



Demostración del beneficio de una mayor participación de la mujer en el consejo de administración y la alta dirección de las empresas mexicanas que cotizan en bolsa

A proof of the benefit of women's inclusion in senior management and the board of directors in exchange-traded mexican companies

Leticia Bollaín Parra¹, Oscar Valdemar De la Torre Torres^{2*},
María Isabel Martínez Torre-Enciso³

¹Fundación Coppel, México

²Universidad Michoacana de San Nicolás de Hidalgo, México

³Universidad Autónoma de Madrid, España

Recibido el 19 de julio de 2022; aceptado el 20 de septiembre de 2022

Disponible en Internet el: 21 de septiembre de 2022

Resumen

En el presente trabajo se revisa el beneficio que tiene el hecho de que exista una mayor participación de la mujer tanto en consejo de administración como en la alta dirección de las empresas que cotizan en la bolsa mexicana de valores. Se realizaron modelos de regresión, con datos panel anuales del año 2011 al 2020 (midiendo por partes el efecto de la pandemia por COVID-19), para estimar la relación participación de la mujer-rentabilidad. Esto se hizo con información histórica de las empresas cuyas acciones son o han sido miembro del índice de precios y cotizaciones (IPC), utilizando las variables rentabilidad (ROE), calificación ESG, calificaciones por pilares de ESG, el porcentaje de mujeres en el consejo de administración y el porcentaje de mujeres en la alta dirección. Los resultados muestran que existe una relación positiva y significativa de la rentabilidad con la calificación de gobierno corporativo y la

* Autor para correspondencia

Correo electrónico: oscar.delatorre.torres@umich.mx (Oscar V. De la Torre Torres).

La revisión por pares es responsabilidad de la Universidad Nacional Autónoma de México.

<http://dx.doi.org/10.22201/fca.24488410e.2022.4813>

0186- 1042/© 2019 Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Contaduría y Administración. Este es un artículo Open Access bajo la licencia CC BY-NC-SA (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>)

participación de la mujer en la alta dirección. Por cada 1% adicional de participación de mujeres en la alta dirección, se incrementa el ROE en un 0.27%.

Código JEL: G10; G11; J16; J24

Palabras clave: inversión socialmente responsable; participación de la mujer en la empresa; Bolsa Mexicana de Valores; rentabilidad; ESG

Abstract

In the present paper, we test the benefit of a higher presence of women on the board of directors or the senior management in Mexican exchange-traded companies. To perform our tests, we used panel data regressions with data from 2011 to 2019 (measuring the impact of the COVID-19 pandemics). We used the historic profitability (ROE), the general and pillar ESG scores, and the percentages of women in senior management and the board of directors. We found a positive and significant relationship between profitability and governance score and women's participation in senior management. We found that for each 1% increase in women's participation in senior management, the ROE increases by 0.27%.

JEL Code: G10; G11; J16; J24

Keywords: socially responsible investment; women inclusion in business; mexican stock exchange; ESG

Introducción

La responsabilidad social corporativa (RSC) es una práctica que ha cobrado interés al iniciar un debate entre las y los defensores de la relación de la empresa con sus partes relacionadas o Stakeholders. (Clarkson, 1995; E. Freeman, 1984; Post, Preston, y Sachs, 2002). Lo anterior con reconocidos promotores de los intereses exclusivos de las y los accionistas, como es el caso de Milton Friedman (2007).

Desde sus orígenes, las etapas por las que ha pasado la RSC son muy diferentes. Incluso el nacimiento de la RSC es controvertido. Para unos autores el concepto de RSC nace en la década de los años 1920, con la publicación de *La Filosofía de la Gestión* de Oliver Sheldon (2004), en donde se expone que las responsabilidades básicas de la gestión empresarial son sociales (Mozas-Moral y Puentes-Poyatos, 2010). Para otros autores, la obra “*Las Responsabilidades Sociales de los Empresarios*” de Howard R. Bowen (1953) es punto de partida por que menciona las obligaciones que los empresarios deberían cumplir respecto a los valores de la sociedad en la que ejercían su desempeño comercial. Esta obra es considerada el origen del concepto de RSC. La década de los años 1950 en Estados Unidos, presenta la RSC como acciones de carácter caritativo y donaciones económicas dentro de la estrategia de las empresas con el objetivo de influir en los stakeholders (Navarro, 2012; Truño y Rialph, 2007). En la década de 1960 se observa una evolución sobre la idea de que la RSC reconoce la existencia de una relación entre empresa

y sociedad, más allá de las meras obligaciones económicas de las empresas (Davis, 1960; Davis y Blomstrom, 1968; Frederick, 1960; McGuire J. W., 1963; Walton, 1867).

No es hasta la década de los ochenta, con estudios como los de Carroll (1983; 1979), Freeman (1984) o Wartick y Cochran (1985), cuando la investigación en RSC comienza a plantear teorías, modelos y términos alternativos como la responsabilidad pública, la sensibilidad social, la ética empresarial, la teoría de los stakeholders (Mozas-Moral y Puentes-Poyatos, 2010).

Teorías que se desarrollan en la década de 1990 cuando el estudio de la RSC se adentra en la teoría de los stakeholders con autores como Freeman (1984; 1994), Donaldson y Preston (1995), Mitchell, Agle y Wood (1997) o Rowley (1997).

Como resultado de la evolución de la RSC, se ha dado de manera paralela un proceso de evolución en la forma de pensar de las y los inversionistas con la denominada “inversión socialmente responsable” (ISR) o inversión ESG (siglas en inglés de ambiental, social y gobierno corporativo, los 3 pilares de la RSC). Se trata de una interesante evolución, con antecedentes en preceptos religiosos y morales, tal como lo narran Derwall et. al. (2011).

Acontecimientos como la guerra de Vietnam y otras guerras, desastres ambientales de todo tipo, escándalos financieros por fallos de gobierno corporativo, o acontecimientos sociales como las revueltas sociales, corrientes migratorias o la creciente concienciación sobre la inequidad hacia las mujeres, han sido factores que han motivado la evolución práctica y conceptual de la ISR. Es precisamente este último aspecto de esta evolución (reducir la inequidad hacia las mujeres) la base teórica o leitmotiv del presente trabajo. El objetivo en el mismo es demostrar y cuantificar el beneficio que representa, en términos de rentabilidad, el que hecho de que haya altos niveles de equidad de género en la alta dirección y el consejo de administración (CA) de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV).

Llegados a este punto, es importante señalar que el término inversión socialmente responsable, inversión ESG o términos afines en la literatura, se tomarán como sinónimos (Eccles y Viviers, 2011).

Los niveles de cumplimiento y desarrollo de la ISR pueden ser estudiados e incluso cuantificados mediante indicadores, calificaciones o scores que empresas evaluación externas realizan en la empresa de interés. La metodología de calificación más común en los mercados financieros es la que cuantifica el nivel de cumplimiento de la responsabilidad social en tres dimensiones: el impacto ambiental, el impacto social y la calidad del gobierno corporativo. Esta metodología es comúnmente conocida como ESG por las siglas, en inglés, de cada pilar: Environmental, Social and Governance (ESG) o ASG (ambiental, social y gobierno corporativo).

Ejemplos de estas empresas externas son Standard & Poors Dow Jones Indices con Robbeco-Sam, MSCI ESG índices con KLD o Refinitiv (2019a). Esta última fue antes la división de información

financiera de Thomson-Reuters (Thomson-Reuters, 2019) y será el contexto cuantitativo de valuación de la RSC en el presente trabajo.

La razón principal de esta elección se encuentra en que es de libre acceso a las usuarias y usuarios del servicio Eikon (Refinitiv, 2021), antes Thomson-Reuters. Escrig-Olmedo et. al. (2019), sugieren que esta metodología tiene algunas limitaciones en la representatividad de la medición de la ESG. A pesar de ello, observan que es la metodología que más compañías estudia a nivel mundial y la que mayor acceso tiene al proceso de toma de decisiones de inversión en carteras de valores ESG.

Dentro de la dimensión de gobierno corporativo (G o governance) de Refinitiv, se miden tres dimensiones que agrupan 123 ítems o indicadores que las y los analistas de Refinitiv miden en cada empresa. Estas son la calificación o score de la calidad en la administración (management), la calificación de la relación con los accionistas y el score de la estrategia de RSC implementada desde la alta dirección.

De estas tres dimensiones, la primera el score de la calidad en la administración (management), es precisamente uno de los focos de interés por que incluye el indicador del porcentaje del número de mujeres que forman parte del CA de la empresa. Por otro lado, el pilar social se comprende, en parte, del porcentaje de mujeres que son gerentes o altas directivas dentro de la estructura organizacional. Este ítem pertenece a la dimensión de calidad y condiciones laborales.

