



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

**Desempeño social y financiero empresarial: un análisis
del mercado español**

Autor

Miguel Acosta Labarta

Director

Dr. Eduardo Ortas Fredes

Facultad de Empresa y Gestión Pública

2016-2017

Autor: Miguel Acosta Labarta.

Director: Dr. Eduardo Ortas Fredes.

Título: Desempeño social y financiero empresarial: un análisis del mercado español

Title: Corporate social and financial performance: analysis of the Spanish market

Titulación: Grado en Administración y Dirección de Empresas.

Resumen: En este trabajo se pretende evaluar la posible relación de dependencia entre el desempeño social y financiero de las empresas que operan en el mercado continuo español durante el año 2012. Las teorías más importantes en las que se basa el trabajo son: i) la teoría económica neoclásica; ii) la teoría de los grupos de interés; iii) la teoría de los recursos ociosos; y, iv) la teoría de la legitimidad. Los principales resultados indican que el desempeño social explica positivamente la rentabilidad y riesgo de las empresas, revelando que el mercado valora las actividades empresariales en materia de RSC como prácticas con mayor riesgo, asociándoles así mayor rentabilidad. Por otro lado, aquellas empresas que obtienen mayor rentabilidad generan más recursos ociosos para invertir en actividades de RSC. Finalmente, las organizaciones que mayores niveles de riesgo de mercado obtienen dedican más esfuerzos a legitimar su actividad a través de la divulgación de información de sostenibilidad.

Abstract: This work aims to investigate the possible relationship between corporate social and financial performance of the companies operating in the Spanish market during the 2012 period. The most relevant theories considered in this work are: i) neoclassic economic theory; ii) stakeholder theory; iii) slack resources theory; and, iv) legitimacy theory. The main results reveal that corporate social performance positively influences firms' return and risk levels. This finding highlights that the market considers corporate social responsibility activities as riskier and more profitable organizational practices. The results also indicate that those companies achieving higher levels of market return also generate more slack resources that are more likely to be invested in social activities. Finally, those companies with higher risk levels in the market are committed to sustainability reporting with the aim of legitimating their activities.

INDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	1
1.1. ANTECEDENTES.....	1
1.2. OBJETIVOS DEL TRABAJO.....	2
1.3. ESTRUCTURA DEL TRABAJO.....	3
2. MARCO TEÓRICO.....	3
2.1. TEORIA ECONÓMICA NEOCLÁSICA VERSUS TEORÍA DE LOS GRUPOS DE INTERÉS:.....	3
2.2. TEORÍA DE LOS RECURSOS OCIOSOS Y DE LA LEGITIMACIÓN.....	6
2.3. REVISIÓN DE LA LITERATURA.....	7
3. HIPÓTESIS Y METODOLOGÍA.....	9
4. CARACTERIZACIÓN DE LA MUESTRA.....	12
4.1. MERCADO, SECTOR Y EMPRESAS CONSIDERADAS.....	12
4.2. DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES.....	13
4.3. ANÁLISIS DESCRIPTIVO DE LAS VARIABLES.....	14
5. RESULTADOS.....	19
5.1. MUESTRA GLOBAL.....	19
5.2. ANÁLISIS POR SECTORES.....	22
6. CONCLUSIONES.....	27
7. LIMITACIONES Y POSIBILIDADES DE MEJORA.....	28
8-ANEXO.....	30
9. REFERENCIAS.....	32

INDICE DE TABLAS

Tabla 4.3.1 Estadísticos descriptivos del total de la muestra analizada

Tabla 4.3.2 Estadísticos descriptivos del sector materiales básicos, industria y construcción

Tabla 4.3.3: Estadísticos descriptivos del sector servicios financieros e inmobiliarios

Tabla 4.3.4: Estadísticos descriptivos del sector tecnología y telecomunicaciones

Tabla 5.1.1: Estimadores de la hipótesis 1

Tabla 5.1.2: Estimadores de la hipótesis 2

Tabla 5.1.3: Estimadores de la hipótesis 3

Tabla 5.1.4: Estimadores de la hipótesis 4

Tabla 5.2.1: Estimadores de las hipótesis para el sector materiales básicos, industria y construcción

Tabla 5.2.2: Estimadores de las hipótesis para el sector servicios financieros e inmobiliarios

Tabla 5.2.3: Estimadores de las hipótesis para el sector tecnología y telecomunicaciones

Tabla A.1: Relación de empresas incluidas en la muestra

Tabla A.2: Relación de indicadores GRI analizados

Abreviaturas

DJSI: Dow Jones Sustainability Stock Index

DS: Desempeño Social

GRI: Global Reporting Initiative

MCO: Mínimos Cuadrados Ordinarios

RSC: Responsabilidad Social Corporativa

TEN: Teoría Económica Neoclásica

TGI: Teoría de los Grupos de Interés.

TL: Teoría de la Legitimidad

TRO: Teoría de los Recursos Ociosos

1. INTRODUCCIÓN

1.1. ANTECEDENTES

La Teoría Económica Neoclásica (TEN) indica que el objetivo principal de la empresa debe ser la maximización del beneficio, siempre y cuando se respete la normativa legal existente (Friedman, 1970). Sin embargo, ésta teoría ofrece una visión reducida de la actividad empresarial al considerar que los propietarios son los únicos implicados en la consecución del objetivo empresarial (Ortas y Moneva, 2011a). La TEN ha sido cuestionada por diversos autores (Freeman, 1984), debido a que no tiene en cuenta las necesidades de todos los grupos de interés de la empresa a la hora de fijar los objetivos de las organizaciones. Esta forma de actuar y gestionar las empresas es la que defiende Freeman (1984) en la Teoría de los Grupos de Interés (TGI). En este sentido, Carrol (1989) indica que los objetivos sociales y económicos de las empresas deben estar relacionados entre sí, sin que existan inconvenientes entre incrementar la competitividad de la empresa y a la vez contribuir a la mejora de la sociedad y el desarrollo sostenible.

Con el paso de los años, la importancia que las instituciones dan a los aspectos sociales y medioambientales derivados de las actuaciones empresariales ha incrementado (ejemplos: Protocolo de Kioto, Cumbre de París, entre otros). Así, se considera conveniente concienciar a la sociedad acerca de un consumo sostenible en el largo plazo de los recursos disponibles. Más adelante surge el movimiento de la Responsabilidad Social Corporativa (RSC), que es una forma de dirigir las empresas basado en la gestión de los impactos que su actividad genera sobre todos sus grupos de interés. En multitud de ocasiones, el concepto de RSC es relacionado únicamente con catástrofes relacionadas con el medioambiente como el desastre natural del Golfo de México o el caso Prestige (Ortas y Moneva, 2011b). Sin embargo, la RSC no solo ha evolucionado en la concienciación social, sino que cada vez tiene un mayor grado de aceptación por parte de las organizaciones (Moneva et al., 2013), tanto a nivel internacional como nacional (Comisión Europea, 2008). El concepto de RSC es muy amplio, ya que abarca elementos como: i) derechos humanos; ii) prácticas de trabajo y empleo; iii) protección de la salud; iv) lucha contra el fraude y la corrupción; y v) derechos e intereses de los consumidores, entre otros.

Algunos factores, como la globalización de los mercados, han proporcionado una mayor sensibilidad al impacto generado por la actividad empresarial, siendo un

aspecto que influye de manera amplia en el nuevo contexto económico en el que vivimos. Se ha apreciado un incremento en el volumen de organizaciones que fijan sus objetivos teniendo en cuenta criterios de RSC, llegando incluso a provocar un nuevo cambio en la concepción de modelo de negocio tradicional hacia otro que integra todas las necesidades de los grupos de interés. Este cambio organizacional ha provocado un gran impacto a nivel mundial sobre la información que las empresas divulgan. El desarrollo sostenible por parte de las empresas empieza a tener una importancia crucial, entendiendo por desarrollo sostenible como la satisfacción de las necesidades de la generación presente sin comprometer la capacidad de las generaciones futuras. Así, en este contexto, se hace esencial el desarrollo de instrumentos de divulgación que sean capaces de plasmar la contribución de la empresa al desarrollo sostenible (Brundtland, 1987).

