

¿A QUÉ NOTICIAS CORPORATIVAS ESG REACCIONA EL MERCADO?

Este documento es un breve resumen de un paper publicado en el Financial Analyst Journal¹ escrito por George Serafeim² y Aaron Yoon³, publicado en febrero de este año. El artículo completo se puede encontrar en el [siguiente link](#).

Por Fernando Galdames, CFA (*)

En este paper se analizan 109.014 observaciones de 3.109 empresas con el objetivo de examinar la reacción del mercado a diferentes noticias ESG. Se encuentra que los precios reaccionan solo a las noticias ESG financieramente importantes, y la reacción es mayor para las noticias que son positivas, reciben más cobertura de noticias y están relacionadas con problemas de capital social. Utilizando un modelo de predicción basado en calificaciones ESG preexistentes, se separan las noticias en componentes esperados e inesperados y encuentran que el mercado reacciona ante noticias inesperadas. Los autores concluyen que los inversores están motivados por cuestiones financieras en lugar de no pecuniarios, ya que diferencian sus reacciones en función de si es probable que las noticias afecten los fundamentos.

Revisión de literatura y motivación

Los problemas ESG en los negocios han sido un fenómeno de rápido crecimiento, y las empresas han prestado mucha atención en los últimos años. Por ejemplo, hubo un puñado de empresas que emitieron informes que incluían datos ESG a principios de la década de 1990. Por ahora, este número ha aumentado para cubrir a la mayoría de las grandes empresas que cotizan en bolsa en todo el mundo. Esta prominencia cada vez mayor de ESG no es exclusiva de las empresas, sino que también prevalece en la industria de gestión de activos. Por ejemplo, los signatarios de UN PRI

(red internacional de inversores que impulsan principios para la inversión responsable) solo tenían unos cientos de miles de millones de dólares en AUM en los primeros años a partir de 2006, pero los AUM alcanzaron los 80 billones de dólares en 2019. Como tal, más empresas están invirtiendo recursos para comunicar mejor sus esfuerzos ESG. Los reguladores están poniendo un énfasis cada vez mayor en comprender cómo fluye la información ESG hacia el mercado, buscando saber cómo reaccionan los participantes del mercado de capitales a esta información. Existen múltiples puntos de vista que pueden conducir a diferentes predicciones sobre cómo reaccionaría el mercado a las noticias ESG. El primer punto de vista es que los esfuerzos ESG de una empresa están asociados con los costos de agencia, porque los gerentes mejoran su reputación a expensas de los accionistas (Friedman 1970; Jensen 2002). El segundo punto de vista sugiere que es posible que no haya reacción a las noticias ESG, porque es posible que los inversores no actualicen sus creencias al publicar noticias ESG, porque ya se sabe mucho a través de los canales existentes (Griffin y Sun 2013), lo que es consistente con la hipótesis de eficiencia de mercado en su forma fuerte. El punto de vista final sugiere que la información ESG puede estar relacionada con creación de valor para los accionistas, porque puede conducir a mejores recursos, empleados de mayor calidad, éxito de marketing, pero también mitigar la probabilidad de riesgo de caída del precio

¹ <https://doi.org/10.1080/0015198X.2021.1973879>

² George Serafeim es profesor Charles M. Williams de administración de empresas en Harvard Business School, Boston, MA.

³ Aaron Yoon es un profesor asistente de información y gestión contable en la Kellogg School of Management, Northwestern University, Evanston, IL.

(*) Esta columna solo refleja la opinión del autor, y no necesariamente la opinión de CFA Society Chile, ni la del comité editorial, ni tampoco la opinión de CFA Institute.

de las acciones y mejorar la reputación de la empresa (por ejemplo, Moskowitz 1972; Cochran y Wood 1984; Fombrun 1996; Turban and Greening 1997; Hoepner, Oikonomou, Sautner, Starks y Zhou 2019). Desde este punto de vista, deberíamos esperar que el mercado no solo reaccione a las noticias ESG, sino que reaccione positivamente (negativamente) a las noticias ESG positivas (negativas). Se argumenta que la reacción del mercado no solo reaccionaría a las noticias ESG, sino que esta reacción podría variar según el tipo de noticias. Por ejemplo, Khan, Serafeim y Yoon (2016) encontraron que solo un pequeño subconjunto de problemas ESG financieramente importantes, están asociados con rendimientos futuros de acciones y desempeño contable.

