
- Wiseman, J. (1982). An evaluation of environmental disclosures made in corporate annual reports. *Accounting, Organizations and Society*, 7(1), 53-63.