

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD
CATÓLICA DEL PERÚ**

FACULTAD DE CIENCIAS SOCIALES



Impacto de las políticas ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) en la rentabilidad (ROA y ROE) y en el valor (Q de Tobin) de las empresas peruanas entre los años 2016-2021

Trabajo de investigación para obtener el grado académico de Bachiller en Ciencias Sociales con mención en Finanzas presentado por:

Valera Espejo, Christian Enrique
Cunya Alvarez, Jhon Elias

Asesor:
Villavicencio Vasquez, Julio Alberto


Lima, 2023

Informe de Similitud

Yo, Villavicencio Vásquez, Julio Alberto, docente de la Facultad de Ciencias Sociales de la Pontificia Universidad Católica del Perú, asesor(a) del Trabajo de Investigación de Bachillerato titulado Impacto de las políticas ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) en la rentabilidad (ROA y ROE) y en el valor (Q de Tobin) de las empresas peruanas entre los años 2016-2021 del/de la autor (a)/ de los(as) autores(as) Valera Espejo, Christian Enrique y Cunya Alvarez, Jhon Elias dejo constancia de lo siguiente:

- El mencionado documento tiene un índice de puntuación de similitud de 23 %. Así lo consigna el reporte de similitud emitido por el software *Turnitin* el 14/02/2024.
- He revisado con detalle dicho reporte y el Trabajo de Investigación de Bachillerato, y no se advierte indicios de plagio.
- Las citas a otros autores y sus respectivas referencias cumplen con las pautas académicas.

Lugar y fecha: Lima, 14 de febrero del 2024

Apellidos y nombres del asesor / de la asesora: <u>Villavicencio Vásquez, Julio Alberto</u>	
DNI:	Firma
ORCID: 0000-0002-0357-3475	

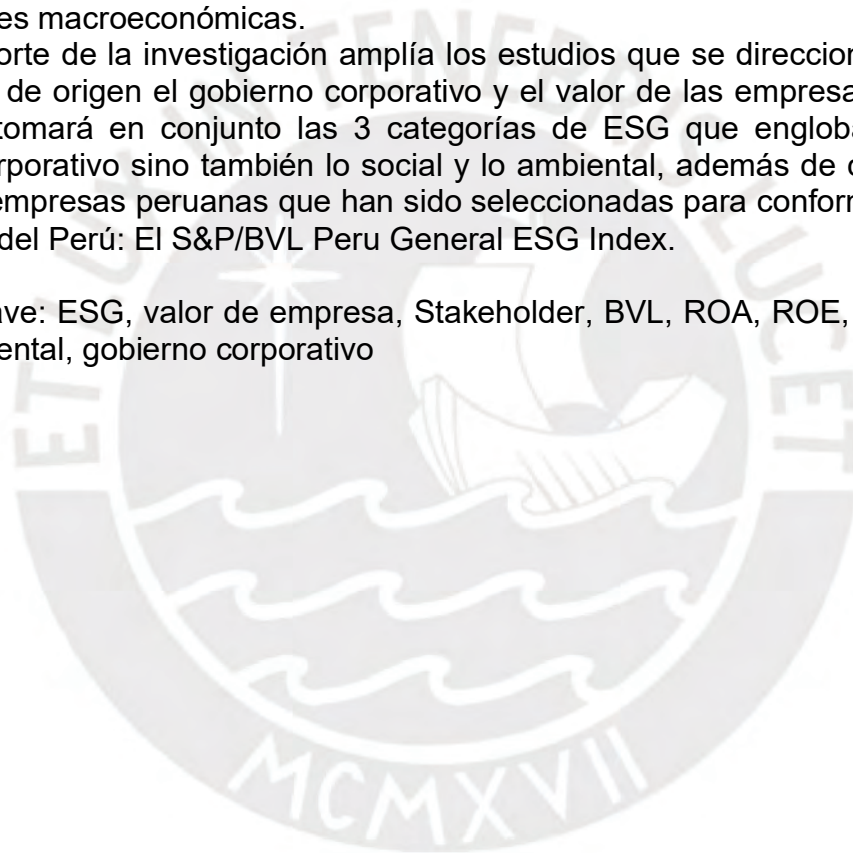
Resumen

Se realizó un estudio en el cual se tiene como objetivo determinar si existe un impacto positivo en el valor de las empresas peruanas que cotizan en la bolsa de valores de Lima (BVL) debido a la adopción de políticas ambientales, sociales y de gobernanza. En adelante se usará el término ESG por sus siglas en inglés.

Se obtiene la información desde la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) y usando la plataforma Bloomberg para construir una base de datos panel conformada por los puntajes obtenidos en cuanto al cumplimiento de las políticas ESG adoptadas en cada empresa y se determinará si el impacto en el valor de las empresas fue positivo o negativo. Las variables dependientes que se consideran son el ROA, ROE para el rendimiento de las empresas y la Q de Tobin para el valor de las empresas. Respecto a las variables explicativas, se clasificaron en cuatro grupos: las variables de control, las variables de categoría ESG, las variables de ratios financieros y las variables macroeconómicas.

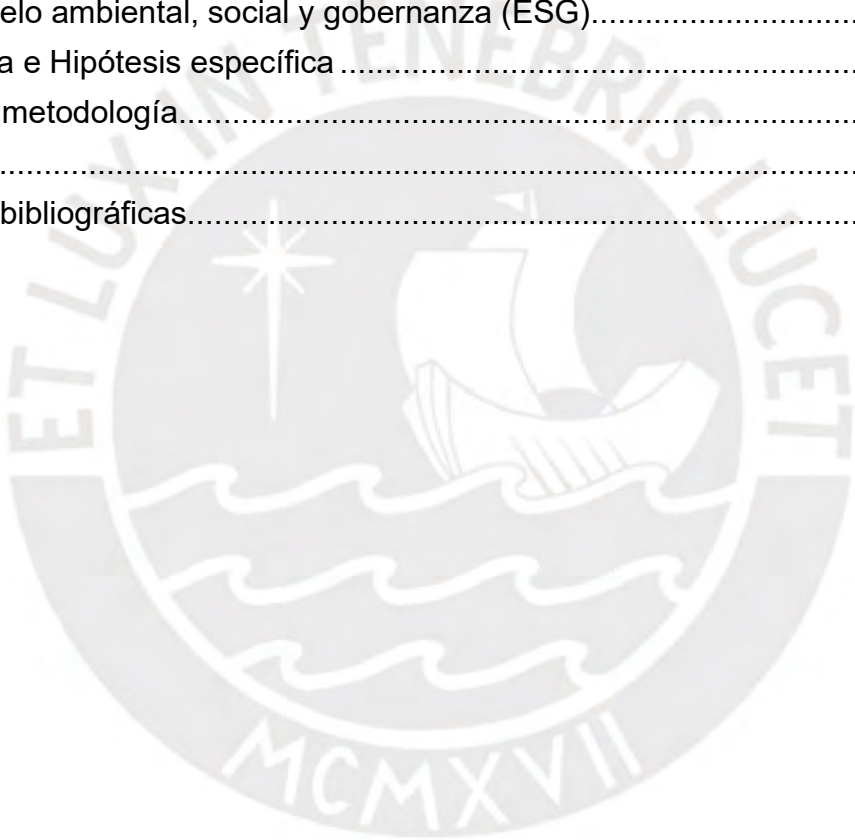
El aporte de la investigación amplía los estudios que se direccionan tomando como punto de origen el gobierno corporativo y el valor de las empresas. Para este estudio se tomará en conjunto las 3 categorías de ESG que engloba no solo el gobierno corporativo sino también lo social y lo ambiental, además de contar con el puntaje de empresas peruanas que han sido seleccionadas para conformar el primer Índice ESG del Perú: El S&P/BVL Peru General ESG Index.

