



Vigilada Mineducación

**El impacto del score ESG en el desempeño financiero en compañías del sector de
consumo discrecional en Latinoamérica**

The impact of ESG score on financial performance in companies in the consumer
discretionary sector in Latin America

Yeimy Paola Baquero

Luis José Rivera Aristizábal

Tesis de Maestría

Ph. D. David Alejandro Yepes Raigosa

UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA - MAF
MEDELLÍN
2023

Resumen

Esta investigación evaluó si existe alguna relación entre la calificación ESG de las compañías con su valor en el mercado y su rendimiento financiero. Para validar esta hipótesis, se analizó la información de 143 compañías latinoamericanas relacionadas con el sector de consumo discrecional, en el período 2012-2021, con frecuencia anual. Por medio de regresiones OLS, se encontró que la calificación ESG tiene un efecto estadísticamente significativo y positivo sobre el desempeño financiero medido por la Q de Tobin, que muestra que el mercado reconoce una prima sobre el valor de mercado en aquellas compañías que poseen puntuación ESG. Adicionalmente, este trabajo encontró que tener una calificación ESG más alta no tiene un efecto significativo sobre el desempeño financiero de las empresas analizadas, medido a través del ROE y ROA. Sin embargo, por medio de pruebas de diferencias de media usando el test de Welch, se observó que las compañías que implementan prácticas ESG tienen mejor desempeño financiero que aquellas que no implementan ninguna de estas prácticas. Estos resultados indican que, si bien el desempeño de ESG puede ser importante para el valor de mercado general de una empresa, la falta de una relación significativa entre el ROE y el ROA frente a las calificaciones ESG destaca que estas no deben verse como el único determinante del desempeño financiero y que se deben tener en cuenta otros factores, tales como la gestión eficiente de costos, el apalancamiento y las condiciones del mercado.

Palabras clave: environmental, social and governance, ESG, desempeño financiero, valor de la compañía, Latinoamérica, consumo discrecional, regresión lineal múltiple

Abstract

This investigation evaluated whether there is any relationship between the ESG rating of companies with their market value and their financial performance. To validate this hypothesis, information from 143 Latin American companies related to the consumer discretionary sector was analyzed, in the period 2012-2021, on an annual basis. Through OLS regressions, it was found that the ESG rating has a statistically significant and positive effect on financial performance measured by Tobin's Q, showing that the market recognizes a premium over market value in those Companies that have an ESG score. Additionally, this work found that having a higher ESG rating does not have a significant effect on the financial performance of the companies analyzed, measured through ROE and ROA. However, through mean difference tests using the Welch test, it was observed that companies that implement ESG practices have better financial performance than those that do not implement any of these practices. These results indicate that while ESG performance can be important to a company's overall market value, the lack of a meaningful relationship between ROE and ROA versus ESG ratings highlights that ESG ratings should not be viewed as the sole determinant of financial performance and that other factors must be taken into account, such as efficient cost management, leverage and market conditions.

Keywords: environmental, social and governance, ESG, financial performance, company value, Latin America, consumer discretionary, multiple linear regression

Contenido

1. Introducción.....	6
2. Objetivos.....	7
2.1. <i>Objetivo general</i>	7
2.2. <i>Objetivos específicos</i>	7
3. Marco de referencia conceptual.....	7
Metodología.....	10
4. Resultados.....	15
5. Conclusiones.....	25
Referencias bibliográficas.....	27

Lista de tablas

Tabla 1. Calificación ESG, según rango de puntuación	12
Tabla 2. Indicadores.....	13
Tabla 3. <i>Estadística</i> descriptiva	15
Tabla 4. <i>Matriz de correlación</i>	18
Tabla 5. Resumen resultados regresiones de calificación ESG y ESG combinado para ROE, ROA y Q.....	19
Tabla 6. Resumen resultados regresiones de variables dummies DESG y DESGC para ROE, ROA y Q.....	22
Tabla 7. Resumen pruebas T de Welch	24

1. Introducción

El concepto de criterios ESG se ha vuelto cada vez más importante a nivel mundial para las empresas, incluidas las del sector de consumo discrecional en Latinoamérica. Los puntajes ESG son una forma de medir el desempeño de una empresa en tres áreas: ambiental (*environmental*), social (*social*) y gobernanza (*governance*), que brindan información sobre su sustentabilidad general y sus prácticas éticas.

El sector de consumo discrecional incluye aquellas compañías que pertenecen a las industrias minorista, automotriz y hotelera, que a menudo tienen altos estándares en lo que respecta a las prácticas ESG. Los consumidores son cada vez más conscientes del impacto que generan las compañías en el medio ambiente y en la sociedad, y de exigirles priorizar la sostenibilidad y la responsabilidad social. En el mundo actual, las empresas que les dan prioridad a las prácticas ESG, que se cuantifica a través de los puntajes ESG, a menudo son vistas de manera más favorable tanto por los inversionistas como por los consumidores. En este orden de ideas, es indispensable conocer qué son los criterios ESG.

Los ESG son métricas desarrolladas para medir su impacto en los tres aspectos fundamentales para una organización, que deberían estar relacionados entre sí (Abdi y otros, 2022). La relación de estos tres ejes busca que las compañías sean potencialmente responsables, generen valor agregado y puedan ser evaluadas, y que permitan determinar el desempeño financiero que estas tendrán a futuro. Asimismo, se convierten en un indicador de evaluación de riesgos y de decisión de inversión, que revele el nivel de compromiso con las prácticas de sostenibilidad ambiental y social (Chairani & Siregar, 2021).

Este estudio analizó cuál es el efecto de la calificación de ESG en el desempeño financiero de 143 empresas latinoamericanas listadas en el sector de consumo discrecional, que se encuentran en la base de datos de Refinitiv (s. f.). El uso de mínimos cuadrados ordinarios (OLS, por sus siglas en inglés *ordinary least squares*) y del test de Welch permitió explorar la

relación del desempeño financiero con los puntajes ESG, las variables operativas y financieras y las condiciones macroeconómicas. Dichas variables están definidas en la sección del desarrollo metodológico del presente trabajo (tabla 2).

El desarrollo de este documento continúa con la presentación de los objetivos, el marco teórico, la revisión de la literatura, la metodología, los resultados y las conclusiones.

2. Objetivos

2.1. *Objetivo general*

Identificar si existe o no una relación positiva entre la puntuación ESG y el desempeño financiero de las empresas del sector de consumo discrecional en Latinoamérica.