La información que los accionistas disponían de forma tradicional para poder valorar los resultados empresariales eran: i) el balance de situación; ii) la cuenta de pérdidas y ganancias; iii) la memoria; y, iv) el estado de flujos de efectivo. Sin embargo, estos documentos no muestran los posibles impactos que la actividad empresarial genera sobre el medioambiente, la sociedad y otros grupos de interés. La evolución que están teniendo las prácticas en materia de divulgación de información en materia de sostenibilidad ha ido cambiando de forma positiva en las últimas décadas (Ortas et al., 2013). Esta información se publica en las memorias de sostenibilidad, que constituyen el principal mecanismo de información sobre el desempeño social y medioambiental de las organizaciones, siguiendo criterios internacionales propuestos por organizaciones como la Global Reporting Initiative (GRI). La GRI es una organización líder en el campo de la sostenibilidad que promueve el uso de las memorias de sostenibilidad como una forma para que las organizaciones se vuelvan más sostenibles y contribuir así de una forma más importante al desarrollo sostenible. Esta organización promulga una serie de criterios para registrar la información y hacerla comparable entre empresas y sectores de actividad en un contexto internacional para que los inversores puedan disponer de mayor información a la hora de tomar las decisiones de inversión (Moneva y Ortas, 2007).

1.2. OBJETIVOS DEL TRABAJO

El objetivo del presente trabajo consiste en analizar la posible relación de dependencia entre el desempeño social empresarial (medido a través de la divulgación de

información de sostenibilidad relacionada con los derechos humanos) y financiero de las compañías que cotizan en el mercado continuo de la Bolsa de Madrid. Para contrastar esta posible relación, se realiza un análisis de los indicadores del desempeño de la empresa en materia de derechos humanos, como son: i) las prácticas de inversión y abastecimiento; ii) la no discriminación; iii) la libertad de asociación y convenios colectivos; iv) la explotación infantil; v) los trabajos forzados; y, vi) la evaluación y las medidas correctoras. Este tipo de análisis se lleva a cabo a nivel global y también de forma específica en tres sectores de actividad, siendo éstos: i) materiales básicos, industria y construcción; ii) servicios financieros e inmobiliarios; y, iii) tecnología y telecomunicaciones.

Cabe destacar que el objetivo del trabajo se contrasta en un periodo económico desfavorable a nivel mundial (tras el estallido de la reciente crisis financiera). De este modo, se podrá evaluar si los hábitos de inversión han variado, incrementado así el precio de cotización de las empresas más transparentes (con mayor desempeño social) o si por el contrario los inversores consideran la publicación de informes de sostenibilidad como un gasto superfluo.

1.3. ESTRUCTURA DEL TRABAJO

El trabajo se ha estructurado del siguiente modo. En el siguiente apartado se introduce el marco teórico, donde se analizan las principales teorías que se tienen en cuenta para la realización del presente trabajo. Después, se analizan los resultados obtenidos por los estudios previos realizados en el área. En el tercer epígrafe se introduce la metodología utilizada junto con las hipótesis del trabajo. El cuarto apartado muestra la selección de la muestra y definición de las variables utilizadas. Posteriormente, en el quinto apartado, se muestran los resultados obtenidos en el análisis empírico. Por último, se ofrecen las conclusiones obtenidas en el trabajo, así como sus posibles limitaciones e implicaciones.

2. MARCO TEÓRICO

2.1. TEORÍA ECONÓMICA NEOCLÁSICA VERSUS TEORÍA DE LOS GRUPOS DE INTERÉS:

La TEN promulga un único objetivo para las empresas, maximizar el valor hacia los accionistas, sin tener en cuenta al resto de partes interesadas que se ven afectadas por la actividad económica que desarrollan. Milton Friedman (1970) es considerado el autor

de la TEN y defiende la idea de que las organizaciones solo deben cumplir las normas establecidas para la consecución de sus fines económicos, además de considerar al inversor como el único agente social tenido en cuenta para la consecución de los objetivos organizacionales.

Desde un punto de vista distinto, la TGI ofrece una visión de los negocios en la que para el desarrollo de la estrategia empresarial se ha de considerar las necesidades de otros grupos de interés como son los clientes, proveedores, empleados, competidores, administraciones públicas, comunidades locales, asociaciones comerciales, etc. La TGI tiene en cuenta a los distintos grupos de interés afectados por la actividad empresarial y considera a la empresa como parte involucrada en el desarrollo social de la comunidad y sociedad en general. Freeman (1984) introdujo definitivamente el término grupo de interés en el lenguaje de la estrategia, de la ética empresarial y de la RSC. Este término está basado en aspectos morales y éticos, y pretende superar limitaciones de la TEN, teniendo en cuenta que es necesario incluir las necesidades de todos los grupos de interés en la política de gestión estratégica y no solo las necesidades de los inversores.

Los principales grupos de interés con los que interactúa la empresa son:

- Primarios: son fundamentales para el operar de una organización. Son aquellos que tienen alguna relación económica con el negocio como los accionistas, proveedores, clientes o empleados.
- Secundarios: son aquellos que no están directamente involucrados en las actividades económicas de la empresa, pero que pueden ejercer algún tipo de influencia sobre ella o que, en todo caso, pueden verse afectados por la actividad de la empresa. Estos son las administraciones públicas, medios de comunicación, Organizaciones No Gubernamentales (ONGs), el medio ambiente, la comunidad local y la sociedad en general.

También existen los grupos de interés globales, que serían los referentes a organizaciones formadas por miembros de distintos países con intereses comunes en lo referido a las actividades de las empresas y organizaciones económicas. La TGI indica que las organizaciones no deben satisfacer exclusivamente intereses económicos (Moneva y Ortas, 2007), sino que además tendrían que tener en cuenta aspectos sociales para mejorar las condiciones de vida de las diferentes comunidades y también contribuir a la preservación del medioambiente. Por otro lado, la TGI indica que la satisfacción de

las diferentes expectativas de los grupos de interés tendría un efecto positivo sobre la posición estratégica de la empresa y de su valoración en el mercado. Este aspecto coincide con Deegan et al. (2002), quien indica que la divulgación de información social y medioambiental por parte de la empresa mejora su transparencia y ofrece una mayor capacidad para la toma de decisiones del inversor, aspecto que podría proporcionar una mayor valoración de la empresa en el mercado de capitales. La TGI ha sido analizada a través de múltiples trabajos. Donaldson y Preston (1995) dividieron en tres las vertientes de la TGI, siendo éstas: i) descriptiva; ii) normativa; e, iii) instrumental;

- *Vertiente descriptiva:* comprende estudios que describen o explican características y comportamientos de las empresas sin valorar lo que es ético o moral. Uno de los aspectos clave en esta vertiente es la fijación como elemento primordial al grupo de interés. A partir de él, se destaca la gran importancia que tienen distintas figuras dentro de las organizaciones, como: i) el directivo, cuya función principal es lograr conseguir los objetivos fijados por la empresa; y, ii) los administradores, que se encargan de planear, organizar y controlar las estrategias a seguir dentro de la empresa, para la consecución de los objetivos marcados por organización y a la vez coordinarlos con los objetivos de los distintos grupos de interés.
- *Vertiente normativa:* se basa en la contribución de la moral y la ética a la estrategia de la empresa a largo plazo. Incorpora la ética dentro de las funciones operativas y administrativas de las organizaciones, ofreciendo las actuaciones más adecuadas atendiendo a las demandas de los distintos grupos de interés para mejorar la relación con la organización. Esta mejora en la relación con los grupos de interés se debe a la mejor percepción de la empresa por parte de ellos. Esta vertiente se opone a la idea exclusiva que tiene la TEN de buscar el máximo valor para los accionistas, sin tener en cuenta al resto de agentes implicados. También se hace relevante el papel de director, cuya función consiste en la identificación, búsqueda y satisfacción de todos los grupos de interés tanto dentro de la organización como con el resto de agentes implicados (Freeman, 1984). Así, Calton y Kurland (1996) indican que si se tienen en cuenta los intereses de los distintos grupos de interés, las empresas podrían mejorar su rendimiento.