Palabras clave: ESG, valor de empresa, Stakeholder, BVL, ROA, ROE, rentabilidad, social, ambiental, gobierno corporativo



Índice

- Introducción 1
- 1. Revisión de literatura..... 5
 - 1.1. Países desarrollados 5
 - 1.2. Países en desarrollo 6
 - 1.3. Perú..... 7
- 2. Marco teórico..... 9
 - 2.1. Teoría de la agencia 9
 - 2.2. Enfoque de los accionistas (shareholder) y buen gobierno corporativo 9
 - 2.3. Teoría de las partes interesadas (stakeholder) 10
 - 2.4. Modelo ambiental, social y gobernanza (ESG)..... 11
- 3. Pregunta e Hipótesis específica 13
- 4. Datos y metodología..... 14
- Conclusión..... 18
- Referencias bibliográficas..... 19



Índice de gráficos

Gráfico 1: Cadena de valor de stakeholder 12



Índice de tablas

Tabla 1: Variables dependientes 15
Tabla 2: Variables explicativas por categoría 16



Introducción

Durante la última década, en el Perú, la actividad minera ha sido uno de los principales motores de desarrollo e impulso en cuanto a productividad se refiere. Así pues, según cifras de la Sociedad de Comercio Exterior del Perú¹ (2021), entre 2010 y 2020, las exportaciones mineras representaron el 60.3% de las exportaciones totales y constituyen, además, la principal fuente de divisas para el país en términos de exportaciones, siendo el cobre el producto más exportado con una participación del 52.4% de los envíos mineros tradicionales, seguido del oro (27.2%), y del zinc (6.8%). Por otro lado, a raíz del sector minero, se genera una suma considerable de recursos tanto para los Gobiernos regionales como para los gobiernos locales, específicamente S/ 20 mil millones por conceptos de canon y regalías, según la Sociedad de Comercio Exterior del Perú (2021). De esta manera, se resalta la importancia económica que tiene para el país la industria minera porque genera valor agregado, aporta una gran participación al PBI, crea empleos tanto directos como indirectos, y mejora el crecimiento potencial de la actividad económica.

Sin embargo, según cifras proporcionadas por el último Reporte Mensual de Conflictos Sociales para el mes de octubre de 2022 dadas por la Defensoría del Pueblo², el 66.7% de los conflictos socioambientales en el país estuvieron relacionados a la actividad minera. La importancia de este tipo de conflictos radica en que traen consigo paralizaciones de proyectos mineros de gran envergadura como, por ejemplo, el caso de la Compañía Minera Antamina.

La comunidad campesina de Aquia (Ancash), demanda la instalación de una mesa de diálogo con la participación de representantes del Estado y la Compañía Minera Antamina, para el tratamiento de sus demandas relacionadas a los permisos de uso de su territorio para la instalación de un mineroducto (...) y los posibles impactos ambientales

¹ Esta sociedad agrupa a las principales empresas exportadoras, importadoras y proveedoras de servicios de diversos sectores económicos como agroexportación, minería, energía, manufactura, infraestructura, entre otras.

² La Defensoría del Pueblo fue creada por la Constitución Política de 1993, el cual tiene como misión principal defender y promover los derechos de las personas y la comunidad, con autonomía y énfasis en los grupos poblacionales en condiciones de vulnerabilidad, mediante la supervisión al cumplimiento de las obligaciones del Estado.

que estos generarían en su comunidad. (Defensoría del Pueblo, 2022, p. 31).

Y así como este caso, existen 140 casos más relacionados a conflictos socioambientales registrados en lo que va del año 2022, incrementándose así el número promedio por año. Además, como consecuencia de la conflictividad social del año 2021, según datos del Reporte de Inflación para marzo 2022 del BCRP, la actividad minera pudo haber crecido 12% en ese año, sin embargo, solo lo hizo en 9.7%. Es decir, los conflictos mineros le costaron al sector 2.3 puntos porcentuales de crecimiento en el 2021, lo que se traduce en una pérdida de S/1.500 millones.

Asimismo, según el Reporte de Inflación de septiembre 2022 del BCRP, solo en Las Bambas, cuyas exportaciones estuvieron paralizadas entre el 20 de abril y el 15 de junio del presente año, se perdió un valor total de exportaciones por US\$511 millones. Así también, ocurrió en la mina de Cuajone, cuya paralización significó una pérdida de US\$253 millones en valor exportado. Es así que a inicios de año, se esperaba que el desempeño del sector minero crezca 5.3%, sin embargo, debido a los conflictos relacionados a la minería, se corrigió la proyección a un 3.4%. Del mismo modo, el BCRP redujo la proyección de crecimiento para la economía en general pasando de un 3.4% a un 3.1% para 2022 debido a los conflictos mineros.

De esta manera podemos notar que la persistencia de los conflictos sociales genera grandes perjuicios a la economía peruana y es necesario empezar a establecer un énfasis en este tema ya que al hablar sobre conflictividad social, las consecuencias que genera la actividad minera en las comunidades aledañas (mayormente contaminación de sus terrenos), y entender el porqué dichas comunidades se levantan en protesta contra estas empresas y su gobierno corporativo, constituyen ideas claves que serán abordadas introduciendo el concepto de ESG, el cual nos acompañará desde ahora y hasta el final del presente trabajo de investigación.