De manera similar, Welch y Yoon, descubrieron que ESG mejora el valor para los accionistas, al tener empleados más satisfechos. Por último, Mitchell, Agle y Wood (1997) sugirieron que los diferentes "stakeholders" pueden tener una relevancia variable en las operaciones de la empresa, y Agle, Mitchell y Sonnenfeld (1999) encontraron que los "stakeholders" primarios (por ejemplo, los clientes que realizan transacciones directamente con la empresa) son más importantes para las operaciones de la empresa que "stakeholders" más distantes (p. ej., el medio ambiente natural o las comunidades locales). En general, los argumentos presentados en dichos documentos sugieren la posibilidad de que diferentes noticias ESG, en diferentes industrias, puedan transmitir información más relevante sobre el crecimiento futuro, el riesgo y el posicionamiento competitivo de una empresa, que otra información.

Datos y muestra

- **Datos de noticias ESG.** Se usaron datos de TVL⁴ que rastrean la información relacionada con ESG todos los días en miles de empresas, y clasificaron esas noticias como positivas o negativas. TVL es utilizado por algunos de los mayores administradores de activos (p. ej., State Street) y propietarios de activos (p. ej., Government Pension Investment Fund of Japan) y emplea big data e inteligencia

artificial para capturar y analizar datos no estructurados (Serafeim 2020). Todos los días, TVL utiliza algoritmos de inteligencia artificial para encontrar artículos relevantes de ESG para cada empresa categorizada por tema específico de ESG.

- **Datos de desempeño ESG.** Los datos sobre el desempeño ESG de las empresas provienen de MSCI ESG Ratings. MSCI agrega los datos a una puntuación general, donde cada problema se pondera de acuerdo con su materialidad evaluada en cada industria. Las calificaciones ESG de MSCI se basan en 37 problemas clave, que corresponden a uno de los diez temas macro que MSCI identifica como preocupaciones para los inversores. Los diez temas macro son el cambio climático, el capital natural, la contaminación y los desechos, las oportunidades ambientales, el capital humano, la responsabilidad por productos defectuosos, la oposición de las partes interesadas, las oportunidades sociales, el gobierno y el comportamiento corporativo.

Diseño de investigación, resultados y discusiones

Para examinar la reacción del mercado a las noticias ESG, se estima la siguiente regresión de panel:

$$MA\ Return_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Negative\ News_{i,t} + \beta_2 Positive\ News_{i,t} + Controls + Date\ FE + Industry\ FE$$

La variable dependiente es el rendimiento diario de las acciones ajustado al mercado (exceso de retorno por sobre un índice) en relación con las noticias. Se consideraron cinco ventanas separadas de MA Return como variables dependientes. Se usaron códigos GICS de cuatro dígitos para crear un efecto fijo por industria y también se controló el efecto fijo por fecha. Las principales variables independientes de interés son "Positive News", que indica una observación con "News Score" superior a 75, y "Negative News", que indica un dato con puntuación de noticias por debajo de 25. Se eligieron estos umbrales porque representan los