Dada la creciente (e imperiosa) atención al importante rol de la mujer en la empresa y la sociedad en general, se plantea la interrogante de medir si existe una relación positiva entre la rentabilidad de la empresa y el hecho de contar con un porcentaje mayor de mujeres en el CA y en la alta dirección. La posición en el presente trabajo es que existe tal relación y que la presencia de más mujeres en el CA y/o la alta dirección lleva a una empresa a ser no solo más incluyente, sino también más rentable.

El punto de partida teórico para el estudio de este trabajo son las críticas que hace Friedman (2007) a la RSC, en relación al impacto negativo de la misma en la rentabilidad. De manera complementaria, el presente trabajo se posiciona en una situación teórica contraria a las revisiones que han mostrado el potencial mal desempeño que las acciones ISR podrían tener, en comparación con acciones “pecaminosas” o “no ESG” (Hong y Kacperczyk, 2009).

Dada la posición a favor de tener una mayor equidad de género en la alta dirección y en el CA de las empresas, se presenta la siguiente hipótesis de trabajo:

“La rentabilidad de las empresas que cotizan en la BMV es mayor si estas tienen una mayor inclusión de la mujer en su CA y en sus niveles directivos más altos.”

Las implicaciones prácticas de los resultados de estas pruebas son que inversionistas particulares o institucionales pueden dar preferencia a invertir su cartera en acciones de empresas con altos estándares de inclusión de género y realizar una forma de activismo en las mismas. Esto al motivar una verdadera inclusión de la mujer en los roles directivos de las empresas en las que invierten.

La razón de probar la hipótesis previa radica en la necesidad de demostrar los beneficios de una mayor participación de la mujer en los diferentes ámbitos directivos y operativos de las empresas. Hoy en día es un deseo ampliamente extendido el que exista una mayor inclusión de mujeres en las actividades productivas. A este deseo, se suma una necesidad económica de abrir espacios profesionales a mujeres. Esto debido a que en términos de toma de decisiones como en términos de consumo, las mujeres juegan un papel importante en términos de consumo y demanda agregada. Es decir, la capacidad intelectual de las mujeres puede sumar bastante al capital humano de las empresas y Economías para que estas sean más productivas y rentables y, si las mujeres tienen acceso a mayores niveles de consumo, la demanda agregada en una Economía será mayor y más sostenida al ser un número mayor de agentes económicos participando activamente en la actividad productiva.

Partiendo de este razonamiento lógico y económico, de los dos beneficios económicos e una mayor participación de la mujer en la vida productiva previamente citados, el presente artículo pretende dar luz de los beneficios del primero: una mayor productividad (medida en términos de rentabilidad) en las empresas, siendo el caso particular u objeto de estudio las empresas mexicanas que tienen acciones cotizando en la BMV.

Para demostrar la hipótesis de trabajo, se utilizarán los indicadores de participación (porcentaje) de la mujer en el consejo de administración, así como el porcentaje de mujeres que tienen el cargo de subdirectoras, directoras, directoras generales adjuntas o directoras generales. Es decir, el porcentaje de mujeres, del total de estas dos áreas, que participan con tales cargos en las empresas objeto de estudio (favor de referirse al Anexo para conocer el universo).

Estos indicadores se extrajeron de los resultados de la metodología de calificaciones ESG de Refinitiv (2019b). En esta metodología se miden alrededor de 400 ítems o indicadores que, a su vez se agrupan en dimensiones, dentro de cada uno de los tres pilares ESG. De todos estos ítems, en el pilar social y de gobierno corporativo hay ítems dedicados a medir la participación de la mujer, así como prestaciones o políticas de recursos humanos que fomentan una mayor participación de mujeres o un mejor ambiente laboral y de desarrollo profesional para ellas. De todos estos ítems, interesan estos dos ya que, de todos ellos, miden de manera concreta la participación de mujeres en estos dos niveles vitales para la toma de decisiones en la empresa. Algunos otros indicadores de interés como el porcentaje de mujeres en las contrataciones, así como el porcentaje total de las mujeres en todas las áreas de la empresa fueron excluidos del presente trabajo. Esto se hizo así por dos razones. La primera es que el porcentaje de mujeres, del total de contrataciones, es un indicador muy volátil ya que puede haber años en los que la empresa no expanda sus operaciones. La segunda razón es que el indicador del porcentaje total de mujeres en la empresa incluye otras áreas operativas que no están desglosadas con puntualidad como los porcentajes de

mujeres en la alta dirección o el CA. Es decir, el desglose de los niveles más operativos no se detalla o mide por parte de Refinitiv.

Una vez establecidas las motivaciones teóricas y prácticas del trabajo, el mismo se estructura como sigue: en la siguiente sección se hace una sucinta pero puntual revisión de literatura que motiva el presente trabajo. En la tercera, se describe el origen y procesamiento de datos y se revisan los resultados de las pruebas. En la última sección se presentan las conclusiones y recomendaciones para futuros trabajos de investigación.

Revisión de literatura que motiva el presente trabajo

En este apartado se realiza una revisión general de la literatura que, en materia de ISR, da fundamento al hecho de que no existen trabajos previos (en México u otros países) que revisen la relación entre el nivel de rentabilidad de las empresas que cotizan en la BMV con una mayor inclusión de la mujer en su CA y en sus niveles directivos más altos.

Como punto de partida, se revisará la literatura primigenia que mide los beneficios de la rentabilidad de la ISR vs. la no ISR (o estrategias convencionales de inversión). De manera complementaria, se revisan los trabajos que miden la relación rentabilidad-score de ESG y se estudiará la literatura específica sobre ISR en México. Finalmente se vinculará la revisión anterior con el objetivo del trabajo, el cual es medir el beneficio de una mayor equidad de género (mayor inclusión de la mujer) en el CA y/o en los altos niveles directivos de las empresas objeto de estudio.

Los primeros trabajos que estudiaron la rentabilidad de la ISR fueron los de Statman (2000), Schröder (2004, 2007), Consolandi et. al. (2008) y Capelle-Blancard y Coudec (2009). Estos trabajos encuentran evidencia a favor del desempeño de acciones y carteras de fondos de ISR, en comparación al desempeño y resultados observado en carteras convencionales compuestas de acciones ISR y no ISR. Otros trabajos posteriores, como los de Cornell y Damodaran, A. (2020), La Torre et al. (2020), Cornell (2021), Gyönyörová, Stachoň y Stašek (2021) o Yoo y Managi (2022), también inciden en este aspecto. El hallazgo de estas evidencias positivas respecto a la rentabilidad de carteras ESG, ha desencadenado un debate general en relación del beneficio, para las y los inversionistas, en términos de su rentabilidad de este tipo de inversiones. Algunos autores como Hong y Kacpersyk (2009), Naffa y Fain (2022) o Yoo y Managi, S. (2022), presentan evidencias en contra de la ISR, demostrando que es preferible invertir en empresas con altos impactos sociales o ambientales considerados negativos. Otros autores (Przychodzen, Gómez-Bezares, Przychodzen, y Larreina, 2016) demuestran que la rentabilidad en el desempeño de las acciones de empresas con alto estándar de RSC se debe prioritariamente a una situación conductista por parte de las y los gestores de fondos o carteras. Esto es, el precio de las acciones sube por que se incrementa

su demanda y esta lo hace porque las y los gestores de dichos fondos desean verse poco afectadas o afectados al mal desempeño de su inversión por controversias ambientales, sociales o de gobierno corporativo (Barko, Cremers, y Renneboog, 2021). Lo anterior llevó a Derwall, Koedjik y Terg Horst (2011) a realizar uno de los estudios más detallados sobre la literatura de la ISR. Dentro de sus conclusiones y pruebas empíricas está el demostrar la existencia de dos teorías que modelan la elección racional de las y los inversores que practican la ISR:

1. La Teoría de las acciones desechadas. Esta teoría sugiere que la demanda de acciones con altos estándares de RSC se debe al deseo de las y los inversionistas por ser más responsables en su inversión. Razón de esto, es de esperar que el desempeño de las acciones de ISR suban de precio, impactando en su rentabilidad (financiera y de mercado). Esto último, como consecuencia de la mayor demanda de este tipo de acciones.
2. La Teoría de los errores en las expectativas. Esta teoría sugiere que la alta calidad en RSC no está contemplada en el precio de las acciones. De esta forma, se espera que la rentabilidad (financiera y de mercado) sea mayor en este tipo de empresas que en los casos en que su calidad de RSC es menor (esperamos nuestro trabajo haga heurística positiva a esta teoría al demostrar nuestra hipótesis de trabajo).