El modelo ambiental, social, y de gobernanza, en adelante ESG por sus siglas en inglés "Environmental", "Social" y "Governance", en la práctica hacen referencia a los factores que convierten a una compañía en sostenible a través de su compromiso social, ambiental y de buen gobierno corporativo, sin descuidar nunca los aspectos financieros. Este concepto ya ha estado siendo tomado en cuenta por los inversionistas de tal manera que acertar en la identificación, gestión y medición de los criterios ESG dentro de una

empresa tiene repercusiones directas en su capacidad para recibir financiamiento o inversión, en su reputación, y en la sostenibilidad del negocio.

Así pues, según Armstrong (2020), la definición de cada uno de estos tres conceptos es la siguiente. El criterio ambiental (“E”) se refiere a la conciencia del cambio climático, el crecimiento poblacional y su impacto perjudicial en el medio ambiente natural. Responde a la pregunta: ¿Cómo gestionamos las actuaciones o decisiones para reducir la contaminación y la generación de residuos o emisión de gases de efecto invernadero?.

Por otro lado, el criterio social (“S”) engloba los problemas que causa el impacto de las actividades corporativas en las comunidades en las que estas operan. Responde a las siguientes preguntas: ¿Cómo abordamos la pobreza?, ¿en qué momento se les debe decir a los empleados que la empresa está cerrando y se quedarán sin trabajo? De esta manera se constituyen acciones relacionadas a las condiciones laborales y de respeto a los derechos humanos, así como también se incluye la gestión de relaciones con comunidades donde la empresa opera como, por ejemplo, la población indígena que se ve afectada directa o indirectamente por las actividades de alguna empresa minera.

Por último, el criterio de buen gobierno (“G”) engloba esencialmente temas como el liderazgo de la compañía, es decir, el rol de la junta directiva para dirigir y controlar una compañía. Algunos problemas que enfrenta este criterio son beneficios ejecutivos y compensaciones, soborno y corrupción, derechos de los accionistas, diversidad de la junta directiva, lucha contra prácticas antiéticas, entre otros.

En síntesis, el concepto de ESG o inversión sostenible es aquella que suma a los criterios financieros las preocupaciones ambientales, sociales y de buen gobierno. Asimismo, es un modelo que discrimina a las empresas por su estrategia en materia de sostenibilidad.

Una vez definido el concepto de ESG, analizaremos cuál es la teoría que mejor se adaptaría al tema que queremos tratar. Para ello, debemos tomar en cuenta que la coyuntura macroeconómica del Perú actual nos muestra que una teoría económica tradicional como la sola búsqueda incesante de maximización de beneficios por parte de las empresas, o también llamada teoría de Shareholders, ya no es el camino más acertado para cumplir su objetivo porque no se está aprovechando al máximo esa

característica primordial: las empresas, junto con el Perú, están perdiendo dinero. Específicamente, en nuestro país, un estudio realizado por el Instituto Peruano de Economía (2015), mostró que la no ejecución de proyectos mineros produjo una pérdida estimada de US\$67,203 millones en PBI, en un periodo de siete años (2008-2014). Por lo tanto, lo que se necesita usar de base es una teoría que no solo se preocupe por generar utilidades a las empresas, y con ello a los accionistas, sino que lo haga de tal manera que se tome en consideración los intereses (bienestar) de las partes involucradas con el desarrollo, crecimiento y adecuado funcionamiento de la empresa, los cuales vendrían a ser clientes, accionistas, trabajadores, proveedores, acreedores, comunidades que se ven afectadas, entre otros. Estos conceptos son abordados por la teoría de las partes interesadas o también llamada teoría de Stakeholders y será analizado con mayor profundidad en las siguientes páginas.

Es así que, dejando de lado la teoría de Shareholders para tomar como base la teoría de las partes interesadas o Stakeholders, realizaremos un análisis, con datos de panel, de los factores relacionados al medio ambiente (“E” for environment), sociales (“S” for social), y buen gobierno corporativo (“G” for government), los cuales son componentes que claramente afectan tanto el desempeño financiero de una empresa, no solo del sector minero sino de la economía en general, así como también la productividad de un país, en este caso, Perú.

De esta manera, la inclusión de políticas ESG en el entorno financiero peruano, en especial en las empresas del sector minero, trae consigo una gran oportunidad para enfrentar los problemas socioambientales del país de manera satisfactoria y que las empresas del sector no pierdan rentabilidad por costos que pueden ser, en su mayoría, evitados o solucionados.

1. Revisión de literatura

1.1. Países desarrollados

De acuerdo con la literatura revisada, se evidencia que existe una relación directa entre adoptar políticas ESG y la rentabilidad de la empresa medido ya sea por ROE, ROA³, o por rendimiento de la acción basados en datos de panel. Así pues, Whelan, Atz, Van Holt y Clark (2021), en base a un análisis de 1000 papers de investigación los cuales exploran la correlación que existe entre ESG y desempeño financiero, encuentran que existe un consenso cada vez mayor en el que una buena gestión corporativa de temas ESG da como resultado mejores métricas operativas que impactan positivamente en el ROE, ROA y el precio de las acciones. Guedhami, Louton, Saraoglu y Zheng (2022), encuentran que las acciones con un buen perfil ESG bajaron menos de precio durante la recesión del mercado de valores por Covid-19. Por otro lado, Clark, Feiner y Viehs (2015), muestran, a través de 200 estudios académicos⁴, el impacto que tiene la sostenibilidad medida en términos de E, S, G en el desempeño financiero de las empresas reduciendo el costo de la deuda, el retorno requerido de las acciones y, con ello, el costo de capital. Asimismo, Friede, Busch y Bassen (2015), coinciden, a través del análisis de 2000 estudios empíricos, que existe una relación no negativa entre inversión ESG y desempeño financiero de las empresas.

Por otro lado, y como complemento en apoyo al presente trabajo, también se toma en cuenta algunos papers que usan una metodología distinta a la de datos de panel, por ejemplo, método de factores. Es así que Khan, Serafeim y Yoon (2015), muestran que las inversiones en temas ESG de carácter material⁵ tienen mayor probabilidad de mejorar el valor para los accionistas, medido en términos de ventas, retorno sobre ventas, ROA y ROE, mientras que la inversión en temas ESG de carácter inmaterial tales como donativos, generan rendimientos en menor medida, o hasta negativos en muchos casos.