2.2. *Objetivos específicos*

- Identificar si las empresas con mejor puntuación ESG tienen mejor desempeño financiero.
- Identificar si las empresas que poseen puntuación ESG tienen mejor desempeño financiero que las empresas que no poseen.

3. Marco de referencia conceptual

La literatura muestra la incidencia que tiene cada vez más sobre el ámbito financiero la implementación de criterios ESG en las compañías. Este tema ha cobrado mucho interés en los últimos años, a medida que la sociedad ha venido buscando en las prácticas empresariales un cambio que lleve hacia un futuro sostenible y donde las corporaciones se preocupen no solo por aumentar su rentabilidad, sino también por conservar el medio ambiente, mejorar el desarrollo social y contribuir a establecer mejores condiciones laborales.

En un informe publicado por McKinsey (Bernow y otros, 2022) acerca de por qué los criterios ESG han tomado relevancia en los últimos años, se afirma que esto se ha dado principalmente por los altos estándares que exigen los consumidores en materia de sostenibilidad y por las condiciones laborales de las compañías; además, porque los entes

reguladores y las instituciones gubernamentales están buscando en el sector privado una parte más activa en la solución de problemas sociales, ambientales y de diversidad laboral. Por último, porque los inversionistas están presionando cada vez más a las compañías para que se apropien en mayor medida del desarrollo de sus actividades de manera responsable y de generar impacto positivo en la sociedad.

Lo anterior indica el surgimiento de una nueva tendencia a nivel empresarial, en donde los inversionistas se enfocan en compañías que buscan atraer capital a través de proyectos socialmente responsables, en las que los inversionistas no vean los ESG como “charlas baratas” o “lavado verde”, sino como un elemento que puede afectar el valor de la compañía. Fatemi y otros (2017). También se observa que la mayoría de los investigadores reconocen en sus estudios un impacto positivo en el valor de este tipo de empresas, al igual que en el crecimiento de la inversión en portafolios o en el retorno de la inversión. Es el caso de Malasia, donde se les atribuye un efecto positivo sobre el valor de los accionistas a empresas con certificación ESG, concibiendo una prima de valor sobre el precio de la acción del 31,9 % (Wong y otros, 2021).

Koller y otros (2019), Abdi y otros (2022) y Friede y otros (2015) hallaron en sus investigaciones un aumento significativo en el rendimiento de los portafolios y en el valor de aquellas corporaciones que implementaron políticas ESG. Asimismo, por medio de dichas políticas lograron proteger a los inversionistas, retornar el capital invertido, generar la atención del consumidor y de los entes reguladores que ven con buenos ojos la articulación corporativa con transparencia y traerle crecimiento al valor de las compañías a mediano y largo plazo. Además, permitieron asegurar una ventaja corporativa a través del tiempo, lo que lleva a una mejor valoración de la empresa en el mercado (Chouaibi & Chouaibi, 2021). Esto corrobora las ventajas que conlleva implementar criterios ESG: aumentar la inversión; cumplir con

estándares calificados a nivel social, ambiental y de productividad; reducir riesgos corporativos potenciales y reducir costos (S&P Global, 2019).

Chairini y Siregar (2021) encontraron un efecto positivo de los criterios ESG en el desempeño financiero y en el valor que gana la empresa bajo las variables dependientes ROA y el valor de la empresa medido a través de la Q de Tobin. En su investigación, dichos autores examinan el efecto de la gestión de riesgos empresariales versus el desempeño financiero y el valor de la compañía, y cómo los tres factores: ambiental, social y gobierno, están relacionados.

Es importantes resaltar que, aunque varios estudios apuntan a que existe un efecto positivo gracias a la implementación de buenas prácticas ESG, aún quedan varias aristas para continuar investigando. Un ejemplo de ello es el análisis llevado a cabo por Ahmad y otros (2021), donde hallaron que el tamaño de la compañía determina qué tan fuerte es la relación entre la implementación de criterios ESG y el rendimiento financiero generado por esta. Signori y otros (2021), por su parte, afirman que, si bien puede llegar a existir una relación entre el valor de la firma y el *rating* ESG, también es importante analizar otros factores, tales como el tamaño de la compañía que se evalúa, el tipo de mercado donde esta se encuentra, la industria a la que pertenece, etc. Adicionalmente, el planteamiento de Yoon y otros (2018) propone la existencia del efecto positivo en el rendimiento financiero de las compañías que implementan políticas de ESG; sin embargo, determinan que algunas industrias son más sensibles que otras y que es importante entender si el costo de la implementación de los criterios ESG en realidad es compensado con el retorno de la empresa o si, por el contrario, se genera un desgaste operativo para el rendimiento adicional obtenido después de implementar ESG.

Otras perspectivas incluyen el análisis realizado por Fatemi y otros (2017), quienes concluyen que las compañías, al divulgar la idoneidad de las operaciones y las políticas ESG, pueden convencer a los inversionistas de que han logrado superar sus debilidades mostrando planes convincentes, tales como reducir las externalidades creadas por el desarrollo del objeto

de la compañía o cumplir con el marco regulatorio de esta. Ahora, si las compañías buscan implementar políticas para mejorar la imagen pública o desarrollar iniciativas ambientales de bastante envergadura, esto hace que la empresa pierda su valor y que se puedan generar problemas financieros a futuro, debido al desgaste en la caja por las erogaciones de recursos que demanden una implementación robusta (Abdi y otros, 2022).

Por último, Auer y Frank (2016) concluyen que los inversionistas privados evalúan el desempeño de los fondos de inversión comparándolos con varios índices bursátiles, buscando compensar las necesidades éticas de los inversionistas con la selección de compañías enmarcadas con ESG; sin embargo, el rendimiento de compañías que apliquen criterios ESG es normal con respecto al de otras que no operen con estos criterios. Gerard (2019) afirma en su artículo *ESG and Socially Responsible Investment: A Critical Review* que para él no fue clara la evidencia acerca de cómo la calificación de adopción de los factores ESG afecta tanto el precio de los bonos como sus retornos en el mercado de capitales.

A partir de este marco teórico, el presente estudio establece dos hipótesis:

H1: hay una relación positiva y significativa entre el *score* ESG y el desempeño financiero de las empresas; es decir, las empresas con calificación ESG mayor tienen mejor desempeño financiero.

H2: hay una relación directa entre tener *score* ESG y el desempeño financiero de las empresas; es decir, las empresas que tienen *score* ESG tienen un mejor desempeño financiero que aquellas que no lo tienen.