- *Vertiente instrumental*: es la vertiente más práctica y tiene como objetivo valorar el impacto que la integración de las demandas de los grupos de interés tiene sobre diversos resultados empresariales. La orientación de la empresa hacia sus grupos de interés está justificada desde un punto de vista estratégico para mejorar el rendimiento corporativo y el éxito económico. Esta vertiente parte del mantenimiento de unas relaciones duraderas y estables de la empresa con sus grupos de interés, de forma que le permitan atender a sus exigencias.

Para motivar las hipótesis a contrastar en el presente trabajo, se utiliza como fundamento la vertiente instrumental de la TGI (Jones, 1995), que prioriza la creación de valor a largo plazo para el accionista, sin obviar las necesidades del resto de grupos de interés. La satisfacción de los diferentes grupos de interés mediante el mantenimiento de relaciones sostenibles que atiendan las exigencias de los mismos podría servir como instrumento de mejora del desempeño financiero de la empresa (Donaldson y Preston, 1995). Al mismo tiempo podría originar alianzas que facilitaran el acceso a información sobre diseño de productos, servicios postventa y atención al empleado y el cliente (Hartman y Stafford, 1997). De este modo, se permitiría consolidar la posición de la empresa en el mercado y generar mayor valor (Moneva y Ortas, 2010). Así, las obligaciones gerenciales hacia los grupos de interés se realizarán con el fin de establecer colaboraciones que desde una perspectiva estratégica puedan beneficiar a la empresa (Freeman, 1984; Freeman y Evan, 1990).

2.2. TEORÍA DE LOS RECURSOS OCIOSOS Y DE LA LEGITIMACIÓN

La Teoría de Recursos Ociosos (TRO) indica que toda organización o empresa que genera una gran cantidad de dichos recursos tiene la posibilidad de invertirlos en otros aspectos que no estén relacionados con el objetivo principal de la organización, como puede ser la RSC, lo que puede hacer que mejore la imagen de la organización y, por lo tanto, su rendimiento de mercado.

La teoría de la Legitimación (TL) afirma que las compañías establecen un acuerdo explícito o implícito con la sociedad (Shocker y Sethi, 1973). La relación entre la empresa y la sociedad se entiende como un contrato social, que deriva en mutuas obligaciones y derechos, dotando de legitimidad a la empresa para operar en la sociedad (Vega, 2009). Según O'Donovan (2002), la teoría de la legitimidad se basa en la idea de que para seguir funcionando con éxito, las organizaciones deben actuar dentro de los

límites que la sociedad entiende como un comportamiento aceptable. Así, Lindblom (1994) define la legitimidad como una condición que existe cuando el sistema de valores de una entidad es congruente con el sistema de valores del sistema social más amplio del que la entidad forma parte. Cuando exista una disparidad entre dos sistemas de valores hay una amenaza para la legitimidad de la entidad. Por medio de la búsqueda de la legitimidad, las organizaciones dan respuesta a las expectativas que los grupos de interés tienen sobre ellas. Si la empresa responde a los valores sociales, garantizará su éxito o al menos su supervivencia (Husillos, 2004). Así, las empresas se implican en la sociedad como un ciudadano más, dónde los valores corporativos se alinean como los valores de la sociedad, con una concepción más amplia de entender la empresa y el papel que debe desempeñar en la sociedad (Vega, 2009).

2.3. REVISIÓN DE LA LITERATURA

En este apartado se muestra una revisión de los resultados ofrecidos por los principales trabajos realizados en el área objeto de estudio, analizando los estudios de corte instrumental que vinculan el desempeño social y financiero de las organizaciones empresariales. A la vista de los trabajos analizados, éstos ofrecen por norma general tres tipos de resultados acerca de la relación existente entre el desempeño social y financiero de la empresa, siendo éstos: i) relación positiva; ii) negativa; y, iii) neutral.

Los estudios que indican la existencia de una relación positiva entre desempeño social y financiero empresarial son numerosos. Ortas y Moneva (2011b) muestran que la situación de las organizaciones latinoamericanas con respecto a la divulgación de memorias de sostenibilidad cada vez es más relevante. La omisión de esta información puede causar la pérdida de competitividad en comparación con empresas del mismo sector (Porter y Kramer, 2006). Cada vez con mayor asiduidad se incorporan aspectos relacionados con la gestión sostenible, a la hora de configurar las carteras de inversión (Moneva y Ortas, 2007). Mediante la mejora de la transparencia, la información social de una empresa aumenta su credibilidad y reduce el riesgo al que está sujeto el inversor (Cormier y Magnan, 2007).

Las empresas que no prestan atención a las demandas de sus grupos de interés podrían perder competitividad frente al resto de compañías (Porter y Kramer, 2006). La divulgación de la información de sostenibilidad es demandada por los grupos de interés para conocer los impactos sociales o medioambientales que la actividad de la empresa genera (Moneva y Ortas, 2010). Así, Ortas y Moneva (2011a) indican que la

divulgación de dicha información influye positivamente sobre el rendimiento de mercado de las empresas. La inversión socialmente responsable es un tipo de inversión que considera tanto criterios financieros como medioambientales, sociales y de buen gobierno. El crecimiento del número de inversores que apuestan por una inversión socialmente responsable ha sido muy importante en la última década. En otros trabajos relacionados con el sector bancario, se puede apreciar una tendencia positiva en cuanto al aumento de divulgación de informes de sostenibilidad, debido al desglose de información sobre desempeño social, poniendo de manifiesto la necesidad de incrementar la transparencia hacia sus grupos de interés (Moneva et al., 2013). El principal objetivo de las memorias de sostenibilidad es proporcionar una imagen equilibrada y razonable del desempeño en materia de desarrollo sostenible por parte de la organización informante. La introducción de sistemas de gestión innovadores y la mejora de la imagen de la organización por la difusión de sus prácticas, sirven para lograr diversos beneficios como pueda ser el caso de: i) valorar el desempeño en materia de desarrollo sostenible; ii) remarcar la relación mutua de las organizaciones; iii) comparar el desempeño en materia de desarrollo sostenible con otras organizaciones; y, iv) reducir el riesgo social y medioambiental llegando a incrementar el valor bursátil de la organización. Esto es debido a que los distintos grupos de interés tienen cada vez más en cuenta el fuerte impulso que puede llegar a provocar una inversión socialmente responsable, llegando a la conclusión de que estos sistemas de gestión innovadores provocan beneficios debido al efecto positivo de esas inversiones (Moneva y Ortas, 2009). Moneva y Ortas (2007) indican que la situación actual del mercado español en materia de divulgación social y medioambiental es privilegiada en el panorama europeo y mundial, ya que las empresas españolas están evolucionando de una forma positiva con respecto a los últimos años. Este liderazgo en materia de sostenibilidad en las empresas que divulgan este tipo de información no ha pasado desapercibido para la comunidad inversora, ya que se observa una valoración anormalmente positiva en las empresas que divulgan este tipo de información, poniendo de manifiesto que los inversores premian a las empresas que deciden informar sobre los impactos que su actividad genera sobre los distintos grupos de interés (Moneva y Ortas, 2007). Así se evidencia la importancia relativa de mecanismos como la divulgación de información social y medioambiental, ya que su posible omisión podría ocasionar una pérdida de competitividad con respecto a otras firmas del sector (Moneva y Ortas, 2007). Esta consideración es de gran interés para la gestión al más alto nivel en las organizaciones,

adquiriendo incluso más importancia en épocas de inestabilidad económica, ya que aquellas empresas con mayores niveles de desempeño social obtienen menos riesgo y son percibidas como inversiones más seguras por los grupos de interés (Ortas y Moseñe, 2011).