³ Indicadores que me permiten medir la rentabilidad financiera de los recursos propiamente de la empresa. El ROA, el rendimiento de sus activos y el ROE, el rendimiento de su patrimonio.

⁴ Basado en un estudio de metadatos, se refiere a características de todos los datos que se obtuvo o en otras palabras "datos sobre los datos".

⁵ La materialidad es el proceso de identificar y priorizar los temas ambientales, sociales o de buen gobierno más importantes para los grupos de interés y la organización.

Para el caso de Europa, Signori, San-Jose, Retolaza y Rusconi (2021), apoyados en la teoría de stakeholders, presentan una relación positiva entre inversión ESG y valor agregado medido en términos de utilidades, así como también, muestran que las compañías que introducen el concepto ESG presentan un mayor valor agregado que las empresas que no adoptan dichas políticas.

1.2. Países en desarrollo

Sherwood y Pollard (2017) analizan la integración de políticas ESG en mercados emergentes y evalúan el valor de las estrategias de inversión basadas en la investigación ESG en acciones de este tipo de mercados con respecto a los rendimientos, el *downside-risk*⁶ o “riesgo a la baja”, y la diversificación del portafolio obteniendo, así, un impacto positivo en los retornos de rentabilidad (ROA y ROE), así como en el ratio de Sharpe⁷ y ratio de Sortino.⁸

Con respecto a México, el estudio de Quintanilla, Ravize, Dávila y Rodríguez (2022), muestra que el indicador ESG aumenta la reputación de la empresa generando una mayor capitalización en el mercado así como una mejor valorización. Encuentran también que, al poseer este indicador, la empresa se vuelve más atractiva para el inversionista y esto hace que aumenten los flujos de la empresa.

Por otro lado, para el caso de Chile, Muñoz (2019), no ha podido encontrar una relación significativa entre el grado de adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo (“G” en ESG), y la generación de un mayor valor económico agregado por parte de las empresas analizadas.

Asimismo, para el caso de Colombia, el estudio de Calderón Nieto y Child Medina (2022), encuentran que tener un mayor puntaje ESG no tiene efecto sobre la eficiencia en los precios de mercado Latinoamericano. Esto es atribuido a que: (1) los mercados latinos no cumplen ni siquiera con la forma débil de eficiencia de mercado, (2) en Latinoamérica no es obligatoria la publicación de los reportes ESG, (3) el impacto de los

⁶ Traducido al español como riesgo a la baja, estima las posibles pérdidas o, en el peor de los casos, lo máximo que puede perder el inversionista.

⁷ Este ratio nos permite conocer cuánto retorno estamos asumiendo por unidad de riesgo en una inversión.

⁸ Similar al ratio de sharpe, solo que en este caso el retorno es respecto de un benchmark que es la tasa libre de riesgo.

puntajes ESG sobre la eficiencia puede ser no lineal, y (4) altos puntajes ESG generan sobrevaloración de las empresas.

En conclusión, de acuerdo con la literatura correspondiente a mercados emergentes, se encuentra que existen resultados divididos, es decir, no hay un consenso entre la adopción de políticas ESG y un desempeño financiero marcadamente positivo. Si bien en México existe un impacto positivo, en países como Colombia o Chile no sucede lo mismo.

Es entonces que el aporte del presente trabajo de investigación, a la literatura latinoamericana, será el de analizar si es que existe algún impacto, ya sea positivo o negativo, de la adopción e integración de políticas ESG en el desempeño financiero de las empresas peruanas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

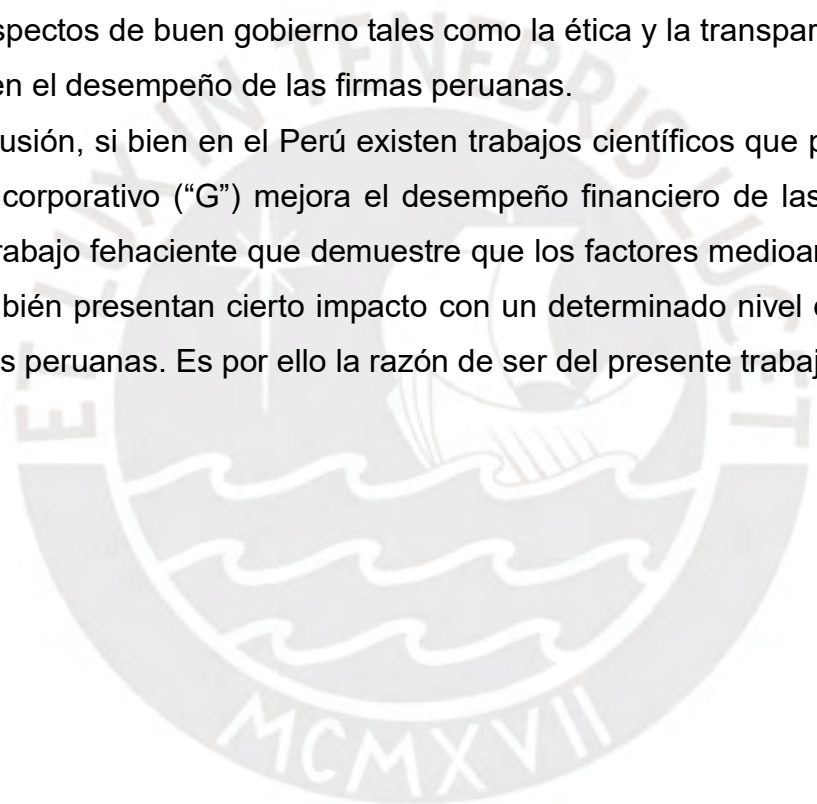
1.3. Perú

Por último, de los estudios aplicados a Perú se obtienen resultados y opiniones divididas. Por un lado, Cuzcano (2021), muestra en su estudio que, a la fecha, no se ha logrado que las buenas habilidades de gestión de empresas, en cuanto al desempeño ESG, logre extenderse a las actividades del mercado corporativo. Es decir, una firma con buenas prácticas ESG no necesariamente se desempeñaría mejor, financieramente, cuando compite en el mercado contra otras empresas que no adopten este tipo de prácticas. Sin embargo, de acuerdo al estudio realizado por Bustamante (2021), encuentra que es bueno para las empresas ser rentable, pero para los inversionistas internacionales ya no es suficiente la simple búsqueda por la maximización de beneficios. Dadas las crisis financieras globales, los actos de corrupción y los pésimos manejos empresariales, es que en la actualidad la banca de inversión y los principales financistas y organizaciones del mundo exigen a las empresas, además de la maximización de beneficios, tener un buen gobierno corporativo para poder otorgarles préstamos o financiar sus proyectos.