Metodología

Para desarrollar el presente estudio, se utilizó información de 143 empresas del sector de consumo discrecional de seis países latinoamericanos: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. La información para este análisis se tomó de la base de datos Refinitiv (s. f.), para el período 2012-2021, con la información acerca de la calificación de criterios ESG dentro

de las compañías objeto de análisis, así como cifras de los principales estados financieros. Los resultados para este análisis se obtuvieron a través de modelos de regresión lineal mediante OLS y la prueba T de Welch efectuados por medio de la herramienta Stata.

La base de datos Refinitiv contiene más de 630 métricas para la puntuación de criterios ESG que datan del 2002 y cuenta con la selección de tres pilares importantes: ambiental, social y gobernanza. De estos pilares se desprenden unas categorías y unos temas que sirven como punto de partida para desarrollar la ponderación que tendrá cada categoría. Así el modelo, como última instancia, arroja la clasificación de la compañía respecto a su ESG, asignándole una letra según corresponda.

La metodología que utiliza Refinitiv (s. f.) está basada en cinco factores:

1. *Ponderaciones de relevancia*: este factor se construye a partir de la identificación de la materialidad según el sector y los factores ESG, los cuales se puntúan en una escala de 1 a 10. Dichos factores son calculados en relación con el enfoque y el objetivo de cada industria, con el fin de ponderar cada categoría, enumerando los temas de manera individual, para que Refinitiv analice los puntos más críticos y determine la importancia relativa como un *proxy* de materialidad (Refinitiv, 2022).

2. *Estimación de transparencia*: este factor es uno de los más importantes para desarrollar la metodología, ya que permite conocer el nivel de divulgación que tendrá la compañía evaluada y selecciona la relevancia de la información y cómo esta impacta en la medición. En esta sección, el puntaje se determina por el nivel de divulgación y se puntúa en una escala de 1 a 10 (Refinitiv, 2022).

3. *Superposición de controversias*: mide cuantitativamente el impacto de los hechos controversiales más relevantes presentados por las empresas durante su último año fiscal, respecto a los compromisos pactados. Para ello, tiene como base 23 categorías de controversia donde, además, agrega una penalización de acuerdo con el tamaño de la empresa,


para evitar que exista un sesgo hacia las empresas grandes que reciben más atención por parte de los medios.

4. *Puntos de referencia a nivel industrial y de país:* este factor permite hacer una comparación de las empresas en cada sector (Refinitiv, 2022).

5. *Metodología de puntuación del rango percentil:* este factor permite formar, a través de percentiles, una puntuación de 0 a 100 o, en su defecto, calificaciones con letras, que son más fáciles de asociar y que van desde D- hasta A+, siendo esta última la mejor puntuación, tal como se aprecia en la tabla 1 (Refinitiv, 2022).

Tabla 1

Calificación ESG, según rango de puntuación

<i>Rango de puntuación</i>	<i>Grado</i>	<i>Descripción</i>	
0,0 <= puntuación <= 0,083333	D-	La puntuación D indica un desempeño ESG relativo deficiente y un grado	
0,083333 < puntuación <= 0,166666	D	insuficiente de transparencia al	
0,166666 < puntuación <= 0,250000	D+	informar públicamente los datos esenciales de ESG.	
0,250000 < puntuación <= 0,333333	C-	La puntuación C indica un rendimiento	
0,333333 < puntuación <= 0,416666	C	ESG relativo satisfactorio y un grado	
0,416666 < puntuación <= 0,500000	C+	moderado de transparencia en la comunicación pública de datos ESG importantes.	
0,500000 < puntuación <= 0,583333	B-	La puntuación B indica un buen	
0,583333 < puntuación <= 0,666666	B	desempeño relativo de ESG y un grado	
0,666666 < puntuación <= 0,750000	B+	de transparencia superior al promedio, al informar públicamente los datos esenciales ESG.	
0,750000 < puntuación <= 0,833333	A-	La puntuación A indica un rendimiento	
0,833333 < puntuación <= 0,916666	A-	ESG excelente y un alto grado de	
0,916666 < puntuación <= 1	A+	transparencia en la comunicación pública de datos ESG importantes.	Líderes ASG

Nota. Tomado de *Environmental, social and governance scores from Refinitiv* (Refinitiv, 2022, p. 7).

En esta investigación se incluyó, además, la calificación de ESG combinada que toma la puntuación ESG original, y, dependiendo del nivel de relevancia que tenga la controversias por las que ha pasado la compañía, castiga la puntuación final.

Para el modelo de regresión lineal múltiple, basados en la investigación desarrollada por Le Thi Kim y otros (2020) acerca de cómo determinar el rendimiento financiero de la firma en países en vía de desarrollo, se definieron: como variables dependientes (Y): ROE, ROA y Q de Tobin; para las variables independientes (X): la calificación ESG y ESG combinado (ESGC), apalancamiento total (TL), margen neto (NET), razón corriente (CR), rotación del activo (ATR), *cápex* sobre total de activos (CTA), dividendo sobre total de activos (DTA), razón de efectivo (CH), tamaño de la firma (SIZE) e IPC; asimismo, variables indicadoras (*dummies*), para determinar si la empresa contaba o no con calificación ESG (DESG) o ESG combinado (DESGCOMB), el país de origen y el año. Estas variables están definidas en la tabla 2, a través del siguiente modelo regresivo (ecuación 1):

$$Y_i = \beta_0 + \beta_i X_i + \mu_i \quad (1)$$

Tabla 2

Indicadores

<i>Nombre</i>	<i>Acrónimo</i>	<i>Fórmula</i>
<i>Rentabilidad sobre el patrimonio (return on equity)</i>	ROE	ROE = utilidad neta / patrimonio
<i>Rentabilidad sobre los activos (return on assets)</i>	ROA	ROA = utilidad neta / total activos
<i>Tobins Q</i>	Q	$Q = \frac{\text{equity book value} + \text{liabilities book value}}{\text{equity market value} + \text{liabilities market value}}$
<i>Puntuación ESG</i>	ESG	El valor de la calificación ESG que tiene la compañía. Varía de 0 a 100.
<i>Puntuación ESG combinada</i>	ESGC	El valor de la calificación ESG teniendo en cuenta la relevancia de controversias que tiene la compañía. Varía de 0 a 100.
<i>Variable indicadora ESG</i>	DESG	Dependiendo de si la compañía tiene o no calificación ESG, esta variable será 0 o 1.
<i>Variable indicadora ESGC</i>	DESGCOMB	Dependiendo de si la compañía tiene calificación ESG combinada o no, esta variable será 0 o 1.