Estas dos teorías son complementarias entre sí, dado que buscan modelar el comportamiento racional de los inversores que practican la ISR. De forma más específica para la primera teoría, se espera que las y los inversores tengan una menor rentabilidad en su inversión, debido a que a los gestores nos les afecta preferir ser más responsables, sacrificando rentabilidad. El presente trabajo y su propuesta de activismo en las inversiones contempla sus resultados como una validación positiva de la misma. Esto porque es de esperarse que las empresas con mayor inclusión de género serán más rentables y, consecuentemente, más atractivas para inversionistas socialmente responsables.

Dentro de las posibles explicaciones que fundamentan la posición teórica del trabajo, está el hecho de que altos niveles de responsabilidad social implican beneficios mayores por cuatro fuentes (Bauer et al., 2021; Chittoor, Kale, y Puranam, 2015; Derwall et al., 2011; Döttling y Kim, 2022; Koijen et al., 2020):

1. Reducción de costes de agencia que conducen a mejores condiciones de financiamiento y operación.
2. Aumento en la eficiencia informacional dentro y fuera de la empresa.
3. Una reducción de riesgos legales, de reputación y mejora en el nivel de ventas.
4. Mejores condiciones de producción y ambiente de trabajo.

Como se podrá apreciar, una mayor presencia de mujeres en el CA o la alta dirección puede ser una potencial causa de que existan mejores condiciones laborales y de producción. A pesar de nuestra

conjetura, la existencia de este factor como la potencial causa de esta relación positiva sale de la óptica del presente trabajo. El objetivo en el mismo es solamente determinar si existe una relación positiva entre una mayor presencia de mujeres en el CA o la alta dirección con la rentabilidad.

Algunos de los trabajos que estudian la relación entre rentabilidad y nivel de calificación ESG son los de Galbreath (2013) para el caso australiano, Lee, Cin y Lee (2016) para el caso coreano, Crifo, Diaye y Pekovic (2016) para Francia, Signori, San-Jose, Retolaza y Rusconi (2021) para Europa o Dalal y Thaker (2019) para la India. Estos trabajos encuentran evidencia empírica a favor de la relación positiva entre el nivel de calificación ESG y la rentabilidad en las empresas que cotizan en bolsa en los mismos. De manera análoga con estudios en un conjunto variado de empresas públicas de diferentes países de Norte América, Asia y Europa, encontramos los trabajos de Sethi, Martell y Demir (2017), de Xie et. al. (2019), Azmi, Hassan, Houston, y Karim (2021) para las economías emergentes o para el ámbito global Gibson Brandon, Krueger y Schmidt (2021). De manera similar a los trabajos anteriores, estos encuentran evidencia de una relación positiva del nivel de calificación ESG con la rentabilidad. Para el caso de Estados Unidos, los trabajos de Blasi, Caporin y Fontino (2018), Brogi y Lagasio (2019), Lisin et al. (2022) son algunos de los más recientes en medir esta relación con resultados positivos en la misma.

Todos estos artículos investigan y demuestran la relación positiva entre la calificación general de ESG (o sus tres pilares con la rentabilidad). Como característica de la mayoría de estos trabajos, la rentabilidad la miden por medio de la razón del retorno o rentabilidad del capital (ROE por sus siglas en inglés), el retorno o rentabilidad de los activos (ROA) y la relación precio/valor en libros (PVL). Dado que el incorporar la PVL es una métrica de desempeño que incorpora el precio de mercado de una acción (su demanda) no se esturirá la misma en el presente trabajo. La razón para no seguir esta línea de estudio está en que la valoración del precio de una acción requiere de otros factores como son la exposición al riesgo sistemático (Sharpe, 1963, 1964), la exposición a otro tipo de factores de riesgo como son el tamaño de la firma y su valor (Fama y French, 1992) o incluso otros factores de riesgo como el momentum o movimiento inercial del precio en el mercado (Carhart, 1997).

En el caso del presente artículo, el objetivo es establecer una relación entre los beneficios de una mayor inclusión de las mujeres en los Consejos de Administración y la alta dirección con la rentabilidad, y para ello se utilizará el retorno o rentabilidad del capital (ROE). La razón fundamental de elegir el retorno o rentabilidad del capital (ROE) es debido a que esta medida es resultado de las decisiones tomadas por el CA y de la gestión de la alta dirección. De manera complementaria, contempla la rentabilidad en función de la situación del capital actual de la empresa. Utilizando éste ratio o razón, la evaluación no se hace en base a dicho capital más las expectativas de flujo netos de efectivo de la empresa, flujos que se asume están descontados en el precio de mercado de la acción. Como la evaluación de mercado considera el valor fundamental de la empresa (su flujo neto de efectivo generado y la

correspondiente rentabilidad), así como las expectativas futuras, se utilizará el ROE para expresar el concepto de rentabilidad como un resultado de la propia gestión administrativa y operativa. Además, en periodos de crisis o mal desempeño de los mercados, determinadas empresas ven a la baja su precio por una situación sistemática del mercado y no por una situación propia de la empresa y su entorno de negocio. Dicho esto, se considera que el ROE es una primera aproximación para medir la rentabilidad sólo en términos de la gestión en la empresa, libre de cuestiones conductistas en los mercados financieros.

Dentro de los trabajos que miden la relación ROE, ROA o PVL con el nivel de responsabilidad social en México, se encuentran los trabajos de Alonso-Almeida et al. (2009), García-Santos y Zavaleta-Vázquez (2019), Godínez-Reyes et al. (2021), Miranda-Pegueros y López-Castro (2021) y Godínez-Reyes et al. (2022). Ambos estudios concluyen respecto a una relación positiva entre estas dos variables, así como otras variables económicas y financieras como el crecimiento económico, el tamaño de la empresa o el riesgo de mercado.

Todos los trabajos previos motivan el presente por el hecho de que relacionan la calidad de las prácticas de la RSC (su score de ESG) con la rentabilidad o buen desempeño del precio de mercado de la empresa. Sin embargo, la literatura que estudia la relación entre la rentabilidad de la empresa y la presencia de la mujer en la alta dirección es relativamente nueva. Como estudios recientes especialmente relevantes se pueden citar tres. En primer lugar, el de Provasi y Harasheh (2021) que analiza la relación entre diversidad de género y la rentabilidad empresarial haciendo hincapié en la sostenibilidad de la empresa. En segundo lugar, el de Ozdemir et al. (2021) quienes examinan el efecto moderador de la diversidad en el CA en la compleja relación entre el desempeño de la responsabilidad social corporativa-ESG y el desempeño financiero. Las hipótesis del estudio las prueban mediante una regresión de efectos fijos utilizando datos de una muestra internacional de 1,234 empresas y 5,102 observaciones de empresa-año para el período 2009-2013. El estudio encuentra evidencia de que el desempeño de la RSE y el desempeño financiero están relacionados positivamente, y la magnitud de esta relación depende del nivel de diversidad del CA. El estudio también revela que los factores de diversidad de raza y edad tienen un efecto moderador independiente en esta relación. En tercer lugar, el de Buallay et al. (2022) que utilizan datos de 2,116 bancos que cotizan en bolsa durante un período de 10 años (2007-2016), para estudiar la relación entre la diversidad de género en los Consejos de Administración y la presentación de informes de sostenibilidad. Un modelo de regresión corrobora parcialmente la diversidad de género en los Consejos como un factor causal de la divulgación del gobierno corporativo en la medida en que, cuando las mujeres en el Consejo representan entre el 22% y el 50% del directorio, se produce un efecto positivo significativo en el nivel de divulgación de ESG.

De los trabajos más representativos a nivel internacional, también se pueden citar el de Dewally, Flaherty y Tomasi (2017) quienes miden la influencia del tamaño de la empresa, el nivel educativo y

preceptos religiosos en la inclusión de mujeres en la alta dirección de empresas de los Estados Unidos. Con datos de la oficina de censos de dicho país, así como de Riskmetrics, los autores midieron la influencia que el nivel educativo y el nivel de religiosidad en cada Estado de la Unión Americana tiene en la equidad de género. Esto en una muestra de 1,630 empresas con datos de 1998 a 2008. Al aplicar diversas técnicas estadísticas como regresiones logísticas, las autoras y el autor encontraron que la participación de la mujer en el CA se da solo con el incremento en el número de puestos en el CA. Por otro lado, Estados que tienen un nivel de religiosidad alto son propensos a tener empresas con menos mujeres en el CA, mientras que estados con un alto nivel educativo tienen una influencia positiva en el nivel de inclusión de mujeres en la misma.