Además, Casas (2019), demuestra que existe un efecto significativo y positivo de los indicadores de gobierno corporativo medidos a través de La Voz de Mercado sobre los indicadores de liquidez de las empresas peruanas. Esto implica que los mecanismos de gobierno corporativo al permitir que las empresas cuenten con una mejor gestión,

mayores niveles de eficiencia y mecanismos que permitan preservar y optimizar el valor de la organización, generan mayor valor para las empresas. Asimismo, Rázuri (2021), concluye la existencia de una relación positiva y significativa entre el Índice de Buen Gobierno Corporativo el cual refleja las buenas prácticas de gobierno corporativo en las empresas peruanas y el valor de las empresas representadas por la Q de Tobin. En este sentido, Sevillano (2021), evidencia que la Responsabilidad Social Corporativa y el Gobierno Corporativo en conjunto presentan un efecto positivo en las variables ROA, ROE y Q de Tobin. De esta manera, se decanta por pensar que mostrar responsabilidad con los empleados, cierto compromiso con el medio ambiente, contribuir con la comunidad y aspectos de buen gobierno tales como la ética y la transparencia impactan positivamente en el desempeño de las firmas peruanas.

En conclusión, si bien en el Perú existen trabajos científicos que prueban que un buen gobierno corporativo (“G”) mejora el desempeño financiero de las empresas, no existe aún un trabajo fehaciente que demuestre que los factores medioambiental (“A”) y social (“S”) también presentan cierto impacto con un determinado nivel de significancia en las empresas peruanas. Es por ello la razón de ser del presente trabajo.



2. Marco teórico

2.1. Teoría de la agencia

Nos explica la relación y el problema que existe entre el principal, persona que denomina a un tercero para que pueda realizar las obligaciones que son necesarias para cumplir con los intereses de este, y el agente es la persona que es encargada por el principal. Tales funciones son representar y seguir instrucciones para cumplir con los objetivos del principal por medio de un contrato establecido por ambas partes (Ross, 1973). El problema surge cuando los intereses del agente no se encuentran alineados con los del principal e interfiere en su habilidad para actuar en interés de la otra parte, incluso cuando existe una obligación legal o ética (Michael Davis & Andrew Stark, 2001).

El principal llega a incurrir en costos de agencia⁹ para que el agente no cometa acciones oportunistas en contra del interés del principal. Así también, existen los costos de incentivos¹⁰, costos de monitoreo¹¹, entre otros (Jensen y Meckling, 1976). Se concluye que este problema de agencia es causado por la información asimétrica¹², es decir, los gerentes poseen mayor conocimiento sobre las estrategias de inversión y el correcto manejo que se va llevar a cabo con el fondo de los accionistas (Fama & Jensen, 1983).

2.2. Enfoque de los accionistas (shareholder) y buen gobierno corporativo

La teoría del accionista o shareholder se llegó a conocer por Milton Friedman (1962) en su libro "Capitalism and freedom", él sostiene la idea de que el objetivo de la empresa y la única responsabilidad social que tiene es maximizar el beneficio de los accionistas, su única responsabilidad social es con ellos. La creación de valor de una empresa se enfoca en cuánto beneficio le generó al accionista. Esta idea se sostiene en la teoría de agencia ya que se busca que se alineen los intereses del agente (gerente)

⁹ Se refiere a costos de agencia como la pérdida de valor que se incurre por alinear los intereses de los accionistas con los gerentes de una empresa.

¹⁰ Costo para motivar a los gerentes, por medio de una compensación, a realizar sus actividades eficientemente.

¹¹ Costos que incurre el principal para supervisar al agente sobre el cumplimiento de sus obligaciones.

¹² Esta asimetría aparece cuando uno de los agentes que se encuentra involucrado en una transacción de compra-venta se encuentra en desventaja por que la otra parte posee mayor información que él.

para que sea puesto en marcha en la dirección de los intereses del principal (accionistas). Según Hart (1995), el gobierno corporativo cobra importancia cuando se desea minimizar los costos de agencia que son consecuencia de la alineación de intereses del principal y agente. Algunos de estos problemas son los contratos incompletos y los costos de transacción. Además, Tirole, J. (2001) y La Porta (2002) coinciden en que se considera el gobierno corporativo como un mecanismo de defensa de los accionistas frente a los gerentes o controladores, es decir, una protección hacia un solo grupo de interés: Accionistas. Esto se debe a que la literatura ha establecido que el gobierno corporativo ayuda a fortalecer a la posición de los accionistas o inversionistas, todo esto por las normas que conlleva o los pilares que se exige que se cumplan, la elaboración de informes para que los accionistas estén informados sobre la situación de la empresa, la transparencia y la igualdad son otros de los pilares que abarca el gobierno corporativo.

La crítica establecida por Blair (1996) señala que esta teoría está en falta con las otras partes interesadas, la explicación de ello es que no se considera las consecuencias que conlleva el tener como objetivo alcanzar a toda costa la rentabilidad máxima hacia los accionistas.

2.3. Teoría de las partes interesadas (stakeholder)

La teoría de stakeholder o la teoría de las partes interesadas se encuentra clasificada dentro del marco teórico de las teorías de gestión y de ética de una empresa (Carrol, 1989). El término stakeholder hace referencia a cierto grupo de individuos que se ven afectados por la consecución de los objetivos de la empresa (Freeman, 1984). Es decir, Edward Freeman postula que, a diferencia de la teoría de shareholder que se enfoca en un grupo de interés, se debe tomar en cuenta a todos los grupos de interés que se encuentren involucrados con la compañía. Es por ello que se incluyen a los clientes, proveedores, acreedores, empleados, entre otros (Hill y Jones, 1992).

Asimismo, se critica a la teoría de agencia precisamente por enfocarse en los accionistas y estar en falta con las otras partes interesadas (Blair, 1996). La empresa no es solo un conjunto de contratos entre los distintos stakeholders y accionistas, sino también entre los administradores, acreedores, empleados, clientes y proveedores. De esta manera, la empresa constituye un juego de conexión entre los stakeholders

(Aoki,1991). Las demandas entre los stakeholders y los gerentes pueden llegar a converger (Hill y Jones, 1992) tal es el caso de un aumento en el salario de los empleados o mejores precios para los clientes, lo cual originará beneficios para los managers al ver una mayor productividad por parte de sus empleados y mayor demanda por sus clientes.