Nombre	Acrónimo	Fórmula
<i>Razón corriente (current ratio)</i>	CR	CR = activo corriente/pasivo corriente
<i>Rotación de activos (asset turnover ratio)</i>	ATR	ATR = ingresos netos/activos totales
<i>Apalancamiento total (total leverage)</i>	TL	AT = total pasivos/ patrimonio neto
<i>Margen neto (net profit margin)</i>	NET	NET = utilidad neta/ventas
<i>Cápex sobre activos totales (capex to total assets)</i>	CTA	CTA= cápex/activos totales
<i>Dividendo sobre total de activos (dividend to total assets)</i>	DTA	DTA= dividendos/activos totales
<i>Razón de efectivo (cash holding)</i>	CH	CH = efectivo y equivalentes /activo corriente
<i>Tamaño de la firma</i>	SIZE	SIZE = Ln (activos totales)
<i>Variable indicadora País</i>	Dummy_País	Dependiendo de cuál sea el país de origen de la empresa evaluada, esta variable será 0 o 1.
<i>Variable indicadora Año</i>	Dummy_Año	Dependiendo de cuál sea el año al que corresponden los datos de la compañía evaluada, esta variable será 0 o 1.

Nota. Elaboración propia.

En la ecuación 1, más arriba, la variable Y es el *financial performance*, el cual es medido por ROA, ROE y Q de Tobin; la ecuación 2 se toma para evaluar a H1, donde ESG_Measure es ESG o ESGC, y la ecuación 3 se usó para evaluar H2, donde ESG_Dummy es DESGCOMB, tal como se aprecia a continuación

Financial performance_i

$$\begin{aligned}
 &= \beta_0 + \beta_1 ESG_Measure_i + \beta_2 TL_i + \beta_3 NET_i + \beta_4 CR_i + \beta_5 ATR_i + \beta_6 CTA_i \\
 &+ \beta_7 DTA_i + \beta_8 CH_i + \beta_9 SIZE_i + \beta_{10} IPC_i + \beta_{11} Dummy_País_i \\
 &+ \beta_{12} Dummy_Año_i + \mu_i
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

*Financial
performance_i*

$$\begin{aligned}
 &= \beta_0 + \beta_1 ESG_Dummy_i + \beta_2 TL_i + \beta_3 NET_i + \beta_4 CR_i + \beta_5 ATR_i + \beta_6 CTA_i \\
 &+ \beta_7 DTA_i + \beta_8 CH_i + \beta_9 SIZE_i + \beta_{10} IPC_i + \beta_{11} Dummy_País_i \\
 &+ \beta_{12} Dummy_Año_i + \mu_i \qquad (3)
 \end{aligned}$$

4. Resultados

4.1. Estadística descriptiva

La tabla 3 presenta las estadísticas descriptivas de las variables financieras y no financieras utilizadas en esta investigación, para las empresas del sector de consumo discrecional en Latinoamérica en el período 2012-2021.

Tabla 3

Estadística descriptiva

Variable	# obs.	Media	Desv. est.	Mín.	Máx.
ROA	1078	0,0338323	0,0755302	-0,8522928	0,4069002
ROE	1078	0,0921655	0,2090374	-0,9421543	1,225466
Q	1073	0,9188715	0,7900441	0,0063673	5,949221
Z	1078	2,703031	6,274196	-11,8351	183,285
ATR	1078	0,8360843	0,61334	0,006384	4,620465
SIZE	1078	20,30104	1,842394	15,56436	24,33906
DTA	1078	0,0212123	0,0449507	0	0,4865146
TL	1078	0,6764011	1,232181	0	20,55309
CTA	1078	0,041507	0,0369692	0	0,6513451
CR	1078	1,754532	1,523279	0,035122	18,88494
CH	1078	0,0780621	0,0807123	0,00000895	0,4930749
NET	1078	0,0573044	0,5164284	-2,646843	14,5645
IPC	1078	6,677952	9,209907	1,509154	53,55
ESG	338	44,98565	23,3812	1,115226	82,30118
ESGC	338	43,84792	22,71865	1,115226	80,25516

Nota. Elaboración propia. Cálculos Stata 14 (Stata, s. f.).

En la tabla anterior se destaca que, para las variables dependientes, tales como el retorno sobre los activos (ROA), se obtuvo una media de 0,0338 y una desviación estándar de 0,0755. La rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) tiene una media de 0,0922 y una desviación estándar

de 0,2090. La Q de Tobin (Q), la cual es una medida entre el valor de mercado de una acción y su valor intrínseco, tiene una media de 0,9189 y una desviación estándar de 0,7900. Las estadísticas descriptivas del ROE y el ROA muestran que las firmas tienen rentabilidad positiva y baja volatilidad. Por otra parte, la media de Q de Tobin indica que las compañías del sector parecen estar subvaloradas. Para las variables independientes, el Z de Altman, que es una medida utilizada para predecir el riesgo de quiebra de una empresa, con 1078 observaciones, tienen una media de 2,7030 y una desviación estándar de 6,2742. Por lo general, se considera que las empresas con puntajes Z inferiores a 1,8 tienen un alto riesgo de quiebra, mientras que aquellas con puntajes superiores a 3 se consideran financieramente saludables (Altman y otros, 2019).

La razón de rotación de activos (ATR), que mide la eficiencia con la que una empresa utiliza sus activos para generar ingresos, tiene una media de 0,8361 y una desviación estándar de 0,6133. El tamaño de la empresa (SIZE), medido como el logaritmo natural de los activos totales, tiene una media de 20,3010 y una desviación estándar de 1,8424. La razón de dividendos sobre activos totales (DTA) tiene una media de 0,0212 y una desviación estándar de 0,0449. La razón *capex* a activos totales (CTA), tiene una media de 0,0415 y una desviación estándar de 0,0370. La razón corriente (CR), que mide la liquidez de una empresa, tiene una media de 1,7545 y una desviación estándar de 1,5233. El apalancamiento total (TL) tiene una media de 0,6764 y una desviación estándar de 1,2321. La razón de efectivo (CH), que mide la capacidad de una empresa para pagar pasivos a corto plazo con efectivo y equivalentes de efectivo, tiene una media de 0,0781 y una desviación estándar de 0,0807. El margen neto (NET), que mide la rentabilidad de una empresa, tiene una media de 0,0573 y una desviación estándar de 0,5164. Por último, la inflación (medida como IPC) tiene una media de 6,6780 y una desviación estándar de 9,2099.