En una perspectiva similar a este artículo, y en especial en el tipo de objeto de estudio, se tiene el trabajo de Huang, Diehl y Paterlini (2019) quienes estudian las empresas miembro del índice alemán DAX 30 en un periodo del año 2010 al 2015. En su estudio, las autoras encuentran que la presencia de hombres en Consejos de Administración múltiples o con comisiones diversas tiende a reducir la presencia de la mujer en los mismos. De manera análoga, encuentran que una mayor presencia de la mujer en este tipo de Consejos de Administración incentiva la presencia de más mujeres en dichas posiciones. A pesar de lo anterior, la imposición de requerimientos legales para una mayor inclusión de la mujer en los Consejos de Administración en Alemania en el año 2016 favoreció la citada inclusión.

En una perspectiva similar a la del presente artículo, el de Comi et. al. (2020) mide la relación entre la equidad de género (presencia de la mujer en la alta dirección) y la rentabilidad en empresas públicas españolas, italianas y francesas. Al solo encontrar una relación estadísticamente significativa en el caso de las empresas italianas, las autoras encontraron, con datos del tipo de estructura de los Consejos de Administración, que las políticas de inclusión de género en Italia tuvieron un efecto benéfico en la participación de la mujer en las empresas italianas estudiadas y en su correspondiente rentabilidad.

Por último, no se deja de citar el trabajo de Gutierrez, Fuentes y Ariza (2014). Este trabajo es el que más se aproxima al nuestro en el caso mexicano. En el mismo las autoras y el autor midieron el nivel de desempeño de pequeñas empresas dirigidas por mujeres y notaron una relación positiva y significativa entre el desempeño y el hecho de que las empresas estudiadas sean dirigidas por mujeres.

Tras esta exposición de referencias, el presente trabajo busca extender los artículos citados en estudiar el beneficio que tiene la presencia de mujeres en el CA o la alta dirección en el desempeño o rendimiento financiero de empresas mexicanas que son o han sido miembro del índice de precios y cotizaciones (IPC) de la BMV.

Una vez establecido el fundamento teórico y la necesidad de las pruebas a realizar en este estudio, se procederá a describir el método de adquisición y procesamiento de datos para las pruebas a realizar.

Metodología

Origen y procesamiento de datos para el análisis

Con lo previamente descrito, y dada la metodología de cálculo de la calificación ESG de Refinitiv (2019a), realizaremos las regresiones con datos panel descritas en la Tabla 1.

El objetivo es medir, de manera agregada, el impacto de la calificación ESG en la rentabilidad, así como los valores desglosados de cada pilar y de los indicadores del porcentaje de mujeres en el CA y el porcentaje de mujeres en puestos de alta dirección. Un enfoque tipo “De arriba hacia abajo” o “top-down” desde un nivel general o agregado, a uno particular en los dos indicadores de interés: porcentaje de mujeres en el CA y el porcentaje de mujeres en puestos de alta dirección.

Tabla 1
 Los modelos de regresión y códigos de variables de las regresiones realizadas en el análisis.

Variable	Regresión 1	Regresión 2	Regresión 3	Regresión 4
Retorno sobre el capital	ROE (dependiente)	ROE (dependiente)	ROE (dependiente)	ROE (dependiente)
Calificación ESG	ESG			
Calificación de Pilar Ambiental		EnvScore	EnvScore	EnvScore
Calificación de Pilar Social		SocScore		
Calificación de Pilar Gobierno Corporativo		GovScore		
Porcentaje de mujeres en el CA			MujerMesaDir	
Porcentaje de mujeres en puestos de alta dirección				MujerTopDir
Regresión 5	Regresión 6	Regresión 7	Regresión 8	
ROE (dependiente)	ROE (dependiente)	ROE (dependiente)	ROE (dependiente)	
EnvScore				
MujerMesaDir	MujerMesaDir		MujerMesaDir	
MujerTopDir		MujerTopDir	MujerTopDir	

Fuente: Elaboración propia.

Los datos del retorno o rendimiento sobre el capital (ROE), las calificaciones de ESG y el porcentaje de participación de las mujeres en la alta dirección o consejo directivo se obtuvieron de las bases de datos de Refinitiv (2021). Estos se extrajeron para las empresas que, desde el año 1994 a abril

del año 2022, han tenido o tienen acciones cotizando como miembro del IPC y se encuentran activas en su cotización.

Para el caso específico del ROE, Refinitiv calcula el mismo al dividir la utilidad neta del periodo (año) entre el valor del capital social de las acciones comunes con libre circulación. El valor de este indicador se expresa en porcentaje (10.5 equivale a 10.5%).

Tanto los valores históricos del ROE como el valor de las variables mencionadas en la Tabla 1, se extrajeron para cada empresa en dos periodos. El primero del año 2011 al año 2019 y, el segundo del año 2011 al 2021. Ese es el año con el registro más reciente que se tiene en las bases de datos de Refinitiv. Los valores del año 2022 se publicarán en el 2023.

Esta separación de periodos se hizo así para incorporar el efecto negativo que tuvieron los años 2020 y 2021 en la rentabilidad en la mayoría de las empresas en México y el mundo. Esto fue así debido al confinamiento sanitario y caída del crecimiento económico resultantes de la pandemia de COVID-19 en el año 2020 y su consecuente periodo de recuperación en los años 2021 a la fecha de redactar este artículo.

De la muestra se excluyeron aquellas empresas que no contasen con al menos 4 años de información de ROE o calificaciones de ESG. Decidimos establecer este umbral para garantizar una variabilidad, dentro de la misma unidad de estudio o empresa, aceptable. Esto llevó a elaborar un panel balanceado con las 43 empresas que se exponen en el Anexo , el cual tiene de 4 a 9 años de datos históricos para el periodo 2011-2009 y de 4 a 11 años para el periodo 2011-2021. Esto da un panel con 354 observaciones en total al 2021.

Los indicadores de porcentaje de mujeres en el CA (MujerMesaDir) y de mujeres en puestos gerenciales o directivos (MujerTopDir) son porcentajes que se miden directamente de la información publicada por la empresa.

En los dos paneles de datos previamente descritos se corrieron las ocho regresiones del panel inferior de la Tabla 1. Para poder realizar estas regresiones, primero se corrió una regresión con el método de pool de datos. Posteriormente, se corrió la regresión con efectos fijos (con efecto dentro de grupos o unidades de estudio) y, posteriormente, un modelo de efectos aleatorios con el método de estimación de Baltagi y Chang (1994). Este método se considera una extensión más adecuada para el de Swamy-Arora (1972) en el caso de estimaciones de regresiones de datos panel no balanceados.

Como se puede apreciar en la Tabla 1, en las regresiones en que uno o los dos indicadores de participación en la mujer eran incluidos en la ecuación de regresión, se excluyeron las calificaciones del pilar social y de gobierno corporativo. Esto porque el indicador de participación de la mujer en el consejo directivo pertenece al pilar de gobierno corporativo (Gob) y el porcentaje de mujeres en la alta dirección al social (Soc). Esta exclusión de los pilares de gobierno corporativo y social que se hizo en las citadas

regresiones fue para evitar la potencial presencia de multicolinealidad. Para reducir la potencial presencia de heteroscedasticidad y correlación serial en los residuales, se utilizó el método de estimación robusta de Newey-West (1987) en los errores estándar de los coeficientes.

Una vez que hemos revisado el método de procesamiento de datos y el proceso de análisis con regresiones de datos panel, procedemos a presentar la revisión de los resultados de nuestras estimaciones.

Revisión de resultados

Como primer punto de partida, se presenta, en la Tabla 2, un resumen estadístico de las variables estudiadas en el modelo. Esto se hace sin distinguir la empresa o año de la que es medida. Como datos relevantes, se puede apreciar que la rentabilidad promedio de las empresas estudiadas (del año 2011 al 2021) es de 14.49%, con una desviación estándar de 16.71%. La calificación de ESG promedio es de 47.86%, la participación promedio de la mujer en el CA es de solamente 8.97%, de las cuales solamente Walmart y Banco Santander tienen una participación cercana al 27%. Por otro lado, la participación de la mujer en altas posiciones directivas es de solo es 6.32% promedio, siendo el valor más alto al 75% de percentil de 10.4%. Esto sugiere la enorme área de oportunidad que tiene este segmento de empresas en términos de inclusión de género.