Sin embargo, esta teoría es criticada por autores como Dunn y Braddy (1995) en su libro “From rules to relationships: A review of the search for an ethical justification of stakeholder interest”, la razón de esto, es que sostienen que la teoría de stakeholders no posee fundamentos sólidos que vayan acorde con las teorías de éticas tradicionales.

2.4. Modelo ambiental, social y gobernanza (ESG)

El mundo ha puesto mayor atención en concientizar el impacto ambiental, social y de gobernanza en las empresas, esto seguido por mayores presiones de regulación que fomentan las buenas prácticas en las compañías. El enfoque ESG tuvo relevancia en el 2005 cuando la ONU impulsó el principio de inversión responsable¹³ (PRI), estos principios generan un mayor entendimiento por parte de las empresas en el enfoque de sostenibilidad e integrarlos en la toma de decisiones, de esta manera se adhiere el enfoque ESG (Ballesteros, 2021).

El PRI abarca 6 principios¹⁴, de los cuales los primeros 3 hablan sobre incorporar las políticas ESG en sus análisis y en la toma de decisión. El primer enfoque es el ambiental el cual se refiere al impacto de las actividades empresariales sobre el medio ambiente, esto ha tenido mayor urgencia por el cambio climático y es el que mayor atención se le ha puesto los últimos años, uno de los casos es que se busca disminuir y medir los casos de deforestación, contaminación de ríos y emisión de gases de efecto invernadero. El segundo enfoque es el social, el cual se concentra en combatir la desigualdad social, mejorar las relaciones laborales, fomentar la inclusión social. Es decir, abarca los distintos impactos que tienen las compañías en los recursos humanos de la empresa. El tercer enfoque es el de gobernanza, atiende los problemas que enfrentan las organizaciones en su estructura de gobierno, las políticas tomadas y cómo afectan a

¹³Disponible: <https://firstforsustainability.org/es/sustainability/external-initiatives/sustainability-frameworks/united-nations-principles-for-responsible-investment/>

¹⁴ Los últimos 3 principios se encargan de promover la aplicación, la eficacia y la información del progreso de los primeros 3 principios.

las partes interesadas que son los stakeholders como los clientes, empleados y accionistas¹⁵. Según el modelo ESG, resulta rentable para las empresas adoptar estos 3 pilares y no solo para obtener una buena imagen de compromiso con su entorno. Uno de estos beneficios que se presentan para la compañía es obtener una ventaja competitiva frente a otras empresas por el descuido de la estrategia en no tomar en cuenta las necesidades imprescindibles de la sociedad y el planeta. En la parte operativa, las empresas anteriormente no toman en cuenta los costes que pueden traer el uso excesivo de recursos naturales, y que tienen un impacto negativo en la sociedad. Se consideran como externalidades que no tienen relevancia en el giro del negocio. Ocurriría un incremento de las utilidades al reducir los costos si se gestionan tomando en cuenta el factor social y ambiental en las estrategias directas de la empresa (Ballesteros, 2021).

Gráfico 1: Cadena de valor de stakeholder



Fuente: Elaboración propia.

¹⁵ Management Solutions (2020)

3. Pregunta e Hipótesis específica

Pregunta: ¿Impactan las políticas ESG en el desempeño financiero de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima?

Hipótesis: Existe una correlación positiva entre la adopción de políticas ESG por parte de las empresas y el desempeño financiero de estas, medido por ROA, ROE y Q de Tobin, que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima para el periodo 2016-2021, basada en la teoría de stakeholders.



4. Datos y metodología

Ahora bien, evidentemente, el incremento de la cantidad de universidades, matriculados y egresados incrementa la competencia no solo en el mercado laboral, sino también en el mercado educativo. Entonces, hay efectos diferenciados tanto en la demanda del mercado educativo superior universitarios como en la oferta profesional del mercado laboral: a saber, existe un mercado diferenciado que exige calidad educativa y otro que exige precios bajos (costos bajos). Por ello, se puede hablar de una multiplicidad de efectos en los retornos salariales a la hora de considerar la heterogeneidad de universidades y egresados. Esta es la razón que se tiene que hablar de los posibles efectos, para lo cual se necesita –primero– considerar las implicancias de la desregulación.

Para el presente trabajo de investigación, se eligieron 20 empresas. Para el caso de las variables dependientes, con el objetivo de identificar el impacto de las variables correspondientes a la categoría ESG tanto en la rentabilidad, así como en el valor de las empresas que cotizan en la BVL, se usarán el ROA, ROE y la Q de Tobin.

El ROA es el ratio de rentabilidad que divide las utilidades netas entre los activos totales de la empresa. El ROE, por otro lado, es la medida de rentabilidad que divide las utilidades netas entre los fondos propios o también llamado patrimonio. Ambos datos son extraídos de Bloomberg.

La Q de Tobin es el ratio financiero que mide el valor de una empresa dada por el mercado y se calcula dividiendo el valor de mercado, el cual es igual al producto del número de acciones y el precio de la acción, entre el valor contable de dicha empresa. Este dato es extraído de la plataforma financiera Capital IQ Pro.

Tabla 1: Variables dependientes

Variable	Definición	Fuente	Estudios que lo usaron
Variables dependientes:			
Return of Equity (ROE)	Medida de rentabilidad que relaciona las utilidades netas sobre los fondos propios	Bloomberg	Whelan, Atz, Van Holt and Clark (2021); Khan, Serafeim and Yoon (2015)
Return of Active (ROA)	Medida de rentabilidad que relaciona las utilidades netas sobre los activos totales	Bloomberg	Whelan, Atz, Van Holt and Clark (2021); Khan, Serafeim and Yoon (2015)
Q de tobin	Ratio financiero que mide el valor de una empresa dada por el mercado, se calcula dividiendo el valor del mercado sobre el valor contable	Capital IQ Pro	Rázuri (2021), Sevillano (2021)

Fuente: Elaboración propia

La segmentación de las variables explicativas se da la siguiente manera:

En primer lugar, se presenta la categoría ESG en la cual se consideran todas las variables referentes a ESG. Entre estas tenemos (1) la variable de puntuación ambiental la cual mide el compromiso de una empresa en cuanto a sus políticas ambientales; (2) la variable de puntuación social la cual mide la incidencia de una empresa respecto a temas de conflictos sociales; (3) la variable de puntuación de gobernanza la cual mide el cumplimiento de los cinco pilares de buen gobierno corporativo de una empresa; y, por último, (4) la variable de puntuación Merco ESG la cual evalúa el compromiso de las empresas al llevar a cabo sus decisiones con enfoque ESG. Es importante tener en cuenta que las tres primeras variables provienen de encuestas dadas por la SMV que presentan una estructura estándar para todas las empresas que cotizan en la BVL, pero que cada una de ellas se encarga de completar dichas encuestas. Es decir, la data correspondiente a las tres primeras variables proviene de autorreportes, mientras que la data proveniente de Merco corresponde a una interpretación de terceros.