4.2. *Matriz de correlación*

La tabla 4 muestra los coeficientes de correlación por pares entre las variables financieras y no financieras de las empresas del sector de consumo discrecional en Latinoamérica, en el período 2012-2021. Se observó que el rendimiento sobre el capital (ROE) y el rendimiento sobre los activos (ROA) tienen una fuerte correlación positiva de 0,7689. La Q de Tobin (Q) y el ROE tienen una fuerte correlación positiva de 0,5612 y una correlación positiva moderada con el ROA, de 0,7387.

El margen neto (NET) tiene una fuerte correlación positiva con el ROE, el ROA y la Q de Tobin, de 0,5093, 0,6911 y 0,4520, respectivamente. La razón dividendo sobre los activos totales (DTA) tiene una fuerte correlación positiva con el ROA (0,7173) y una correlación positiva moderada con el ROE (0,5672). También se observó que la puntuación ESG tiene una correlación negativa débil con el IPC (-0,2050) y una correlación positiva débil con el tamaño de la empresa (0,4629), mientras que la puntuación ESG combinada tiene una correlación positiva débil con el tamaño de la empresa (0,4204).

En general, se encontró que la mayoría de las variables están correlacionadas con un nivel de significancia del 1%. Se observó que la tabla de correlación sugiere que la rentabilidad (ROE, ROA, Q) y la liquidez (CR, CH) están correlacionadas positivamente entre sí, mientras que el apalancamiento (TL) tiene una correlación mixta con estas variables. Además, las puntuaciones ESG tienen una relación débil respecto a las variables dependientes.

Tabla 4*Matriz de correlación*

	ROA	ROE	Q	Z	ATR	SIZE	DTA	CTA	TL	CH	NET	CR	IPC	ESG	ESGC
ROA	1														
ROE	0,4223***	1													
Q	0,5061***	0,4569***	1												
Z	0,1898***	0,0845***	0,2099***	1											
ATR	0,1856***	0,2150***	0,2456***	0,0886***	1										
SIZE	0,1386***	0,0972***	0,2505***	-0,022	0,1234***	1									
DTA	0,4994***	0,4320***	0,5560***	0,1160***	0,032	0,0699**	1								
CTA	0,2675***	0,1806***	0,2705***	0,0611**	0,2011***	0,0869***	0,1507***	1							
TL	-0,0542***	0,0624**	0,0515**	-0,0403	0,1048***	0,2656***	-0,0391	-0,0283	1						
CH	0,2434***	0,1791***	0,1812***	0,0879***	0,1130***	0,2376***	0,1669***	0,0274	0,3038***	1					
NET	0,2903***	0,1278***	0,1058***	0,1030***	-0,0445	-0,0042	0,1281***	0,0612**	-0,0358	0,0836***	1				
CR	0,1045***	-0,038	-0,0790***	0,3891***	-0,1871***	-0,1843***	0,0549*	-0,1051***	-0,0945***	0,1475***	0,2623***	1			
IPC	-0,0517*	-0,0357	-0,0639**	0,008	0,2676***	-0,1263***	-0,0903***	-0,0148	0,0441	-0,0261	0,0489	-0,0536*	1		
ESG	-0,0727	0,0578	0,0002	-0,1374**	-0,0391	0,4629***	-0,0418	-0,0333	0,2430***	0,1843***	0,0169	-0,1185**	-0,1728***	1	
ESGC	-0,0597	0,0558	0,0154	-0,1213**	-0,071	0,4204***	-0,0284	-0,0243	0,2155***	0,1818***	0,0326	-0,1109**	-0,1615***	0,9706***	1

Nota. Elaboración propia. Cálculos Stata 14 (Stata, s. f.). *Significancia al 10%, **Significancia al 5% y ***Significancia al 1%.

4.3. Resultados de los modelos de regresión

La tabla 5 muestra los resultados obtenidos de los modelos regresivos para las variables dependientes ROE, ROA y Q de Tobin, frente a las variables independientes de calificación ESG y ESG combinado, además de otras variables financieras junto con su nivel de significancia estadística.

Tabla 5

Resumen resultados regresiones de calificación ESG y ESG combinado para ROE, ROA y Q

Variable	ROE	ROA	Q	ROE	ROA	Q
ESG	0,0004614 (0,0003046)	-0,0000378 (0,0000687)	0,002758** (0,0012007)			
ESGC				0,0003265 (0,0002997)	-0,0000485 (0,0000691)	0,0027007** (0,0011937)
NET	0,651429*** (0,1697525)	0,1744938*** (0,0380772)	0,0136187 (0,3864726)	0,651248*** (0,1692283)	0,1745294*** (0,0381395)	0,0118207 (0,3824786)
TL	0,0403781*** (0,0112409)	0,0004796 (0,0009296)	0,0634303* (0,0335506)	0,0407355*** (0,0112112)	0,0004898 (0,0009275)	0,0642033* (0,0339064)
Z	0,0182448*** (0,0068788)	0,0125123*** (0,0013722)	0,3910925*** (0,0445425)	0,0179083** (0,0068888)	0,01252*** (0,0013707)	0,3897638*** (0,0443115)
ATR	0,058994*** (0,0171411)	0,0028268 (0,0032441)	-0,3642691*** (0,0725445)	0,0593161*** (0,0172798)	0,0027196 (0,0032793)	-0,3595552*** (0,0728771)
SIZE	-0,0195725* (0,0100444)	0,0012598 (0,0018766)	-0,0322752 (0,0265965)	-0,0184851* (0,0099524)	0,0012691 (0,001842)	-0,029162 (0,0259927)
DTA	1,413681*** (0,3130198)	0,3971944*** (0,0636001)	7,250371*** (1,411732)	1,421842*** (0,3149357)	0,3972404*** (0,0634843)	7,274533*** (1,410161)
CTA	0,4131597 (0,3655973)	0,0865383 (0,0658167)	1,45586 (1,08127)	0,4076758 (0,3649154)	0,0863818 (0,0659659)	1,443949 (1,073749)
CH	0,2758904** (0,1348499)	0,0245385 (0,0268652)	-0,9058131 (0,5963724)	0,2701983** (0,1347108)	0,0249133 (0,0267911)	-0,9366946 (0,5953607)
CR	-0,0377218*** (0,0139037)	-0,0045842 (0,0028722)	-0,23941*** (0,0614693)	-0,0377682*** (0,0139545)	-0,0046412 (0,002896)	-0,2375908*** (0,0615081)
IPC	0,0047953* (0,0027294)	0,0005119 (0,0005715)	-0,0152472** (0,0072093)	0,0048306* (0,0027456)	0,0005183 (0,0005723)	-0,0153577** (0,0072186)
Dummy año	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummy país	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Constante	0,2752234 (0,2369939)	-0,0417564 (0,0455473)	1,17764* (0,6600218)	0,2606754 (0,2357893)	-0,041467 (0,045221)	1,121758* (0,6534884)
Observaciones	338	338	338	338	338	338
F (25, 312)	18,19	55,18	32,86	17,87	55,42	32,79
Prob > F	0	0	0	0	0	0
R ²	0,6334	0,8212	0,8188	0,6325	0,8213	0,8187