Tabla 2
Resumen estadístico de las variables del análisis

Parámetro	Media	Desviación estándar	Percentil 25%	Percentil 75%
ROE	14.490	16.713	8.372	18.387
ESG	47.869	24.238	27.555	65.470
Amb	43.837	29.092	17.024	67.288
Soc	48.144	27.683	20.754	68.788
Gob	50.738	23.667	33.085	71.781
MujerMesaDir	8.974	9.446	0.000	13.561
MujerTopDir	6.324	7.523	0	10.4

Fuente: Elaboración propia con datos de Refinitiv (2021).

En la Tabla 3 se presenta un resumen de las pruebas F y de Hausman para los ocho modelos de regresión corridos con los tres métodos de estimación previamente descritos con resultados diferenciados a los dos periodos de estudio (al 2019 y al 2021).

Como se puede apreciar, se rechaza la hipótesis nula de utilizar un pool de regresión en las ocho regresiones a niveles de significancia de 10%, 5% y 1%. Las pruebas de Hausman nos llevan a concluir que, tanto en el panel a 2019 como a 2021, se acepta la hipótesis nula de consistencia entre el modelo de

efectos aleatorios vs. el de efectos fijos. Razón por la que se utiliza el primero (efectos aleatorios) en nuestro análisis.

Tabla 3
Pruebas de efectos de los modelos de regresión con datos panel no balanceado corridos para el análisis

Regresión	Con datos a 2019		Con datos a 2021	
	P-value de Prueba F	P-value de prueba Hausman	P-value de Prueba F	P-value de prueba Hausman
Regresión 1	0.0000	0.4730	0.0000	0.3651
Regresión 2	0.0000	0.3200	0.0000	0.3281
Regresión 3	0.0000	0.1654	0.0000	0.1350
Regresión 4	0.0000	0.2096	0.0000	0.1046
Regresión 5	0.0000	0.3741	0.0000	0.2326
Regresión 6	0.0000	0.8819	0.0000	0.9803
Regresión 7	0.0000	0.5953	0.0000	0.3896
Regresión 8	0.0000	0.7187	0.0000	0.6508

Fuente: Elaboración propia con datos de las regresiones realizadas y de Refinitiv (2021).

En la Tabla 4 se presentan los resultados de las regresiones del modelo de efectos aleatorios para el panel no balanceado con datos hasta el año 2019 y, en la Tabla 5, se hace lo propio pero con datos hasta el 2021. En ambas tablas se puede apreciar que las conclusiones a las que se llegan no cambian drásticamente del año 2019 al 2021.

Como primer resultado, se aprecia en ambas tablas que la relación entre la calificación global de responsabilidad social (ESG) y la rentabilidad es no significativa. Razón por la que no se puede aceptar como válida esta relación. Esta conclusión es una que va en contra de los resultados previos de trabajos como los de Godínez-Reyes et al. (2021) y Godínez-Reyes et al. (2022) quienes encuentran una relación significativa entre esta calificación y el nivel de eficiencia o productividad relativa en las empresas mexicanas (que cotizan en bolsa) de su muestra.

Al desglosar la calificación ESG en sus 3 pilares (regresión 2), se aprecia que el pilar de gobierno corporativo es el único que tiene una relación estadística significativa. Se aprecia que, por cada punto adicional que una empresa mejora en su calificación de gobierno corporativo, su rentabilidad se incrementa en 0.135%. Si determinada empresa en México mejora 10 o 20 puntos la calificación en este pilar, es de esperar una mejora en los beneficios del orden de 1.35% y 2.7% respectivamente. Este resultado se sugiere debido a las mejores prácticas de rendición de cuentas que lleva la empresa, incluyendo una mejora en el perfil de equidad de género en su CA.

Tabla 4
 Regresión con datos de panel no balanceado al 2019

	Variable dependiente: ROE							
	Regresión							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Constante (Alpha)	14.915*** (1.904)	12.280*** (2.166)	15.391*** (1.516)	14.674*** (1.659)	14.213*** (1.645)	14.036*** (1.092)	13.360*** (1.185)	12.873*** (1.251)
ESG	0.0003 (0.034)							
Amb		-0.056 (0.072)	-0.042 (0.031)	-0.033 (0.025)	-0.042 (0.031)			
Gob		0.135*** (0.050)						
Soc		-0.042 (0.074)						
MujerMesaDir			0.149 (0.104)		0.105 (0.110)	0.105 (0.083)		0.063 (0.090)
MujerTopDir				0.280* (0.165)	0.266 (0.171)		0.275* (0.161)	0.267 (0.171)
n	258	258	258	258	258	258	258	258
R ²	0.0001	0.021	0.004	0.016	0.018	0.001	0.014	0.014
R ² -ajustado	-0.004	0.009	-0.004	0.008	0.006	-0.003	0.010	0.007
Estadístico F	0.00003	5.933	1.405	4.599	5.047	0.503	4.015**	4.177

Fuente: Elaboración propia con datos de las regresiones realizadas y de Refinitiv (2021).

Cuando se desglosa (suprimen) las calificaciones de los pilares social y de gobierno corporativo para sustituir el resultado particular de la inclusión de la mujer en el CA (MujerMesaDir) y en puestos de alta dirección (MujerTopDir), se aprecia que solo la participación de la mujer en altos puestos directivos es significativa y positiva al 10% de significancia (regresión 8).

Tabla 5
 Regresión con datos de panel no balanceado al 2021

	Variable dependiente: ROE							
	Regresión							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Constante (Alpha)	14.113*** (1.592)	12.342*** (1.814)	15.184*** (1.300)	13.591*** (1.360)	14.036*** (1.367)	14.890*** (1.010)	12.407*** (0.962)	13.609*** (1.148)
ESG	-0.006 (0.031)							
Amb		-0.035 (0.061)	-0.010 (0.025)	-0.029 (0.021)	-0.014 (0.025)			
Gob		0.093** (0.043)						
Soc		-0.033 (0.064)						
MujerMesaDir			-0.116 (0.112)		-0.144 (0.107)	-0.130 (0.096)		-0.163* (0.092)
MujerTopDir				0.237* (0.140)	0.252* (0.135)		0.229* (0.138)	0.250* (0.135)
n	354	354	354	354	354	354	354	354
R ²	0.0001	0.004	0.001	0.006	0.010	0.001	0.005	0.010
R ² -ajustado	-0.003	-0.005	-0.005	0.001	0.001	-0.002	0.002	0.004
Estadístico F	0.015	2.776	1.002	3.505	4.615	1.016	3.021*	4.592

Fuente: Elaboración propia con datos de las regresiones realizadas y de Refinitiv (2021).

Un resultado interesante de observar es que, en el caso de las empresas más grandes y de mayor operatividad bursátil en México, la participación de la mujer en la alta dirección es fundamental para mejorar la rentabilidad. Por cada 1% que incrementa la participación de la misma, la rentabilidad medida por el ROE se incrementa en 0.25%. Por tanto, con una mejora de 10% o 20% (mejora marginal), la rentabilidad de estas empresas mejoraría, en promedio, 2.5% o 5% respectivamente. Esto es, si las 43 empresas estudiadas o afines, incrementasen su participación media de la mujer en altos puestos directivos de 6.32% a 16.32% o 26.32%, su rentabilidad mejoraría en dichos porcentajes (2.5% o 5% respectivamente). Por otro lado, si se lograra una meta de mínimo 50% de participación de la mujer en estos puestos, es de esperarse que la rentabilidad promedio en las empresas estudiadas mejore en un

10.92%, *ceteris paribus*. Para el caso del porcentaje de participación de la mujer en el CA, se aprecia que, con datos al año 2019, no existe relación significativa alguna. Sin embargo, con datos al año 2021, la relación se vuelve significativa y negativa al 10%. Es importante señalar que este resultado se presenta solo cuando esta variable es incluida junto con la participación de la mujer en cargos directivos. Esta situación se sugiere puede ser un efecto a nivel muestral y requiere una revisión cualitativa e incluso histórica que sale de la óptica del presente trabajo. Una potencial explicación (meramente preliminar) puede ser resultado de la situación extremadamente atípica que implicó el confinamiento global de la pandemia del COVID-19 en 2020 y su consecuente proceso de recuperación en el año 2021 y a la fecha de escribir estas líneas.

Como se puede apreciar en los resultados se cumple parcialmente nuestra hipótesis de trabajo. Para el caso de las empresas mexicanas y tomando como partida la muestra de las 43 empresas más grandes en capitalización y negociación en la BMV no existe relación estadística entre la rentabilidad y la participación de la mujer en el CA. Sin embargo, sí existe una relación positiva y significativa entre la rentabilidad y la participación de la mujer en altos puestos directivos.