El ranking Merco (Monitor Empresarial de Reputación Corporativa) es un instrumento de evaluación reputacional que, desde el año 2000, mide la reputación, habiéndose convertido en uno de los monitores de referencia en todo el mundo. De esta manera, en el ranking Merco ESG tienen presencia las empresas más responsables del Perú siguiendo y respetando principalmente los criterios medioambiental, social y de gobierno corporativo.

En segundo lugar, se dividirán las variables de control en dos segmentos: uno correspondiente a ratios de la empresa, y otro correspondiente al contexto

macroeconómico, porque lo que se quiere lograr con esto es aislar el efecto proveniente de las variables ESG independientemente de que haya habido un buen o un mal contexto macroeconómico o que la empresa analizada presente excelentes resultados financieros.

Así pues, se presenta la categoría de ratios financieros en la cual se incluyen dos indicadores de solvencia: (1) la razón deuda la cual mide el ratio de pasivos sobre activos, y (2) la razón deuda-capital la cual mide el ratio de pasivos sobre patrimonio. Ambos ratios son extraídos de Capital IQ Pro.

Por último, se presenta la categoría de variables macroeconómicas en la cual se incluyen (1) la tasa de inflación para Perú, y (2) el porcentaje de crecimiento del PBI anual. Ambos indicadores son extraídos de Bloomberg.

Tabla 2: Variables explicativas por categoría

Variable	Definición	Fuente	Estudios que lo usaron
Variables explicativas:			
<u>Categoría ESG</u>			
Puntuación Ambiental	Medida para evaluar el compromiso de una	SMV	Clark, Feiner, Viehs (2015)
Puntuación Social	Medida para evaluar la incidencia de una empresa en temas de conflictos sociales	SMV	Clark, Feiner, Viehs (2015) Omrane Guedhami, David Louton (2022)
Puntuación Gobernanza	Medida para evaluar el cumplimiento de los 6	SMV	Clark, Feiner, Viehs (2015)
Puntuación Merco ESG	Puntuación para evaluar el compromiso de las	Merco - Monitor empresarial	Sevillano (2021)
<u>Ratios Financieros</u>			
Razón deuda	Pasivos sobre activos	Capital IQ Pro	Sevillano (2021)
Deuda-capital	Pasivos sobre patrimonio	Capital IQ Pro	Sevillano (2021)
<u>Variables de control</u>			
Tamaño	Logaritmo de activos totales	Capital IQ Pro	Sevillano (2021)
Covid-19	Variable dummy para el efecto pandemia		Sevillano (2021)
<u>Variables macroeconómica</u>			
Inflación	Tasa de inflación del país	Bloomberg	Whelan, Atz, Van Holt and Clark
Crecimiento PBI anual (%)	Porcentaje de crecimiento del Producto bruto	Bloomberg	Whelan, Atz, Van Holt and Clark

Fuente: Elaboración propia

Luego de haber señalado las distintas variables consideradas, el modelo a utilizar será el siguiente:

Desempeño de la firma a_{it}

$$= \alpha + \beta(\text{Puntuación ESG}) + \sum \gamma \text{Macro}_t + \sum \delta \text{Controles}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Se considera lo siguiente:

Desempeño de la firma = ROA, ROE, Q de Tobin

ESG = Puntuación ESG y puntuación Merco

Macro = Variables macroeconómicas

Controles = Variables de control adicionales



Conclusión

La literatura se divide para diferentes áreas geopolíticamente diferentes, pues se presentan procesos de cambio y retroalimentaciones al momento de analizar el tema en cuestión: a saber, la relación entre la adopción de políticas ESG y la rentabilidad de la empresa en sus diversas métricas mencionadas previamente. En este sentido, la literatura recogida está subsumida a las condiciones materiales de cada región y esto se cumple, con especial énfasis, para el caso del Perú. Precisamente, esta es la razón por la que se ha presentado un marco teórico consistente y heterogéneo. Así la heterogeneidad teórica corresponde a la heterogeneidad productiva y geográfica del Perú, lo que coincidentemente permite hacer un análisis sobre el impacto en el valor de las empresas peruanas que cotizan en la BVL, debido a la adopción de políticas ambientales, sociales y de gobernanza (ESG).

Entonces, pasar de la cotización de la BVL a las políticas ESG implica serias discusiones en torno al gobierno corporativo el cual tiene un poder autónomo infraestructural, en el sentido de Mann (1984), y el valor de las empresas. Esto es, el interés del Estado por ordenar y hacer legibles territorios poco controlados y biodiversamente ricos, también necesita de funcionarios (privados y públicos) con la capacidad de manejar esta legibilidad; y no tanto por un afán de justicia social (políticamente positivo), cuanto la necesidad de comprender el impacto que este tiene sobre el valor económico de las empresas medido por ROE, ROA, o por rendimiento de la acción basados en datos de panel. Los fenómenos ambientales, sociales y de gobernanza logran plasmar sus intereses, al respecto de las problemáticas, en el Estado. Existe una conjunción y necesidad de coexistencia entre las políticas de estado que subsumen las adopciones de políticas ESG con la rentabilidad o valoración económica de las empresas, por medio del mercado financiero; de ahí, que estos grupos hagan visibles sus voluntades por medio del Estado (pp. 201 – 207).

En síntesis, el trabajo de investigación no solo problematiza analíticamente la correlación entre el valor de las empresas y las políticas ESG, sino que evidencia la importancia de comprender la íntima relación del Estado y las decisiones de producción de las empresas que cotizan en la BVL.