Nota. Elaboración propia. Cálculos Stata 14 (Stata, s. f.). *Significancia al 10%

Significancia al 5%. *Significancia al 1%.

A priori se puede observar que, para los modelos comparados con la calificación ESG y ESG combinada, el R- cuadrado y el valor del estadístico de prueba F indican que las variables independientes incluidas en los modelos explican una proporción significativa de la variación de las variables dependientes.

En concreto, el modelo de ROE tiene un R-cuadrado de 63%, mientras que los modelos de ROA y Q de Tobin tienen valores de R-cuadrado de 82% y 81%, respectivamente. Esto indica que las variables independientes incluidas en los modelos tienen una relación significativa con los indicadores de desempeño financiero.

Se encontró que el coeficiente de ESG es positivo y estadísticamente significativo en el modelo de la Q de Tobin, lo que indica que las empresas con *score* ESG más altos tienden a tener una Q de Tobin más alta, que es una medida del valor de mercado de una empresa en relación con su valor en libros. Esto muestra que los inversores pueden estar dispuestos a pagar más por empresas con un desempeño ESG más sólido, tal como lo evidenciaron Chairani y Siregar (2021) y Yoon y otros (2018) en sus investigaciones, donde se observó que existía una relación positiva entre la Q de Tobin y la calificación ESG. Sin embargo, el coeficiente de ESG no es estadísticamente significativo en los modelos de ROE y ROA, lo que indica que no existe una relación significativa entre las puntuaciones de ESG y estos indicadores de desempeño financiero. Esto apunta a que, si bien el desempeño de ESG puede ser importante para el valor de mercado general de una empresa, es posible que no tenga un impacto directo en sus indicadores de rentabilidad y que existan otros factores con mayor influencia sobre la rentabilidad y el valor de la firma, como se menciona en los estudios realizados por autores tales como Signori y otros (2021) y Ahmad y otros (2021).

Al analizar los coeficientes individuales de las demás variables independientes, se pueden hacer algunas interpretaciones financieras. Por ejemplo, el coeficiente de margen neto (NET) es positivo y estadísticamente significativo en los modelos, lo que muestra que los

márgenes netos más altos están asociados a niveles más altos de ROE, ROA y Q de Tobin. De manera similar, el coeficiente de apalancamiento total (TL) es positivo y estadísticamente significativo para el ROE y la Q de Tobin, lo que parece indicar que los niveles más altos de apalancamiento están asociados a niveles más altos de estos indicadores de desempeño financiero. También es importante agregar que las estimaciones significativas del coeficiente de Z en los modelos ROE y ROA sugieren que es probable que las empresas con puntajes Z más altos tengan una salud financiera y una rentabilidad más sólidas.

Este hallazgo es consistente con el propósito original del puntaje Z de Altman, que es identificar empresas con dificultades financieras tales como la del riesgo de entrar en bancarrota. Por el contrario, la estimación del coeficiente de Z no es estadísticamente significativo en el modelo Q de Tobin, lo que apunta a que el puntaje Z de Altman no es un factor significativo para determinar el valor de mercado de una empresa.

Por otro lado, el coeficiente de la razón de efectivo (CH) es positivo y estadísticamente significativo para el ROE, pero negativo y estadísticamente significativo para la Q de Tobin, lo que indica que tener más efectivo disponible puede mejorar el ROE, pero reduce la Q de Tobin. El coeficiente de rotación de activos (ATR) es positivo y estadísticamente significativo para el ROE, pero negativo y estadísticamente significativo para la Q de Tobin, lo que insinúa que las empresas que generan más ingresos por unidad monetaria de activos tienden a tener un ROE más alto pero una Q de Tobin más baja.

El coeficiente de IPC es positivo y estadísticamente significativo en el modelo de ROE, lo que indica que las empresas del sector de consumo discrecional en Latinoamérica tienden a tener un ROE más alto durante los períodos de mayor inflación. Esto puede deberse a una variedad de factores, tales como precios más altos de los bienes de consumo, mayor demanda de ciertos productos o condiciones crediticias más favorables. El coeficiente del IPC también es positivo y estadísticamente significativo en el modelo de la Q de Tobin, lo que sugiere que

las empresas con una Q de Tobin más alta tienden a estar asociadas a una inflación más alta. Esto puede deberse al hecho de que la inflación puede conducir a precios de acciones más altos, particularmente para empresas con posiciones de mercado sólidas y potencial de crecimiento. Sin embargo, el coeficiente de IPC no es estadísticamente significativo en el modelo de ROA, lo que sugiere que no existe una relación significativa entre la inflación y el ROA para las empresas del sector de consumo discrecional en Latinoamérica. Lo anterior puede indicar que la inflación tiene una relación más indirecta o compleja con la rentabilidad general.

En la tabla 6 se observan los resultados de los modelos regresivos para las variables dependientes ROE, ROA y Q de Tobin frente a las variables indicativas, o variables *dummies*, para ESG y ESG combinado, además de otras variables financieras junto con su nivel de significancia estadística. El objetivo de estas regresiones es determinar si el tener una calificación ESG tiene o no un impacto positivo en las variables dependientes.