El segundo grupo de trabajos está compuesto por aquellos que muestran una relación negativa entre el desempeño social y financiero de la empresa. Boyle et al. (1997) indican que la divulgación de información social actúa como un obstáculo para mejorar el desempeño financiero de las organizaciones, debido a que los inversores conocen que las empresas obtienen un porcentaje significativo de sus beneficios de una forma cuestionable desde un punto de vista ético. Brammer et al. (2006) trabajó sobre la posible relación entre el rendimiento de mercado y la divulgación de información de sostenibilidad por parte de las organizaciones y llegó a la conclusión de que las cuestiones sociales y medioambientales son considerados como un factor negativo que se convierte en un gasto adicional para la organización, provocando una reducción en el rentabilidad económica de las empresas. Asimismo, Lee et al. (2009) indican que la divulgación de información de RSC podría ser un obstáculo para la obtención de beneficios.

Finalmente, se pueden encontrar trabajos que defienden la existencia de una relación neutral o no significativa entre el desempeño social y financiero empresarial. Ortas y Moneva (2011a) indican que la inclusión o exclusión de las organizaciones del Dow Jones Sustainability Stock Index (DJSI) no modifica anormalmente los precios de las acciones de las empresas involucradas. Sin embargo, el mercado valora positivamente el compromiso con la sostenibilidad a largo plazo, premiando los inversores a aquellas empresas que se mantienen en el DJSI (Ortas y Moneva, 2011a). Finalmente, Heinkel et al. (2001) indican que las empresas que divulgan, de forma voluntaria, memorias de sostenibilidad no muestran mejor rendimiento y tienen el mismo nivel de riesgo que las empresas que no lo hacen.

3. HIPÓTESIS Y METODOLOGÍA

En este apartado se muestran las distintas hipótesis, en las que se basan las posibles relaciones entre desempeño social y financiero de las empresas. La metodología utilizada consiste en la utilización de distintas regresiones lineales, que son estimadas

por el método de mínimos cuadrados ordinarios (MCO). A continuación, se presentan las diferentes hipótesis y los modelos de regresión utilizados en cada una de ellas.

Hipótesis 1: El desempeño social empresarial incide positivamente sobre la rentabilidad de mercado de las empresas.

Esta hipótesis analiza la influencia del grado de transparencia social (medido por el nivel de divulgación de información social de las empresas) sobre la rentabilidad obtenida por las empresas. Si se observa una relación positiva, la hipótesis será aceptada, y se demostrarían las premisas de la TGI. Si la relación fuese negativa o neutral, la hipótesis no podría ser aceptada. Concretamente, si la relación es negativa se pondría de manifiesto que los inversores perciben la divulgación de información social como un factor negativo para el rendimiento de su portfolio. Si es independiente, los inversores manifestarán que dicha información es irrelevante para el rendimiento de su portfolio y por ello no tendrán en cuenta este tipo de información.

La hipótesis se va a contrastar empíricamente a través de la estimación del siguiente modelo:

$$\text{RENT}_{i,t} = \alpha + \beta_1 * \text{DS}_{i,t} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Siendo $\text{DS}_{i,t}$ la variable que mide el grado de desempeño en términos sociales de la empresa “i” en el periodo “t”. Esta variable se construye sobre la base del grado de divulgación medioambiental por parte de las empresas en sus memorias de sostenibilidad. $\text{RENT}_{i,t}$ es otra de las variables utilizadas y representa la rentabilidad de mercado anualizada de la empresa “i” para el año “t”; los coeficientes α y β simbolizan los parámetros a estimar. Finalmente, $\varepsilon_{i,t}$ se refiere al error del modelo.

Hipótesis 2: El desempeño social empresarial incide negativamente sobre los niveles de riesgo de la empresa.

En esta hipótesis pretende analizar la influencia del desempeño social empresarial sobre el riesgo de mercado de las empresas (medido a través de la variabilidad o dispersión de sus rentabilidades diarias). En esta hipótesis se trata de comprobar si los inversores confían en empresas que divulgan información social. Si, por el contrario, la relación es positiva, la hipótesis debe ser rechazada ya que indicaría que a mayor desempeño social empresarial mayor nivel de riesgo experimentarían. Finalmente, se podría dar el caso en

la que ambas variables fuesen independientes, resultando que empresas con alto o bajo grado de desempeño social fueran inversiones con niveles de riesgo similares.

La hipótesis se va a contrastar empíricamente a través de la estimación del siguiente modelo:

$$\text{RISK}_{i,t} = \alpha + \beta_1 * \text{DS}_{i,t} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Siendo $\text{DS}_{i,t}$ la variable que mide el desempeño social de la empresa “i” en el periodo “t”. $\text{RISK}_{i,t}$ es otra de las variables utilizadas y representa el riesgo de mercado anualizado de la empresa “i” en el año “t”; los coeficientes α y β simbolizan los parámetros a estimar; y, $\varepsilon_{i,t}$ se refiere a la perturbación aleatoria del modelo.

Hipótesis 3: La rentabilidad de las empresas incide positivamente sobre el desempeño social de las mismas.

En esta hipótesis se pretende analizar la influencia del rendimiento empresarial sobre el desempeño social. Dentro de las premisas establecidas por la TRO, solamente aquellas organizaciones que generan excedente de rentabilidad sobre la media esperada, mejorarán su grado de desempeño social. Así, las empresas que generan recursos ociosos de forma sistemática tienen más fondos que pueden destinar a otros objetivos distintos del principal (i.e. maximizar el valor para el accionista, desde el punto de vista clásico de la TEN). Algunos de los objetivos secundarios a los que se pueden destinar estos recursos pueden ser actuaciones altruistas como la divulgación de información social para obtener beneficios derivados del incremento de su reputación.

La hipótesis se va a contrastar empíricamente a través de la estimación del siguiente modelo:

$$\text{DS}_{i,t} = \alpha + \beta_1 * \text{RENT}_{i,t} + \varepsilon_t \quad (3)$$

Siendo $\text{DS}_{i,t}$ la variable que mide el desempeño social de la empresa “i” en el periodo “t”; $\text{RENT}_{i,t}$ representa la rentabilidad de mercado anualizada de la empresa “i” para el año “t”. Los coeficientes α y β representan los parámetros a estimar, y $\varepsilon_{i,t}$ hace referencia al error del modelo.

Hipótesis 4: El riesgo de mercado de las empresas influye positivamente sobre el desempeño social de las mismas.

En esta hipótesis se pretende analizar la influencia del riesgo de mercado que experimentan las empresas sobre el desempeño social de las mismas. Es decir, si aquellas empresas con más riesgo divulgan más información de carácter social. Si al realizar el análisis el resultado fuera negativo entre dichas variables significará que a mayor riesgo menor será el desempeño social de la empresa. Si por el contrario la relación fuese positiva, se cumpliría la TL ya que aquellas empresas con mayor riesgo tratarían de legitimar sus actividades a través de la divulgación de información de sostenibilidad. Si no se cumple ninguno de estos dos casos, la relación será neutra y por lo tanto ambas variables serían independientes.

La hipótesis se va a contrastar empíricamente a través de la estimación del siguiente modelo:

$$DS_{i,t} = \alpha + \beta_1 * RISK_{i,t} + \varepsilon_t \quad (4)$$

Siendo $DS_{i,t}$ la variable que mide el grado de transparencia en términos sociales para la empresa “i” en el periodo “t”. $RISK_{i,t}$ representa el riesgo de mercado de la empresa “i” en el año “t”; los coeficientes α y β simbolizan los parámetros a estimar; y, $\varepsilon_{i,t}$ es el error del modelo.

4. CARACTERIZACIÓN DE LA MUESTRA

4.1. MERCADO, SECTOR Y EMPRESAS CONSIDERADAS

En el presente trabajo se ha considerado como población objeto de estudio a las empresas que cotizan en el mercado continuo español (ver Tabla A.1 en el anexo). Las empresas applus, axia, hispania, liberbank y merlín no cotizaron en la fecha requerida por lo que fueron excluidas del análisis. El análisis empírico se realizó sobre las empresas que divulgaron información sobre derechos humanos en sus memorias de sostenibilidad. Sobre la base de esta muestra se analizan las hipótesis planteadas. La muestra analizada corresponde al año 2012, y las empresas están incluidas en los siguientes sectores de actividad:

- Materiales básicos, industria y construcción.
- Sistemas financieros e inmobiliarios.
- Tecnología y telecomunicaciones.