Conclusiones

Tanto el nivel de responsabilidad social corporativa como la inclusión de la mujer en los consejos de administración y la alta dirección de la empresa, son acciones que han cobrado un interés en el quehacer y “deber ser” de la empresa hoy en día. Dada la necesidad imperiosa de generar más espacios para la mujer en estos niveles, así como del adecuado impacto social, ambiental y de gobierno corporativo que debe tener la misma, enfocamos nuestros esfuerzos a medir el beneficio que tiene en la rentabilidad el dar una mayor participación de la mujer tanto en los Consejo de Administración (CA) como en los niveles directivos y gerenciales más altos.

La tendencia actual en muchos países desarrollados es imponer cuotas de participación de la mujer (cuotas de equidad de género) en las empresas, a efecto de reducir la discriminación y la brecha salarial entre mujeres y hombres. Por otro lado, dentro del deber ser del gobierno corporativo de cualquier empresa, se contempla lo propio.

En el caso de las empresas que cotizan en la BMV no existe normativa vigente que imponga la obligatoriedad de una mayor participación de la mujer tanto en los consejos de administración como en la alta dirección. Sin embargo, la inversión socialmente responsable (ISR) se enfoca a defender la posición de que es beneficioso y apropiado para las y los inversionistas el destinar sus recursos con calificaciones altas de responsabilidad social (score ESG). Dado esto, se han realizado múltiples estudios que miden el beneficio para las y los inversionistas al invertir en empresas con altas calificaciones ESG. Actualmente

las posiciones al respecto son, por un lado, que una empresa con alto score de ESG tiene un nivel de rentabilidad bajo, en comparación a sus pares con scores bajos. La posición contraria establece que o no existe relación estadística o esta es positiva.

En el caso de este artículo, se toma la posición relativa a un impacto positivo en la rentabilidad, dado el score de ESG. Sobre todo, se aboga por una mejora en la rentabilidad en la empresa, dada una mayor participación de la mujer en la misma.

Por otro lado, poco se ha escrito sobre la relación que existe entre el hecho de tener un número (porcentaje) grande de mujeres en el CA o la alta dirección con la rentabilidad de las empresas. En específico de las empresas mexicanas que cotizan en la BMV y cuyas acciones son o han sido miembro del índice de precios y cotizaciones (IPC) de la BMV.

Dado esto, se estimaron regresiones de datos panel con información de estas empresas. La variable dependiente fue la rentabilidad, medida con el retorno de la inversión (ROE), y las independientes la calificación de responsabilidad social general, las calificaciones por pilares, así como los porcentajes de participación de la mujer en el CA y en la alta dirección (que pertenecen al pilar de gobierno corporativo y social respectivamente). La hipótesis por demostrar fue que existe una relación estadística positiva entre las últimas dos variables y la rentabilidad.

En los resultados se encontró que el mejor modelo a emplear es el de efectos aleatorios y se observó que solo el pilar de gobierno corporativo y el porcentaje de participación de la mujer en la alta dirección tienen una relación positiva y significativa con la rentabilidad.

En específico, se encontró que por cada 1.00% que se incrementa la participación de la mujer en la alta dirección, la rentabilidad (ROE) lo hace en 0.27%.

Esta relación es un punto de partida que se considera relevante, en el presente artículo, para demostrar el beneficio de una mayor participación de la mujer en la alta dirección de las empresas. En especial, empresas del tamaño, importancia y nivel de cotización como las estudiadas en nuestra muestra.

Los presentes resultados son de valor fundamental para demostrar y promover una mayor inclusión de género en las empresas mexicanas. Ya sea por medio de normativas que fomenten una mayor participación de la mujer (manejo de cuotas o porcentajes mínimos como sucede en otros países) o por medio de activismo en las inversiones. Es decir, por medio de promover acciones, entre inversionistas privados e institucionales, que incentiven una mayor demanda de las acciones de empresas que tengan una mayor participación de la mujer en la alta dirección. Esto podría mejorar el perfil de riesgo y rendimiento para las y los inversionistas y podría reducir los niveles de riesgo sistemático de las empresas. Resultado que podría darles mayor acceso a mejores condiciones de financiamiento y estructura de capital.

El presente trabajo tiene muchas áreas de oportunidad para futuras extensiones de investigación. La primera de ellas es realizar un modelo en donde se distinga el impacto que se tiene en la rentabilidad

por tipo de industria o de negocio. Esto es, utilizando una clasificación de industria y de negocio, realizar un modelo de regresión que ayude a diferenciar el impacto de las regresoras tienen, según la clasificación industrial. Otra potencial extensión es realizar el trabajo con información cuya periodicidad sea mayor (trimestral o mensual). Esto a efecto de reducir el efecto de ruido en la relación estadística ante la heterogeneidad de longitud de series de tiempo en un panel no balanceado. De manera complementaria, se sugiere investigar la relación calificación ESG-Rentabilidad en otros países y regiones. Esto último se sugiere para verificar si las conclusiones se sostienen en muestras de empresas con características regionales y culturales diferentes.

Referencias

- Alonso-Almeida, M. del M., Rodríguez-García, M. del P., Klender Aimer-Cortez, A., y Abreu-Quintero, J. L. (2009). Corporate social responsibility and financial performance: an application to Mexican listed companies. *Contaduría y Administración*, 57(1), 53-77. Recuperado de <http://www.scielo.org.mx/pdf/cya/v57n1/v57n1a4.pdf>
- Azmi, W., Hassan, M. K., Houston, R., y Karim, M. S. (2021). ESG activities and banking performance: International evidence from emerging economies. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 70, 101277. <https://doi.org/10.1016/J.INTFIN.2020.101277>
- Baltagi, B. H., y Chang, Y.-J. (1994). Incomplete panels: A comparative study of alternative estimators for the unbalanced one-way error component regression model. *Journal of Econometrics*, 62(2), 67-89. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(94\)90017-5](https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)90017-5)
- Barko, T., Cremers, M., y Renneboog, L. (2021). Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance. *Journal of Business Ethics*, 1, 1-36. <https://doi.org/10.1007/S10551-021-04850-Z/TABLES/12>
- Bauer, R., Ruof, T., Smeets, P., Laudi, M., Korevaar, M., Mertens, J., ... Wolk, L. (2021). Get Real! Individuals Prefer More Sustainable Investments. *The Review of Financial Studies*, 34(8), 3976-4043. <https://doi.org/10.1093/RFS/HHAB037>
- Blasi, S., Caporin, M., y Fontini, F. (2018). A Multidimensional Analysis of the Relationship Between Corporate Social Responsibility and Firms' Economic Performance. *Ecological Economics*, 147(October 2017), 218-229. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2018.01.014>
- Bowen, H. R. (1953). *Social Responsibilities of the Bussinesman* (Harper and Row, ed.). Nueva York, USA.
- Broggi, M., y Lagasio, V. (2019). Environmental, social, and governance and company profitability: Are financial intermediaries different? *Corporate Social Responsibility and Environmental*

- Management, 26(3), 576-587. <https://doi.org/10.1002/csr.1704>
- Buallay, A., Hamdan, R., Barone, E., y Hamdan, A. (2022). Increasing female participation on boards: Effects on sustainability reporting. *International Journal of Finance & Economics*, 27(1), 111-124. <https://doi.org/10.1002/IJFE.2141>
- Capelle-Blancard, G., y Couderc, N. (2009). The Impact of Socially Responsible Investing: Evidence from Stock Index Redefinitions. *The Journal of Investing*, 18(2), 76-86. <https://doi.org/https://doi.org/10.3905/joi.2009.18.2.076>
- Carhart, M. M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *The journal of finance*, LII(1), 57-82. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x>
- Carroll, A.B. (1983). Corporate social responsibility: Will industry respond to cutbacks in social program funding? *Vital speeches of the day*, 49, 604-608.
- Carroll, Archie B. (1979). A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. <https://doi.org/10.5465/amr.1979.4498296>, 37-45. <https://doi.org/10.5465/AMR.1979.4498296>
- Chittoor, R., Kale, P., y Puranam, P. (2015). Business groups in developing capital markets: Towards a complementarity perspective. *Strategic Management Journal*, 127(1), 12-13. <https://doi.org/10.1002/smj>
- Clarkson, M. E. (1995). A STAKEHOLDER FRAMEWORK FOR ANALYZING AND EVALUATING CORPORATE SOCIAL PERFORMANCE. *Academy of Management Review*, 20(1), 92-117. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503271994>
- Comi, S., Grasseni, M., Origo, F., y Pagani, L. (2020). Where Women Make a Difference: Gender Quotas and Firms' Performance in Three European Countries. *ILR Review*, 73(3), 768-793. <https://doi.org/10.1177/0019793919846450>
- Consolandi, C., Jaiswal-Dale, A., Poggiani, E., y Vercelli, A. (2008). Global Standards and Ethical Stock Indexes: The Case of the Dow Jones Sustainability Stoxx Index. *Journal of Business Ethics*, 87(S1), 185-197. https://doi.org/10.1007/978-94-007-0818-1_13
- Cornell, B. (2021). ESG preferences, risk and return. *European Financial Management*, 27(1), 12-19. <https://doi.org/10.1111/EUFM.12295>
- Cornell, B., y Damodaran, A. (2020). Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.3557432>
- Crifo, P., Diaye, M. A., y Pekovic, S. (2016). CSR related management practices and firm performance: An empirical analysis of the quantity-quality trade-off on French data. *International Journal of Production Economics*, 171, 405-416. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2014.12.019>
- Dalal, K., y Thaker, N. (2019). ESG and corporate financial performance: A panel study of Indian companies. *Journal of corporate governance*, 1, 44-59.