Tabla 6

Resumen resultados regresiones de variables dummies DESG y DESGC para ROE, ROA y Q

Variable	ROE	ROA	Q	ROE	ROA	Q
DESG	0,0463495*** (0,0167777)	0,0069851 (0,0044153)	0,3288797*** (0,0594682)			
DESGC				0,0463495*** (0,0167777)	0,0069851 (0,0044153)	0,3288797*** (0,0594682)
NET	0,0382195 (0,0243274)	0,0307765 (0,0196196)	0,0846923** (0,0285945)	0,0382195 (0,0243274)	0,0307765 (0,0196196)	0,0846923** (0,0285945)
TL	0,0047046 (0,0148382)	-0,0063048*** (0,0014911)	0,0028455 (0,0156902)	0,0047046 (0,0148382)	-0,0063048*** (0,0014911)	0,0028455 (0,0156902)
Z	0,0011146* (0,0006316)	0,0010378 (0,0008314)	0,0220379** (0,0104235)	0,0011146* (0,0006316)	0,0010378 (0,0008314)	0,0220379** (0,0104235)
ATR	0,0642346*** (0,0122806)	0,0216808*** (0,0033936)	0,1593655*** (0,0424188)	0,0642346*** (0,0122806)	0,0216808*** (0,0033936)	0,1593655*** (0,0424188)
SIZE	-0,006759 (0,0051406)	0,0035606** (0,0016192)	0,0024149 (0,015481)	-0,006759 (0,0051406)	0,0035606** (0,0016192)	0,0024149 (0,015481)
DTA	1,743409*** (0,2548656)	0,6116745*** (0,0883882)	9,031088*** (1,339535)	1,743409*** (0,2548656)	0,6116745*** (0,0883882)	9,031088*** (1,339535)
CTA	0,3900827** (0,1360598)	0,3120847*** (0,0500544)	2,282197** (0,8009099)	0,3900827** (0,1360598)	0,3120847*** (0,0500544)	2,282197** (0,8009099)

Variable	ROE	ROA	Q	ROE	ROA	Q
CH	0,1679075** (0,0776558)	0,171844*** (0,0282211)	-0,2616006 (0,3620856)	0,1679075** (0,0776558)	0,171844*** (0,0282211)	-0,2616006 (0,3620856)
CR	-0,0082313** (0,0037784)	0,0008395 (0,0015525)	-0,059783** (0,0202738)	-0,0082313** (0,0037784)	0,0008395 (0,0015525)	-0,059783** (0,0202738)
IPC	-0,0017139 (0,0014009)	-0,0010587** (0,0003751)	-0,0170261*** (0,0034768)	-0,0017139 (0,0014009)	-0,0010587** (0,0003751)	-0,0170261*** (0,0034768)
Dummy año	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummy país	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Constante	0,1544586 (0,1087506)	-0,0987096** (0,0384959)	0,4988747 (0,3340237)	0,1544586 (0,1087506)	-0,0987096** (0,0384959)	0,4988747 (0,3340237)
Observaciones	1078	1078	1078	1078	1078	1078
F (25, 312)	15,31	24,92	22,37	15,31	24,92	22,37
Prob > F	0	0	0	0	0	0
R²	0,2703	0,4216	0,4913	0,2703	0,4216	0,4913

Nota. Elaboración propia. Cálculos Stata 14 (Stata, s. f.). *Significancia al 10%,

Significancia al 5%, *Significancia al 1%.

Al analizar estos resultados, se encontró que los valores de R-cuadrado indican que los modelos pueden explicar alrededor del 27% de la variación del ROE, el 42% de la variación del ROA y el 49% de la variación de la Q de Tobin, lo que sugiere que las variables independientes utilizadas en los modelos tienen una capacidad moderada para explicar la variación en las medidas de rendimiento financiero.

Los coeficientes de las variables independientes brindan información sobre qué factores tienen un impacto significativo en las medidas de desempeño financiero. Por ejemplo, la presencia de *score* ESG (DESG) y ESG combinado (DESGC) tiene un impacto positivo y significativo en el ROE y la Q de Tobin, pero, no en el ROA. Esto sugiere que los inversionistas y las partes interesadas en el sector de consumo discrecional en Latinoamérica valoran los puntajes ESG y recompensan a las empresas que tienen mejores prácticas ESG. Estos resultados son congruentes con los hallazgos de Koller y otros (2019), Abdi y otros (2022) y

Friede y otros (2015), quienes encontraron un mayor rendimiento de los portafolios que incluían compañías que implementaban políticas ESG.

La razón de rotación de activos (ATR) es otra variable importante que afecta positivamente las tres medidas de desempeño financiero, lo que indica que las empresas con una mayor rotación de activos generan mayor rentabilidad. Además, que variables tales como el margen neto (NET), la razón corriente (CR) y la razón de efectivo (CH) también tienen un impacto significativo en las medidas de desempeño financiero.

4.4. *Resultados del test de Welch*

En la tabla 7, se observan los resultados de la prueba T de Welch, la cual permite contrastar las diferencias de medias entre los grupos de empresas que cuentan con calificación ESG y las compañías que no cuentan con ninguna calificación ESG.

Tabla 7

Resumen pruebas T de Welch

Variable	ROE	ROA	Q
Dummy ESG = Sí	0,1309418	0,0474079	1,224277
Dummy ESG = No	0,0744541	0,0276316	0,7784263
Diferencia	0,0564877	0,0197763	0,4458511
Observaciones	1078	1078	1078
Grados de libertad	649,906	946,017	485,783
Pr (T > t)	0,0000	0,0000	0,0000
T	-4,1344	-4,6592	-7,7509

Nota. Elaboración propia. Cálculos Stata 14 (Stata, s. f.).

Este análisis muestra que existe una diferencia estadísticamente significativa entre los valores de las medias de las variables para empresas con puntaje y sin puntaje ESG. Esta hipótesis se puede corroborar al observar que los valores T son negativos. Esto sugiere que las

empresas con puntajes ESG se están desempeñando mejor, en términos de estas métricas financieras, que aquellas sin puntajes ESG, algo que se podría atribuir a una serie de factores, como lo son un mejor enfoque en la sostenibilidad, y las prácticas éticas, que pueden generar una mayor confianza de los inversores y un mejor desempeño financiero. Es un resultado que va en línea con lo mencionado por autores tales como S&P Global (2019) y Fatemi y otros (2017), quienes afirman que la implementación de criterios ESG permite aumentar la inversión; cumplir con estándares calificados a nivel social, ambiental y de productividad; la reducción de riesgos corporativos potenciales y la reducción de costos.