La medición del grado de desempeño social ha sido evaluada a través de la composición de un índice que revela el grado de divulgación de información sobre derechos humanos de las compañías. Concretamente, 8 son los indicadores “principales” de derechos humanos de la guía GRI G3 (ver Tabla A.2 en el anexo) que fueron considerados para la creación del mencionado índice.

4.2. DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES

A través del análisis de las distintas memorias de sostenibilidad de las empresas se podrá medir el grado de transparencia de las empresas con sus distintos grupos de interés. Las memorias de sostenibilidad analizadas siguen las directrices marcadas por la “Guía para la elaboración de Memorias de Sostenibilidad” de la GRI.

Para la evaluación de los indicadores se establece una escala de medida en la que se diferencian tres niveles:

- 0: indica ausencia de información, es decir, en la información analizada no hace referencia al indicador.
- 1: denota información parcial, es decir, se hace referencia al indicador en cuestión, pero la información proporcionada es breve y/o incompleta (en cualquier caso, pudiendo ser mejorable).
- 2: indica la presencia de la información adecuada, es decir, la información publicada en dicho informe se corresponde con el total de información a proporcionar (información completa).

De esta forma, la suma de las puntuaciones de cada indicador para cada empresa servirá como medida del desempeño social empresarial.

Para obtener la rentabilidad, se han tomado como referencia los precios de cierre diarios para cada compañía de la muestra. La rentabilidad se ha calculado a través del siguiente procedimiento: i) en primer lugar se calculan las variaciones diarias a través de los precios de cierre diarios de cada una de las empresas de la muestra; y ii) se calcula el promedio de las rentabilidades diarias y se anualiza.

Finalmente, entendemos por riesgo de mercado la variación del precio de mercado de una compañía. En este trabajo, el riesgo de las empresas se ha determinado mediante el cálculo de la desviación estándar anualizada de las rentabilidades diarias de las empresas.

4.3. ANÁLISIS DESCRIPTIVO DE LAS VARIABLES

La Tabla 4.3.1 muestra los principales estadísticos descriptivos de las variables utilizadas en el estudio empírico. Teniendo en cuenta que 16 puntos representa el máximo nivel de desempeño social (8 indicadores multiplicado por 2 puntos), se pueden extraer las siguientes interpretaciones: i) de las 66 empresas analizadas, el número de empresas que muestran información ya sea parcial o global asciende a 30, representando el 45,45% de la muestra; ii) tan sólo 4 empresas (representando el 6,06% de la muestra) muestran la información completa requerida por “Guía para la elaboración de Memorias de Sostenibilidad” de la GRI. Estas consideraciones indican que la divulgación de información social no es muy popular entre las empresas de la muestra. La desviación estándar de la variable DS alcanza un valor del 6,1025. Debido a la magnitud de su valor, esto indica que existe una gran variabilidad de perfiles de divulgación de información social entre las empresas de la muestra. El coeficiente de asimetría referente al desempeño social es positivo lo que indica que la asimetría es positiva, por lo tanto, habiendo un mayor número de empresas que presentan una desviación positiva con respecto a la media.

La rentabilidad media de las empresas durante el periodo estudiado es positiva (0,0177). Diez de las empresas de la muestra alcanzan rentabilidades negativas o cercanas a cero (representando un 15,15% de la muestra). Teniendo en cuenta el valor medio de la rentabilidad, la magnitud de la desviación estándar (0,1308) indica que hay bastante oscilación entre las rentabilidades de las empresas de la muestra. Existe un gran porcentaje de empresas cuya rentabilidad anual media es cercana a cero. Esto puede ser debido a alguno de los aspectos ocurridos en el año 2012, como, por ejemplo: i) el descenso de las inversiones; ii) el aumento del paro; iii) el aumento de impuestos; y, iv) el descenso del consumo, entre otros. Todos estos efectos influyeron a la economía española y más todavía a las inversiones financieras. Con una asimetría de 8,1222 y una curtosis de 65,98 podemos concluir que la variable rentabilidad no se distribuye como una normal.

Tabla 4.3.1. Estadísticos descriptivos del total de la muestra analizada

	Desempeño social	Rentabilidad	Riesgo
Media	4,7424	0,0177	0,1212
Mediana	0	0,0014	0,0199
Máximo	16	1,0643	6,3546
Mínimo	0	-0,0011	0
D. Estándar	6,1025	0,1308	0,7794
Asimetría	0,7025	8,1222	8,1143
Curtosis	-1,3155	65,98	65,8920

Esta tabla muestra los principales estadísticos descriptivos del total de empresas pertenecientes a la muestra analizada.

En la tercera columna se muestran los descriptivos globales de la variable riesgo. Su media es positiva, indicando que todas las empresas que obtienen rendimiento soportan un riesgo asociado a su actividad. Hay una clara diferencia entre la empresa que más y la que menos riesgo soporta, esto se debe a que la desviación estándar (0,7794) es relevante. Por otra parte, el coeficiente de asimetría es positivo (8,1143) y la curtosis es elevada. Finalmente, 5 de las empresas estudiadas obtienen un nivel de riesgo igual a cero, representando éstas un 7,58% de la muestra.

Aunque el análisis descriptivo general proporciona una visión global de las empresas de la muestra, es interesante ver las diferencias en los valores de las variables a nivel sectorial. El primer sector considerado es el relacionado con los materiales básicos, industria y construcción. Este sector lo forman 32 empresas, representando el 48,49% de la muestra, y sus descriptivos están recogidos en la Tabla 4.3.2. Es interesante destacar, que éste sector es el único que muestra unos niveles medios de desempeño social (4,3438) inferior a la media general de la muestra (4,7424). Este aspecto indica que en este sector se muestra un menor interés en este aspecto que la media general de la muestra analizada. Solamente una empresa de las 32 analizadas cumple por completo los parámetros propuestos por la “Guía para la elaboración de Memorias de Sostenibilidad” de la GRI en cuanto a indicadores de desempeño en materia de derechos humanos. De este modo, es la única empresa del sector totalmente transparente en la dimensión social.

Existen 15 empresas que divulgan información de forma parcial, quedando 16 empresas que no divulgan ningún tipo de información. También existe una gran diferencia entre la empresa que más divulga (16 puntos) y la que menos (0). En cuanto a la desviación estándar (5.6260), se puede indicar que alcanza una cifra bastante alta

sobre todo teniendo en cuenta que la puntuación máxima alcanzable es 16, esto nos indica que hay bastantes diferencias entre el desempeño social de las empresas en este sector. El coeficiente de asimetría referente al desempeño social es positivo, lo que indica que hay un mayor número de empresas de este sector que presentan una desviación positiva con respecto a la media. El dato de la curtosis (inferior a 3) indica que la distribución de la variable no se desvía de la normal, aspecto que aporta una mayor fiabilidad a los estimadores obtenidos en las regresiones lineales.

Tabla 4.3.2. Estadísticos descriptivos del sector materiales básicos, industria y construcción

	Desempeño social	Rentabilidad	Riesgo
Media	4,3438	0,0015	0,0230
Mediana	0,5	0,0011	0,0202
Máximo	16	0,0064	0,0499
Mínimo	0	-0,0005	0
D.Estándar	5,6260	0,0014	0,0111
Asimetría	0,8463	1,4467	0,5022
Curtosis	-0,9768	3,3465	-0,0370

Esta tabla muestra los principales estadísticos descriptivos de las empresas que operan en el sector de materiales básicos, industria y construcción.