- <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.01.009>
- Davis, K. (1960). Can Business Afford to Ignore Social Responsibilities?: *California Management Review*, 23-29. <https://doi.org/10.2307/41166246>
- Davis, K., y Blomstrom, R. L. (1968). Business and its environment. *Academy of Management Journal*, 11(2), 237-238. <https://doi.org/10.5465/AMJ.1968.4297423>
- Derwall, J., Koedijk, K., y Ter Horst, J. (2011). A tale of values-driven and profit-seeking social investors. *Journal of Banking & Finance*, 35(8), 2137-2147.
- Dewally, M., Flaherty, S. M. V., y Tomasi, S. (2017). The impact of social norms on female corporate board membership inclusion. *Managerial Finance*, 43(10), 1093-1116. <https://doi.org/10.1108/MF-06-2015-0182>
- Donaldson, T., y Preston, L. E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503271992>, 20(1), 65-91. <https://doi.org/10.5465/AMR.1995.9503271992>
- Döttling, R., y Kim, S. (2022). Sustainability Preferences Under Stress: Evidence from Mutual Fund Flows During COVID-19. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.3656756>
- Eccles, N. S., y Viviers, S. (2011). The Origins and Meanings of Names Describing Investment Practices that Integrate a Consideration of ESG Issues in the Academic Literature. *Journal of Business Ethics*, 104(3), 389-402. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0917-7>
- Escrig-Olmedo, E., Fernández-Izquierdo, M., Ferrero-Ferrero, I., Rivera-Lirio, J., y Muñoz-Torres, M. (2019). Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles. *Sustainability*, 11(3), 1-16. <https://doi.org/10.3390/su11030915>
- Fama, E. F., y French, K. R. (1992). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405x(93)90023-5)
- Frederick, W. C. (1960). The Growing Concern over Business Responsibility: *California Management Review*, 2(4), 54-61. <https://doi.org/10.2307/41165405>
- Freeman, E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. New York: Cambridge university press.
- Freeman, R. E. (1994). The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409-421. <https://doi.org/10.2307/3857340>
- Friedman, M. (2007). The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. En *Corporate Ethics and Corporate Governance* (pp. 173-178). https://doi.org/10.1007/978-3-540-70818-6_14
- Galbreath, J. (2013). ESG in Focus: The Australian Evidence. *Journal of Business Ethics*, 118(3), 529-541. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1607-9>
- García-Santos, J. J., y Zavaleta-Vázquez, O. H. (2019). Is the relationship between CSR activities and

- financial performance of organizations a short term result? An answer with a panel data analysis. *Contaduría y Administración*, 64(4), 1-25.
<https://doi.org/10.22201/fca.24488410e.2020.2035>
- Gibson Brandon, R., Krueger, P., y Schmidt, P. S. (2021). ESG Rating Disagreement and Stock Returns. *Contaduría y Administración*, 77(4), 104-127.
<https://doi.org/10.1080/0015198X.2021.1963186>,
<https://doi.org/10.1080/0015198X.2021.1963186>
- Godínes-Reyes, N. G., Gómez-Monge, R., Gutiérrez-Calderón, A., y Alfaro-Calderón, G. G. (2021). Efficiency Analysis of Mexican Stock Exchange Sustainable Firms. *Revista Mexicana de Economía y Finanzas Nueva Época REMEF*, 17(1), e481.
<https://doi.org/10.21919/remef.v17i1.481>
- Godínez-Reyes, N. L., Gómez-Monge, R., Alfaro-Calderón, G. G., y Calderón-Gutiérrez, A. (2022). Sustainable Value: An Empirical Research on Large Firms. *Lecture Notes in Networks and Systems*, 337, 197-208. https://doi.org/10.1007/978-3-030-96150-3_14/COVER/
- Gutiérrez, P. R., Fuentes, M. del M. F., y Ariza, L. R. (2014). Strategic Capabilities and Performance in Women-Owned Businesses in Mexico. *Journal of Small Business Management*, 52(3), 541-554.
[https://doi.org/10.1111/JSBM.12048@10.1111/\(ISSN\)1540-627X.WOMEN-IN-ENTREPRENEURSHIP](https://doi.org/10.1111/JSBM.12048@10.1111/(ISSN)1540-627X.WOMEN-IN-ENTREPRENEURSHIP)
- Gyönyörová, L., Stachoň, M., y Stašek, D. (2021). ESG ratings: relevant information or misleading clue? Evidence from the S&P Global 1200. *Journal of sustainable finance & investment*.
<https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1922062>
- Hong, H., y Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, 93, 15-36. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.09.001>
- Huang, J., Diehl, M.-R., y Paterlini, S. (2019). The Influence of Corporate Elites on Women on Supervisory Boards: Female Directors' Inclusion in Germany. *Journal of Business Ethics*, 1-18.
<https://doi.org/10.1007/s10551-019-04119-6>
- Koijen, R. S. J., Richmond, R. J., Yogo, M., Campbell, J., Conlon, C., Daniel, K., ... Van, S. (2020). Which Investors Matter for Equity Valuations and Expected Returns? *Journal of Applied Corporate Finance*, 32(4), 4-15.
<https://doi.org/10.3386/W27402>
- Lee, K. H., Cin, B. C., y Lee, E. Y. (2016). Environmental Responsibility and Firm Performance: The Application of an Environmental, Social and Governance Model. *Business Strategy and the Environment*, 25(1), 40-53. <https://doi.org/10.1002/bse.1855>
- Lisin, A., Kushnir, A., Koryakov, A. G., Fomenko, N., y Shchukina, T. (2022). Financial Stability in Companies with High ESG Scores: Evidence from North America Using the Ohlson O-Score. *Sustainability* 2022, Vol. 14, Page 479, 14(1), 479. <https://doi.org/10.3390/SU14010479>

- McGuire J. W. (1963). *Business and society*. New York: McGraw-Hill.
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., y Wood, D. J. (1997). Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of who and What Really Counts. *The Academy of Management Review*, 22(4), 853-886. <https://doi.org/10.5465/AMR.1997.9711022105>
- Mozas-Moral, A., y Puentes-Poyatos, R. (2010). LA RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA Y SU PARALELISMO CON LAS SOCIEDADES COOPERATIVAS. *Revista de Estudios Cooperativos*, 103, 75-100. Recuperado de www.ucm.es/info/revesco
- Naffa, H., y Fain, M. (2022). A factor approach to the performance of ESG leaders and laggards. *Finance Research Letters*, 44, 102073. <https://doi.org/10.1016/J.FRL.2021.102073>
- Navarro, F. (2012). *Responsabilidad social corporativa: Teoría y práctica*. Pozuelo de Alarcon: ESIC editorial.
- Newey, W. K., y West, K. D. (1987). A Simple, Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix. *Econometrica*, 55(3), 703-708. <https://doi.org/10.2307/1913610>
- Ozdemir, O., Kizildag, M., Dogru, T., y Demirer, I. (2021). Corporate social responsibility and financial performance: Does board diversity matter? *Journal of Global Business Insights*, 6(2), 98-116. <https://doi.org/10.5038/2640-6489.6.2.1169>
- Post, J. E., Preston, L. E., y Sachs, S. (2002). Managing the Extended Enterprise: The New Stakeholder View. *California Management Review*, 45(1), 6-28. <https://doi.org/10.2307/41166151>
- Provasi, R., y Harasheh, M. (2021). Gender diversity and corporate performance: Emphasis on sustainability performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(1), 127-137. <https://doi.org/10.1002/CSR.2037>
- Przychodzen, J., Gómez-Bezares, F., Przychodzen, W., y Larreina, M. (2016). ESG Issues among Fund Managers—Factors and Motives. *Sustainability*, 8(10), 1078. <https://doi.org/10.3390/su8101078>
- Refinitiv. (2019a). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from Refinitiv. Recuperado 1 de febrero de 2020, de ESG data website: https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf
- Refinitiv. (2019b). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from Refinitiv.
- Refinitiv. (2021). Refinitiv Eikon. Recuperado 15 de julio de 2021, de Thomson Refinitiv Eikon login website: <https://eikon.thomsonreuters.com/index.html>
- Rowley, T. J. (1997). Moving Beyond Dyadic Ties: A Network Theory of Stakeholder Influences. <https://doi.org/10.5465/amr.1997.9711022107>, 22(4), 887-910.