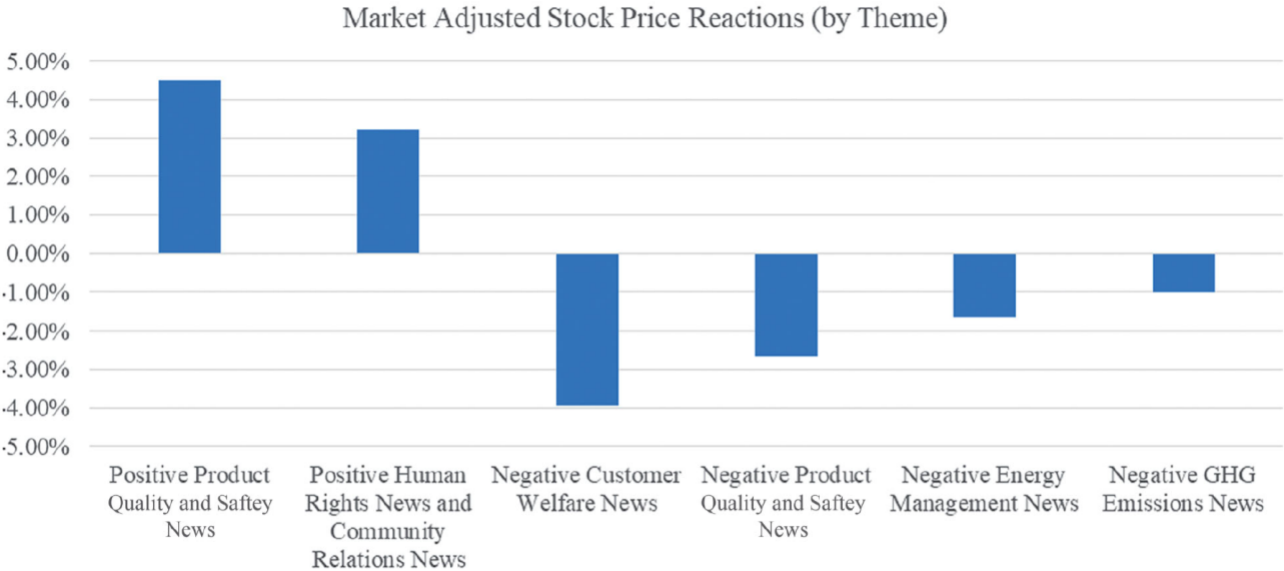
⁴ Truvalue Labs, compañía filial de FactSet, aplican I.A para cuantificar variables ESG.

cuartiles superior e inferior de puntuación en el método TVL.

Los hallazgos se pueden resumir de la siguiente manera.

- Los precios de las acciones solo reaccionan a las noticias sobre cuestiones ESG que SASB⁵ clasifica como financieramente importantes para una industria determinada, lo que sugiere que los inversores responden selectivamente a las noticias.
- Esta reacción de precios es mayor para las noticias ESG que son positivas, que reciben más cobertura de noticias y que se relacionan con problemas de capital social, en relación con problemas de capital natural o humano.
- Este último punto es de particular importancia dada la relativa falta de datos ESG relacionados con cuestiones de capital social.
- Finalmente, se usó un modelo de predicción basado en calificaciones ESG preexistentes y se separan las noticias ESG en componentes esperados e inesperados. Se encuentra que la reacción del mercado proviene de noticias inesperadas.

Resumen de las principales reacciones del mercado, por tema:



Conclusión

⁵ SASB: Junta de Normas de Contabilidad de Sustentabilidad



En este documento, se examinan las reacciones del precio de las acciones a las noticias ESG y si las noticias pueden predecirse mediante puntajes de rendimiento ESG específicos de la empresa. Esta es una pregunta importante porque más inversionistas están integrando información ESG en su cartera, más empresas están invirtiendo recursos para mejorar su desempeño en temas ESG y los reguladores están poniendo un énfasis cada vez mayor en comprender cómo la información ESG fluye hacia el mercado y buscan evidencia para entender cómo reaccionan los participantes del mercado de capitales a esta información. Primero, los avances tecnológicos recientes que miden sistemáticamente las noticias relacionadas con ESG permiten mitigar las preocupaciones sobre la calidad de la medición y el sesgo de selección. En segundo lugar, se puede implementar un diseño de investigación de estudio de eventos, midiendo las reacciones de precios a corto plazo a las noticias ESG todos los días, lo que ayuda a mitigar las preocupaciones de causalidad inversa y otros eventos confusos.

En tercer lugar, la muestra del artículo es mucho más grande en tamaño en comparación con estudios anteriores, lo que aumenta la generalización de los resultados. Cuarto, se realizó el análisis durante un período de tiempo reciente, lo que ayuda a generalizar los resultados. Quinto, el conjunto de datos clasifica las noticias ESG en aquellas que son financieramente importantes o no.

La investigación futura podría examinar varias cuestiones importantes. ¿Cómo varían los resultados que documentamos aquí en todo el mundo? ¿Las instituciones del país dan forma a cómo reaccionan los mercados a las noticias ESG? ¿Cuál es la relación entre las divulgaciones de las empresas y las noticias ESG? ¿Cómo responden las empresas ante la presencia de importantes noticias ESG? Es probable que responder a estas preguntas genere ideas útiles.