La prueba de Welch indica que las empresas del sector de consumo discrecional en Latinoamérica con puntajes ESG tienen valores medios significativamente más altos de ROE, ROA y Q de Tobin que las empresas sin puntajes ESG, mostrando así que el hecho de tener una calificación ESG pueden asociarse positivamente con el desempeño financiero de las empresas de este sector, tal como lo mencionan Wong y otros (2021), quienes le atribuyen un efecto positivo sobre el valor de los accionistas a empresas con certificación ESG.

5. Conclusiones

Con base en los resultados de este estudio, se puede concluir que la implementación de los criterios ESG tiene un impacto significativo y positivo en el valor de mercado, pero un efecto moderado en el rendimiento financiero de las empresas del sector de consumo discrecional en Latinoamérica.

El análisis de los modelos de regresión lineal múltiple indicó que las puntuaciones ESG tienen una relación positiva significativa con la Q de Tobin, pero no con el ROE y el ROA. Esto parece indicar que los inversores pueden estar dispuestos a pagar una prima por empresas con un *score* ESG, como lo demuestran investigaciones anteriores; sin embargo, la falta de una relación significativa entre las puntuaciones ESG y el ROE y el ROA destaca la necesidad de un enfoque más completo para medir el impacto financiero de los factores ESG.

Si bien las empresas con puntajes ESG más altos no necesariamente tienen una mayor rentabilidad, es probable que atraigan inversores interesados en destinar sus recursos en compañías que estén desarrollando prácticas ESG. Además, la relación positiva entre el margen neto y el ROE, ROA y la Q de Tobin destaca la importancia de una gestión eficiente de los costes y el mantenimiento de márgenes de beneficio sólidos para el rendimiento financiero general. También es importante recalcar que la relación positiva entre el apalancamiento y el ROE y la Q de Tobin sugiere que las empresas con mayores niveles de deuda pueden verse como inversiones más riesgosas, pero también pueden tener un mayor potencial de crecimiento.

Otro aspecto por resaltar es la importancia de considerar tanto los factores macroeconómicos como los factores específicos de la empresa al analizar el desempeño financiero, ya que se observó que la inflación tiene una relación estadísticamente significativa con el ROE, ROA y la Q de Tobin.

Por último, los hallazgos de este estudio brindan una mirada comprensiva sobre la relación entre el desempeño ESG y los indicadores de desempeño financiero en el sector de consumo discrecional en Latinoamérica, con el fin de que esta investigación sirva como base para que las empresas puedan tomar decisiones sobre sus prácticas ESG no solo por sus beneficios sociales y ambientales, sino también por sus posibles beneficios financieros a largo plazo. Sin embargo, es importante tener en cuenta que el desempeño ESG no debe verse como el único determinante del desempeño financiero, y que también deben tenerse en cuenta otros factores tales como la gestión eficiente de costos, el apalancamiento y las condiciones del mercado.

Referencias bibliográficas

- Abdi, Y., Li, X., & Càmara-Turull, X. (2022). Exploring the impact of sustainability (ESG) disclosure on firm value and financial performance (FP) in airline industry: the moderating role of size and age. . *Environment, Development and Sustainability*, 24(4), 5052-5079. <https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/s10668-021-01649-w.pdf>
- Ahmad, N., Mobarek, A., Nawazesh Roni, N., & Tan, A. W. K. (2021). *Revisiting the impact of ESG on financial performance of FTSE350 UK firms: Static and dynamic panel data analysis*. <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1900500>
- Altman, E. I., Hotchkiss, E., & Wang, W. (2019). *Corporate Financial Distress, Restructuring, and Bankruptcy: Analyze Leveraged Finance, Distressed Debt, and Bankruptcy*. John Wiley & Sons.
- Auer, B. R., & Frank, S. (2016). Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 51-62.
- Bernow, S., Nuttall, R., & Brow, S. (26 de mayo, 2022). Why ESG is here to stay. *McKinsey & Company*. <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/why-esg-is-here-to-stay>
- Chairani, C., & Siregar, S. V. (2021). The effect of enterprise risk management on financial performance and firm value: the role of environmental, social and governance performance. *Meditari Accountancy Research*, 29(3), 647-670.
- Chouaibi, S., & Chouaibi, J. (2021). Social and ethical practices and firm value: the moderating effect of green innovation: evidence from international ESG data. *International Journal of Ethics and Systems*, 37(3), 442-465.
- Fatemi, A., Glaumb, M., & Kaiser, S. (2017). ESG performance and firm value: The moderating role of Disclosure. *Global Financial Journal*, 38, 45-64.

- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Gerard, B. (2019). ESG and Socially Responsible Investment: A Critical Review. *Idunn*, 61-83. <https://www.idunn.no/doi/abs/10.18261/issn.1504-3134-2019-01-05>
- Koller, T., Nuttall, R., & Henisz, W. (14 de noviembre, 2019). Cinco maneras en que ESG crea valor. *Mckinsey Quarterly*. <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/five-ways-that-esg-creates-value/es-ES>
- Le Thi Kim, N., Duvernay, D., & Thanh, H. (2020). Determinants of financial performance of listed firms manufacturing food products in Vietnam: regression analysis and Blinder–Oaxaca decomposition analysis. *Journal of Economics and Development*, 23(3), 267-283. <https://doi.org/10.1108/JED-09-2020-0130>
- Refinitiv (s. f.). *Catálogo de datos financieros*. <https://www.refinitiv.com/es/financial-data>
- Refinitiv (mayo, 2022). *Environmental, social and governance scores from Refinitiv*. https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf
- S&P Global (8 de abril, 2019). The ESG Advantage: Exploring Links To Corporate. *RatingsDirect®*. https://www.spglobal.com/_assets/documents/ratings/the-esg-advantage-exploring-links-to-corporate-financial-performance-april-8-2019.pdf
- Stata (s. f.). *Your data tell a story*. <https://www.stata.com/>
- Signori, S., San-Jose, L., Retolaza, J. L., & Rusconi, G. (2021). Stakeholder Value Creation: Comparing ESG and Value Added in European Companies. *Sustainability*, 13(3), 1392. <https://doi.org/10.3390/su13031392>

Wong, W. C., Batten, J. A., Ahmad, A. H., Mohamed-Arshad, S. B., Nordin, S., & Adzis, A.

A. (2021). Does ESG certification add firm value? *Finance Research Letters*, 39, 101593.

Yoon, B., Lee, J. W., & Byun, R. (2018). Does ESG Performance Enhance Firm Value?

Evidence from Korea. *Sustainability*, 10(10), 3635.

<https://doi.org/10.3390/su10103635>