- <https://doi.org/10.5465/AMR.1997.9711022107>
- Schröder, M. (2004). The performance of socially responsible investments: investment funds and indices. *Financial Markets and Portfolio Management*, 18(2), 122-142. <https://doi.org/10.1007/s11408-004-0202-1>
- Schröder, M. (2007). Is there a Difference? The Performance Characteristics of SRI Equity Indices. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(1-2), 331-348. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2006.00647.x>
- Sethi, S. P., Martell, T. F., y Demir, M. (2017). An Evaluation of the Quality of Corporate Social Responsibility Reports by Some of the World's Largest Financial Institutions. *Journal of Business Ethics*, 140(4), 787-805. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2878-8>
- Sharpe, W. (1963). A simplified model for portfolio analysis. *Management Science*, 9(2), 277-293. <https://doi.org/10.1287/mnsc.9.2.277>
- Sharpe, W. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, XIX(3), 425-442. <https://doi.org/10.2307/2977928>
- Sheldon, O. (2004). *The Philosophy of Management*. *The Philosophy of Management*. <https://doi.org/10.4324/9780203507827>
- Signori, S., San-Jose, L., Retolaza, J. L., Rusconi, G., Chiucchi, M. S., Baldo, M. Del, y Demartini, P. (2021). Stakeholder Value Creation: Comparing ESG and Value Added in European Companies. *Sustainability* 2021, Vol. 13, Page 1392, 13(3), 1392. <https://doi.org/10.3390/SU13031392>
- Statman, M. (2000). Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analysts Journal*, 56(3), 30-39. <https://doi.org/10.3905/jpm.2016.42.2.140>
- Swamy, P. A. V. B., y Arora, S. S. (1972). The Exact Finite Sample Properties of the Estimators of Coefficients in the Error Components Regression Models. *Econometrica*, 40(2), 261. <https://doi.org/10.2307/1909405>
- Thomson-Reuters. (2019). London Stock Exchange shareholders bless \$27 billion Refinitiv deal - Reuters. Recuperado 2 de abril de 2020, de Business news website: <https://www.reuters.com/article/us-lse-m-a-refinitiv/london-stock-exchange-shareholders-bless-27-billion-refinitiv-deal-idUSKBN1Y01DD>
- Torre, M. La, Mango, F., Cafaro, A., y Leo, S. (2020). Does the ESG Index Affect Stock Return? Evidence from the Eurostoxx50. *Sustainability* 2020, Vol. 12, Page 6387, 12(16), 6387. <https://doi.org/10.3390/SU12166387>
- Truño, J. L., y Rialph, J. (2007). La responsabilidad social corporativa. En ACCID contabilidad y dirección (Ed.), *Responsabilidad social corporativa*. Barcelona: Edicoones gráficas Rey S.L.

- Walton, C. C. (1867). Corporate social responsibilities. Belmont: Wadsworth.
- Wartick, S. L., y Cochran, P. L. (1985). The Evolution of the Corporate Social Performance Model. *Academy of Management Review*, 10(4), 758-769. <https://doi.org/10.5465/AMR.1985.4279099>
- Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H., y Managi, S. (2019). Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? *Business Strategy and the Environment*, 28(2), 286-300. <https://doi.org/10.1002/bse.2224>
- Yoo, S., y Managi, S. (2022). Disclosure or action: Evaluating ESG behavior towards financial performance. *Finance Research Letters*, 44, 102108. <https://doi.org/10.1016/J.FRL.2021.102108>

Anexo

En el presente apéndice se presenta la relación de las empresas que fueron incorporadas en los paneles de datos (balanceado y no balanceado) para realizar las regresiones del presente trabajo. En la última columna se señalan que fueron incluidas en el panel balanceado. Esto en el entendido de que todas las empresas mencionadas en el presente apéndice forman parte del panel no balanceado.

Tabla A1

RIC de Refinitiv	Ticker BMV	Nombre de empresa	Nombre de sector según la TRBC
AC.MX	AC*	Arca Continental SAB de CV	Alimentos y bebidas
ALEATIC.MX	ALEATIC*	Aleatica SAB de CV	Transportes
ALFAA.MX	ALFAA	Alfa SAB de CV	Conglomerados industriales
ALPEKA.MX	ALPEKA	Alpek SAB de CV	Químicos
AMXL.MX	AMXL	America Movil SAB de CV	Servicios de telecomunicaciones
ASURB.MX	ASURB	Grupo Aeroportuario del Sureste SAB de CV	Transportes
BIMBOA.MX	BIMBOA	Grupo Bimbo SAB de CV	Alimentos y bebidas
BSMXB.MX	BSMXB	Banco Santander Mexico SA Institucion de Banca Multiple	Banca y servicios de inversiones
CEMEXCPO.MX	CEMEXCPO	Cemex SAB de CV	Recursos minerales
CHDRAUIB.MX	CHDRAUIB	Grupo Comercial Chedraui SAB de CV	Comida y medicinas al menudeo
ELEKTRA.MX	ELEKTRA*	Grupo Elektra SAB de CV	Banca y servicios de inversiones
FEMSAUBD.MX	FEMSAUBD	Fomento Economico Mexicano SAB de CV	Alimentos y bebidas

RIC de Refinitiv	Ticker BMV	Nombre de empresa	Nombre de sector según la TRBC
GAPB.MX	GAPB	Grupo Aeroportuario del Pacífico SAB de CV	Transportes
GCARSOA1.MX GENTERA.MX	GCARSOA1 GENTERA*	Grupo Carso SAB de CV Gentera SAB de CV	Conglomerados industriales Banca y servicios de inversiones
GFINBURO.MX	GFINBURO	Grupo Financiero Inbursa SAB de CV	Banca y servicios de inversiones
GFNORTEO.MX	GFNORTEO	Grupo Financiero Banorte SAB de CV	Banca y servicios de inversiones
GMEXICOB.MX	GMEXICOB	Grupo Mexico SAB de CV	Recursos minerales
GRUMAB.MX ICHB.MX KIMBERA.MX	GRUMAB ICHB KIMBERA	Gruma SAB de CV Industrias CH SAB de CV Kimberly-Clark de Mexico SAB de CV	Alimentos y bebidas Recursos minerales Productos y servicios personales y del hogar
KOFUBL.MX	KOFUBL	Coca-Cola Femsab SAB de CV	Alimentos y bebidas
LABB.MX	LABB	Genomma Lab Internacional SAB de CV	Investigación farmacéutica y médica
LALAB.MX LIVEPOLC1.MX	LALAB LIVEPOLC-1	Grupo Lala SAB de CV El Puerto De Liverpool SAB De CV	Alimentos y bebidas Ventas al menudeo
MFRISCOA1.MX ORBIA.MX	MFRISCOA-1 ORBIA*	Minera Frisco SAB de CV Orbia Advance Corporation SAB de CV	Recursos minerales Químicos
PEOLES.MX	PE&OLES*	Industrias Penoles SAB de CV	Recursos minerales
PINFRA.MX	PINFRA*	Promotora y Operadora de Infraestructura SAB de CV	Transportes
SAN.MX	SAN*	Banco Santander SA	Banca y servicios de inversiones
TLEVISACPO.MX	TLEVISACPO	Grupo Televisa SAB	Servicios de consumo cíclico
WALMEX.MX	WALMEX*	Wal Mart de Mexico SAB de CV	Ventas al menudeo

Fuente: Elaboración propia con datos de Refinitiv (2021)