La media de la rentabilidad en éste sector está ligeramente por debajo de la media general de la muestra. Destaca la empresa que mayor rentabilidad ha obtenido (0,64%), así como la empresa que menos rentabilidad ha obtenido (-0,05%). La desviación estándar obtenida en esta variable (0,0014) indica que apenas existe diferencia entre las rentabilidades obtenidas por las empresas de este sector, mostrando cierta homogeneidad. El coeficiente de asimetría es positivo (1,4467), lo que indica la existencia de una asimetría positiva y un mayor número de empresas que presentan una desviación positiva con respecto a la media de mayor magnitud. El riesgo asociado a las empresas del sector materiales básicos industria y construcción es menor que la media de la muestra total. Destaca la empresa que mayor riesgo asociado tiene en este sector (0,0499) aunque también por debajo de la media general de la muestra total analizada. La desviación es muy próxima a cero (0,0111) lo que indica que apenas hay diferencia entre el riesgo de las distintas empresas del sector.

El sector servicios financieros e inmobiliarios está formado por 27 empresas, representando el 40,9% de la muestra. Sus estadísticos descriptivos están recogidos en la Tabla 4.3.3. En cuanto al desempeño social, las empresas de este sector superan, en

media, la media general de la muestra. Este aspecto indica que hay un mayor interés en ser percibida como transparente que la media general de la muestra analizada. Hay una gran diferencia entre la empresa que más información divulga (16) y la que menos, que no es transparente al no divulgar información sobre los indicadores analizados. La desviación estándar es bastante alta (6,6937), revelando que hay bastantes diferencias en cuanto a la información divulgada por las distintas empresas del sector. Por otra parte, el coeficiente de asimetría es positivo (0,5022), indicando que existe un mayor número de empresas que presentan una desviación positiva con respecto a la media de mayor magnitud. La media de la rentabilidad en las empresas de este sector es cuatro veces mayor que la media general de la muestra. Cabe destacar las grandes diferencias en rendimiento entre las empresas de este sector, siendo éstas las mayores de todos los sectores analizados. Destaca la empresa que mayor rentabilidad ha obtenido (106,43%) y la empresa con menor rendimiento (-0,08%). La desviación estándar de la rentabilidad es de 0,2045, corroborando que es el sector con la mayor de las diferencias entre las rentabilidades obtenidas por las empresas. El coeficiente de asimetría para la variable rentabilidad es positivo (5,1955) y el mayor de todos los sectores analizados.

Tabla 4.3.3. Estadísticos descriptivos del sector servicios financieros e inmobiliarios

	Desempeño social	Rentabilidad	Riesgo
Media	4,9630	0,0411	0,2633
Mediana	0	0,0015	0,0189
Máximo	16	1,0643	6,3546
Mínimo	0	-0,0008	0
D. Estándar	6,6937	0,2045	1,2178
Asimetría	0,6685	5,1955	5,1905
Curtosis	-1,5259	26,9954	26,9592

Esta tabla muestra los principales estadísticos descriptivos de las empresas que operan en el sector de servicios financieros e inmobiliarios.

El riesgo medio asociado a las empresas del sector financiero e inmobiliario es mayor que la media general de la muestra. Destaca la empresa que mayor riesgo asociado tiene en este sector (6,3546), que está muy por encima de la media del riesgo soportado por el resto de empresas analizadas. La desviación es superior a uno (1,2178) habiendo grandes diferencias en el riesgo soportado por las distintas empresas del sector. Por otra parte, el coeficiente de asimetría es positivo y muy alto (5,1905), indicando que la asimetría es positiva y que existe un mayor número de empresas que presentan una desviación positiva con respecto a la media de mayor magnitud.

El sector relacionado con la tecnología y las comunicaciones comprende 7 empresas, representando el 10,61% de la muestra. La media del desempeño social de las empresas de este sector (ver tabla 4.3.4) asciende a 5,7143. Es el sector que mayor información de sostenibilidad divulga superando la media general de la muestra analizada en casi un punto. La desviación estándar del desempeño social es bastante amplia. Esto nos indica una variación alta de las puntuaciones obtenidas por las distintas empresas analizadas. No existe ninguna empresa que divulgue información de forma global (la empresa que mejor informa hace públicos 7 de los 8 indicadores analizados). El coeficiente de asimetría es positivo lo que indica que hay un mayor número de empresas de este sector que presentan una desviación positiva con respecto a la media. Esto unido a una curtosis inferior a tres indica que es muy probable que la distribución de probabilidad de la variable desempeño social para este sector no se aleje de la normal. Este sector es el que menor rentabilidad media tiene de todos con una cifra de (0,13%). El motivo principal por el que se podría dar esta escasa rentabilidad es porque encontramos la empresa que representa el mínimo de la muestra (-0,11%). Además, hay 3 empresas con rentabilidades por encima de la media sectorial, representando el 37,5% de las empresas del sector. La desviación estándar es bastante alta, aspecto que indica heterogeneidad de la rentabilidad de las empresas en el sector.

Tabla 4.3.4. Estadísticos descriptivos del sector tecnología y telecomunicaciones

	Desempeño Social	Rentabilidad	Riesgo
Media	5,7143	0,0013	0,0216
Mediana	2	0,0011	0,0199
Máximo	14	0,0042	0,0328
Mínimo	0	-0,0011	0,0105
D. Estándar	6,6009	0,0016	0,0089
Asimetría	0,3994	0,4710	0,1569
Curtosis	-2,5239	1,7554	-1,8887

Esta tabla muestra los principales estadísticos descriptivos de las empresas que operan en el sector de tecnología y telecomunicaciones.

El riesgo medio en este sector está por debajo de la media general de la muestra. Solamente 3 de las 7 empresas del sector superan a la media. La desviación con respecto a la media no es muy alta lo que indica que no hay mucha oscilación del riesgo en las empresas del sector.

5. RESULTADOS

5.1. MUESTRA GLOBAL

En este apartado se muestran los principales resultados obtenidos que nos permitirán contrastar las diversas hipótesis del trabajo con el fin de conocer las relaciones que existen entre las variables objeto de estudio.

La Tabla 5.1.1 muestra los parámetros estimados para contrastar la primera hipótesis. El p-valor asociado a la variable desempeño social es significativo al 10%. El signo del coeficiente estimado (0,0037) es positivo, aspecto que indica que el desempeño social influye de forma positiva sobre la rentabilidad obtenida por las empresas. Para que el poder explicativo del modelo fuera importante, el R^2 debería alcanzar la cifra de 0,3. Sin embargo, tan solo alcanza el valor de 0,0469, aspecto que indica que el porcentaje de la variable dependiente explicado por la variable independiente alcanza aproximadamente el 5%. Este dato nos indica que las variables que han intervenido en la regresión lineal tienen un bajo poder explicativo, corroborado por el R^2 ajustado al estar, también, cercano a cero.

Tabla 5.1.1: Estimadores de la hipótesis 1

Variable	Coeficiente	E. Estándar	Estadístico t	P-valor
D. Social	0,0037	0,0021	1,7887	0,0783
Ajuste del modelo				
R^2	0,0469			
R^2 ajustado	0,0315		Estadístico F	3,1994
N	66		P-valor	0,0784

Esta tabla muestra los resultados del modelo que permite contrastar la primera hipótesis del trabajo para el total de la muestra analizada.

Los resultados indican que dadas las empresas seleccionadas, el intervalo de tiempo y el análisis realizado se puede aceptar la primera hipótesis planteada, ya que el desempeño social explica, positivamente, la rentabilidad obtenida por las empresas. Al existir una relación positiva entre las variables, no pueden rechazarse los fundamentos de la TGI. De este modo se demuestra que para la muestra y el contexto analizado, aquellas compañías que invierten más en acciones sociales acaban obteniendo un mayor valor de mercado. Esto puede ser debido a que el inversor puede tener una mayor confianza en aquellas organizaciones que divulguen información de carácter social,

invirtiendo en aquellas organizaciones más transparentes, aportando una mayor competitividad con respecto al resto de organizaciones que operan en el mismo mercado

El inversor, al margen de buscar una mayor rentabilidad en su cartera de inversión, prioriza la compra de aquellos títulos cuyas organizaciones dan a conocer sus implicaciones sobre la sociedad en materia de derechos humanos.