Referencias bibliográficas

- Consejo Nacional para la Autorización de Funcionamiento de Universidades [CONAFU]. Ley N°26439. 21 de enero de 1995 (Perú).
- Aoki, M. (1991). *Toward a Comparative Institutional Analysis*. MIT Press, 2001.
- Armstrong, A. (2020). Ethics and ESG. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*. Vol. 14, N.° 3, pp. 6-17.
- Ballesteros, C., Díaz, S., & Elola, J. (2021). *Principios ESG y cadena de Valor: del Reporting al Impacto Social*. Universidad Pontificia Comillas. Disponible en: <https://www.managementsolutions.com/sites/default/files/publicaciones/esp/impacto-social-principios-esg.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú (2022). *Reporte de Inflación Marzo 2022: Conflictos y actividad minera*.
- Banco Central de Reserva del Perú (2022). *Reporte de Inflación Septiembre 2022: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2022-2023*.
- Blair, M. M. (1996). *Wealth Creation and Wealth Sharing: A Colloquium on Corporate Governance and Human Capital*. Brookings Institute.
- Bustamante, I. (2021). *Impacto del gobierno corporativo en la variabilidad del valor de las empresas, caso Perú: 2010-2018* [Tesis doctoral, Universidad Nacional Mayor de San Marcos]. Repositorio UNMSM. Disponible en: <https://hdl.handle.net/20.500.12672/18396>
- Calderón, S., & Child, L. (2022). *Impacto de los puntajes ESG sobre la eficiencia de mercado en América Latina* [Tesis de licenciatura, Universidad de los Andes]. Repositorio Uniandes. Disponible en: <http://hdl.handle.net/1992/57403>
- Carroll, A. B. (1989). *Business and society: Ethics and stakeholder management*. Cincinnati: South-Western.
- Casas, C. (2019). *Impacto del Buen Gobierno Corporativo en diferentes variables bursátiles: Un estudio que busca medir el efecto de las prácticas de Buen Gobierno Corporativo en los indicadores financieros*. Estudio encargado por la Bolsa de Valores de Lima. Julio, 2019.
- Clark, G., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). *From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance*. Arabesque Partners. Oxford University. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2508281>
- Cuzcano, G. (2021). *La importancia de la sostenibilidad corporativa sobre el valor de la firma en compañías de economías emergentes en América Latina* [Tesis de bachiller, Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas]. Repositorio UPC. Disponible

en: <http://hdl.handle.net/10757/657424>

Davies, M., & Stark, A. (2001). *Conflict of Interest in the Professions (Practical and Professional Ethics Series)*. 368 pp. New York, Oxford University Press. Disponible en:

https://books.google.com.pe/books/about/Conflict_of_Interest_in_the_Professions.html?id=UlnkFoWsPCkC&redir_esc=y

Defensoría del Pueblo (2022). *Reporte de conflictos sociales: Intervención de la Defensoría del Pueblo en conflictos sociales (Informe N.º 224)*. Adjuntía para la Prevención de Conflictos Sociales y la Gobernabilidad.

Dunn, C. & Braddy, F. (1995). *From Rules to Relationship: A Review of the Search for an Ethical Justification of Stakeholder Interests*. Vol. 6, 1995.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). *Agency Problems and Residual Claims*. *Journal of Law & Economics*, 26, 327-349. <https://doi.org/10.1086/467038>

Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston, MA: Pitman.

Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, Vol. 5, N.º 4, 201-233.

Friedman, M. (1962). *Capitalism and freedom*. Chicago: University of Chicago Press.

Guedhami, O., Louton, D., Saraoglu, H., & Zheng, Y. (2022). ESG Score, Stock Valuation, and Stock Performance during the 2020 COVID-19 Stock Market Crash. *Portfolio Management Research*.

Hart (1995). Corporate Governance: Some Theory and Implications. *The Economic Journal*. Vol. 105, No. 430 (May, 1995), pp. 678-689.

Hill, C.W., & Jones, T.M. (1992) *Stakeholder-Agency Theory*. *Journal of Management Studies*, 29, 131-154.

Instituto Peruano de Economía (2015). *El costo económico de la no ejecución de los proyectos mineros por conflictos sociales y/o trabas burocráticas*. Junio, 2015. Lima, Perú.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Khan, M.N., Serafeim, G., & Yoon, A. (2015). "Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality". *Harvard Business School*. Working Paper, N.º 15-073.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. y Vishny R. (2002). Investor Protection and

Corporate Valuation. *The Journal of Finance* Vol. 57, No. 3 (Jun., 2002), pp. 1147-1170.

Mann, M. (1984). The autonomous power of the state: its origins, mechanism, and results. *European Journal of Sociology*, 25(2), pp. 185–213. <https://www.jstor.org/stable/23999270>

Muñoz, J. (2019). *Funcionamiento de los gobiernos corporativos en las empresas del IPSA en Chile, una comparación entre la implementación de estas buenas prácticas y el valor económico agregado obtenido durante el periodo 2015-2017* [Tesis de Magíster, Universidad del Bío-Bío]. Repositorio Ubiobio. <http://repobib.ubiobio.cl/jspui/handle/123456789/3706>

Quintanilla, E., Ravize, E., Dávila, M., & Rodríguez, C. (2022). Relevancia valorativa en las empresas cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores. *Repositorio UDEM*.

Rázuri, J. (2021). *Perú: Relación entre gobierno corporativo y performance de las empresas del S&P/BVL Perú General, 2009-2020*. [Tesis de Magíster, Pontificia Universidad Católica del Perú].

Sevillano, A. (2021). *Análisis de efecto de Gobierno Corporativo y Stakeholders en el desempeño de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima*. [Tesis de Bachiller, Pontificia Universidad Católica del Perú].

Sherwood, M, & Pollar, J. (2017). The risk-adjusted return potential of integrating ESG strategies into emerging market equities. *Journal of Sustainable Finance & Investment*.

Signori, S., San-Jose, L., Retolaza, J., & Rusconi, G. (2021). Stakeholder Value Creation: Comparing ESG and Value Added in European Companies. *Sustainability*, 13, 1392.

Sociedad de Comercio Exterior del Perú (2021). *Un país minero con inversión minera estancada. ¿Qué nos espera?*. Semanario 1092. Disponible en: <https://www.comexperu.org.pe/articulo/un-pais-minero-con-inversion-minera-estancada-que-nos-espera#:~:text=De%20acuerdo%20con%20el%20Banco,9%25%20del%20PBI%20ese%20a%C3%B1o>.

Tirole J. (2001). Corporate Governance. *Econometría*, Vol. 69, No. 1 (January, 2001), pp. 1-35.

Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T., & Clark, C. (2021). “ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1000 Plus Studies Published between 2015 - 2020”. *Rockefeller Asset Management*. NYU Center for Sustainable Business. Working Paper.