La Tabla 5.1.2 muestra los parámetros estimados para contrastar la segunda hipótesis planteada. El p-valor asociado a la variable relacionada con el desempeño social indica que el parámetro estimado es estadísticamente distinto de cero a un nivel de confianza del 10%. El signo del coeficiente estimado es positivo, aspecto que indica que el desempeño social influye de forma positiva sobre el riesgo asociado a las distintas organizaciones.

Estos resultados no permiten aceptar la segunda hipótesis (siempre teniendo en cuenta la muestra de empresas seleccionadas, el intervalo de tiempo y el análisis realizado). En definitiva, los resultados indican que el inversor percibe a aquellas empresas con mayor desempeño social como una inversión con más riesgo. Esto puede ser debido a que los inversores consideren la inversión en aspectos sociales como un gasto que podría no ir en la línea del objetivo principal empresarial (maximización del valor según la TEN). En este caso el inversor puede percibir la mayor divulgación de información social como un perjuicio para la organización.

Tabla 5.1.2: Estimadores de la hipótesis 2

Variable	Coeficiente	E. Estándar	Estadístico t	P-valor
D. Social	0,0233	0,0123	1,8958	0,0624
Ajuste del modelo				
R ²	0,0524			
R ² ajustado	0,0370		Estadístico F	3,5939
N	66		P-valor	0,0625

Esta tabla muestra los resultados del modelo que permite contrastar la segunda hipótesis del trabajo para el total de la muestra analizada.

La Tabla 5.1.3 muestra los parámetros estimados para contrastar la tercera hipótesis. El p-valor asociado a la variable que mide la rentabilidad de la empresa es significativo al 10%. Además, su signo es positivo, aspecto que indica que cuanto mayor es la rentabilidad de la empresa, mayor desempeño social alcanza la compañía. Estos resultados permiten aceptar la tercera hipótesis del trabajo. Además, estos resultados concuerdan con la TRO, que indica que aquellas empresas que son capaces de generar

recursos de carácter ocioso son más propensas a destinar parte de ellos a actividades que no estarían estrechamente ligadas con el objetivo principal de las mismas (actividades filantrópicas, relacionadas con la RSC, etc.).

Tabla 5.1.3: Estimadores de la hipótesis 3

Variable	Coefficiente	E. Estándar	Estadístico t	P-valor
Rentabilidad	12,7152	7,1087	1,7887	0,0783
Ajuste del modelo				
R ²	0,0469			
R ² ajustado	0,0315		Estadístico F	3,1994
N	66		P-valor	0,0784

Esta tabla muestra los resultados del modelo que permite contrastar la tercera hipótesis del trabajo para el total de la muestra analizada.

De este modo, los resultados obtenidos indican que, considerando la muestra de empresas y periodo de tiempo analizado, la rentabilidad de mercado de las empresas es un determinante de su comportamiento en el área social. Así, aquellas empresas menos capaces de generar recursos de carácter ocioso tendrían menos incentivos o posibilidades de invertirlos en prácticas relacionadas con la mejora de las condiciones de vida de la sociedad y comunidades locales.

La Tabla 5.1.4 muestra los parámetros estimados para contrastar la cuarta hipótesis del trabajo. El p-valor asociado a la variable relacionada con el riesgo de la empresa indica que la variable es significativa al 10%. Además, el signo positivo del coeficiente nos indica que el riesgo de mercado incide positivamente en el grado de desempeño social empresarial. En otras palabras, aquellas empresas que obtienen una mayor variabilidad de su rentabilidad de mercado alcanzan niveles de desempeño social más altos. Este resultado permite aceptar la cuarta hipótesis. Este resultado puede aparecer porque aquellas empresas a las que el mercado les asocia más riesgo tratan de legitimar sus actividades a través de la divulgación de información de sostenibilidad en la que está incluido los impactos positivos y negativos de su empresa hacia múltiples grupos de interés. En definitiva, se estarían cumpliendo las premisas establecidas por la TL. Así, se comprueba que las empresas tratan de mitigar el riesgo de mercado mediante la divulgación de información social tratando de legitimar su actividad. Estas acciones tratará de mejorar la reputación organizacional con el objetivo de aumentar la confianza por parte del inversor.

Tabla 5.1.4: Estimadores de la hipótesis 4

Variable	Coefficiente	E. Estándar	Estadístico t	P-valor
Riesgo	2,2489	1,1863	1,8958	0,0624
Ajuste del modelo				
R ²	0,0524			
R ² ajustado	0,0370		Estadístico F	3,5934
N	66		P-valor	0,0625

Esta tabla muestra los resultados del modelo que permite contrastar la cuarta hipótesis del trabajo para el total de la muestra analizada.

Hay que recordar que el poder explicativo de los modelos es bastante escaso (el R² es inferior al 6% en el mejor de los casos). Este aspecto nos indica que en los modelos se han omitido variables relevantes para explicar las variables dependientes, lo que posteriormente motivará las posibilidades de estudio futuras en el área.

5.2. ANÁLISIS POR SECTORES

En este apartado se muestran los resultados de los modelos estimados para cada sector de actividad, con el objetivo de observar si las relaciones identificadas a nivel global son de diferente naturaleza a través de los sectores considerados.

La Tabla 5.2.1 muestra los parámetros estimados para contrastar las cuatro hipótesis del trabajo en el sector materiales básicos, industria y construcción. En la primera de las hipótesis el p-valor asociado a la variable desempeño social de la empresa indica que la mencionada variable es significativa al 1%. El signo del coeficiente estimado (0,00016) es positivo, aspecto que indica que el desempeño social influye de forma positiva sobre la rentabilidad obtenida por las empresas de este sector. Para que el poder explicativo del modelo fuera importante, el R² debería alcanzar la cifra de 0,3. Al alcanzar el valor de 0,328014, indica que el porcentaje de la variable dependiente explicado por la variable independiente alcanza aproximadamente el 32%. Este dato nos indica que las variables que han intervenido en la regresión lineal tienen un poder explicativo considerable, corroborado por el R² ajustado al estar, también, cercano a 0,3.

Tabla 5.2.1: Estimadores de las hipótesis para el sector de materiales básicos, industria y construcción

	Hipótesis 1	Hipótesis 2	Hipótesis 3	Hipótesis 4
	Rentabilidad	Riesgo	D. Social	D. Social
D. Social	0,00016 (0,0004)	0,00193 (0,00132)		
Rentabilidad			1957,74 (0,00049)	
Riesgo				147,855 (0,00132)
Ajuste del modelo				
R ²	0,328014	0,286532	0,328014	0,286532
R ² ajustado	0,295756	0,254274	0,295756	0,254274
N	32	32	32	32

Esta tabla muestra los resultados del modelo que permite contrastar las hipótesis del trabajo para el sector materiales básicos, industria y construcción. La tabla muestra los valores de los coeficientes estimados y los p-valores asociados a los mismos (entre paréntesis).

Con estos resultados, se puede decir que, dadas las empresas seleccionadas, el intervalo de tiempo y el análisis realizado se puede aceptar la primera hipótesis planteada para este sector, ya que el desempeño social explica, positivamente, la rentabilidad obtenida por las empresas del mismo. Al existir una relación positiva entre las variables, no puede rechazarse la TGI. De este modo se demuestra que los resultados obtenidos en dicho sector son similares a los obtenidos en el total de la muestra analizada. Por lo tanto, aquellas compañías que invierten más en acciones sociales acaban obteniendo un mayor valor de mercado.

En la segunda de las hipótesis el p-valor asociado a la variable desempeño social es significativo al 1%. El signo del coeficiente estimado (0,00132) es positivo, aspecto que indica que el desempeño social influye de forma positiva sobre riesgo asociado a las empresas de este sector, es decir que a mayor desempeño social mayor riesgo de mercado para la empresa. Para que el poder explicativo del modelo fuera importante, el R² debería alcanzar la cifra de 0,3. Sin embargo, tan solo alcanza el valor de 0,286533, aspecto que indica que el porcentaje de la variable dependiente explicado por la variable independiente alcanza aproximadamente el 28%. Este dato nos indica que las variables que han intervenido en la regresión lineal tienen cierto poder explicativo, corroborado por el R² ajustado al estar, también, cercano a 0,3. Los resultados indican que el inversor percibe a aquellas empresas con mayor desempeño social como una inversión con más

riesgo. Esto puede ser debido a que los inversores consideren la inversión en aspectos sociales como un gasto que podría no ir en la línea del objetivo principal empresarial.

En la tercera de las hipótesis el p-valor asociado a la variable rentabilidad de la empresa es significativo al 1%. Además, su signo es positivo, aspecto que indica que cuanto mayor es la rentabilidad de la empresa, mayor desempeño social alcanza, verificando que se cumple la tercera hipótesis del trabajo. Además, estos resultados concuerdan con la TRO, que indica que aquellas empresas que son capaces de generar recursos de carácter ocioso son más propensas a destinar parte de esos recursos a actividades que no estarían estrechamente ligadas con el objetivo principal de las mismas. En la cuarta hipótesis el p-valor asociado a la variable riesgo es significativo al 1%. Además, el coeficiente es positivo, aspecto que indica que cuanto mayor es el riesgo mayor desempeño social llevan a cabo las organizaciones, verificándose así la cuarta hipótesis del trabajo para este sector. Al existir una relación positiva entre las variables, no puede rechazarse la TL. De este modo se demuestra que los resultados obtenidos en dicho sector son similares a los obtenidos en el total de la muestra analizada.

La Tabla 5.2.2 muestra los parámetros estimados para contrastar las hipótesis del trabajo en el sector financiero e inmobiliario. En la primera de las hipótesis el p-valor asociado a la variable desempeño social de la empresa indica que la mencionada variable no es significativa al 10%. Este aspecto indica que el desempeño social no influye de forma significativa sobre la rentabilidad obtenida por las empresas de este sector, por lo tanto no se puede aceptar la primera hipótesis. Esta falta de asociación entre las mencionadas variables puede deberse a que este sector ha sido muy castigado por la crisis y los inversores de las empresas de este sector están buscando la rentabilidad de sus títulos por encima de otros aspectos. Aunque los resultados de esta hipótesis indican que estas variables no tienen relación podría ser valorado por los inversores como algo positivo ya que, puede verse como un elemento diferenciador con respecto al resto de organizaciones que no divulguen este tipo de información, buscando un objetivo a largo plazo en cuanto a la imagen de las empresas que tienen en cuenta a sus grupos de interés, haciéndoles partícipes de las repercusiones que su actividad genera sobre la sociedad. En definitiva, los resultados muestran que aquellas organizaciones con mayor desempeño social no son menos rentables en el mercado que aquellas menos transparentes.

Tabla 5.2.2: Estimadores de las hipótesis para el sector de servicios financieros e inmobiliarios

	Hipótesis 1	Hipótesis 2	Hipótesis 3	Hipótesis 4
	Rentabilidad	Riesgo	D. Social	D. Social
D. Social	0,007699 (0,109069)	0,047621 (0,096467)		
Rentabilidad			11,436844 (0,109069)	
Riesgo				2,155594 (0,096467)
Ajuste del modelo				
R ²	0,095756	0,102652	0,095756	0,102652
R ² ajustado	0,057294	0,064191	0,057294	0,064191
N	27	27	27	27

Esta tabla muestra los resultados del modelo que permite contrastar las hipótesis del trabajo para el sector financiero e inmobiliario. La tabla muestra los valores de los coeficientes estimados y los p-valores asociados a los mismos (entre paréntesis).

En la segunda de las hipótesis, el p-valor asociado a la variable desempeño social nos indica que la variable es significativa al 10%. El signo del coeficiente estimado (0,047621) es positivo, aspecto que indica que el desempeño social afecta de forma positiva sobre el riesgo de las empresas de este sector. Así, el desempeño social permite explicar el riesgo y por lo tanto se cumple la segunda hipótesis. En la tercera de las hipótesis, el p-valor asociado a la variable rentabilidad revela que ésta no es significativa al 10%. Para este sector la variable rentabilidad no permite explicar el desempeño social y por lo tanto no se cumple la tercera hipótesis. De este modo, para este sector no se puede verificar la TRO, ya que a mayor rentabilidad empresarial se obtienen similares niveles de desempeño social. En la cuarta de las hipótesis, el p-valor asociado a la variable riesgo revela que es significativa al 10%. El signo del coeficiente estimado (2,155594) es positivo indicando que el riesgo afecta de forma positiva sobre el desempeño social, aceptándose por lo tanto la cuarta hipótesis y verificándose los argumentos de la TL.

La Tabla 5.2.3 muestra los parámetros estimados para contrastar todas las hipótesis del trabajo en el sector tecnología y telecomunicaciones. En la primera de las hipótesis el p-valor asociado a la variable desempeño social de la empresa indica que la mencionada variable no es significativa al 10%. Este resultado indica que el desempeño social no determina la rentabilidad de las empresas de este sector. Así, no se puede aceptar la primera hipótesis ni verificar la TGI. Tampoco se puede verificar la segunda

de las hipótesis, ya que el p-valor asociado a la variable desempeño social no es significativa al 10%. Así, en este sector la variable desempeño social no permite explicar el riesgo y por lo tanto no se cumple la segunda hipótesis ni se verifica la TGI. Aunque el desempeño social no explique el nivel de riesgo asociado a ciertos títulos, dicha divulgación puede ser percibida de forma negativa por los inversores, aunque no disminuya ni aumente el nivel de riesgo asociado a la compra de dichos títulos puede ser visto como un gasto que no está en la línea del objetivo principal de la empresa y por consiguiente causar un rechazo en los inversores.

Tabla 5.2.3: Estimadores de las hipótesis para el sector tecnología y telecomunicaciones

	Hipótesis 1	Hipótesis 2	Hipótesis 3	Hipótesis 4
	Rentabilidad	Riesgo	D. Social	D. Social
D. Social	0,000105 (0,275714)	0,001544 (0,150392)		
Rentabilidad			1824,8434 (0,275714)	
Riesgo				201,82703 (0,150392)
Ajuste del modelo				
R ²	0,193297	0,311674	0,193297	0,311674
R ² ajustado	0,026631	0,145008	0,026631	0,145008
N	7	7	7	7

Esta tabla muestra los resultados del modelo que permite contrastar las hipótesis del trabajo para el sector tecnología y telecomunicaciones. La tabla muestra los valores de los coeficientes estimados y los p-valor asociados a los mismos (entre paréntesis).

En la tercera hipótesis, el p-valor asociado a la variable rentabilidad indica que no es significativa a 10%. Para este sector la variable rentabilidad no permite explicar el desempeño social y por lo tanto no se puede aceptar la tercera hipótesis. De este modo, la TRO no se cumple en este sector. Finalmente, el p-valor asociado a la variable riesgo no es significativa a 10%, aspecto que no permite aceptar la cuarta hipótesis para este sector de actividad. Así, el riesgo de la empresa no permite explicar el desempeño social y por lo tanto no se cumple esta hipótesis. Asimismo, la TL no se puede verificar para este sector. En este caso las empresas no tratan de legitimar sus actividades mediante la divulgación de información social, por lo que puede verse como algo positivo ya que los inversores pensarán que las actividades llevadas a cabo por estas organizaciones no generan impactos negativos sobre la sociedad (o al menos no muy significativos).

6. CONCLUSIONES

El objetivo del trabajo consiste en analizar la posible relación de dependencia entre el desempeño social y financiero de las organizaciones del mercado continuo español y más específicamente de aquellas pertenecientes a los sectores materiales básicos industria y construcción, servicios financieros e inmobiliarios y tecnología y telecomunicaciones. El análisis se realiza midiendo el desempeño social a través del grado y calidad de la divulgación de la información social divulgada por las empresas. Asimismo, el desempeño financiero de las empresas se mide a través de la rentabilidad y riesgo de las mismas en el periodo 2012. Las principales teorías utilizadas para introducir los objetivos e hipótesis del trabajo son la Teoría de los Grupos de Interés (TGI), Teoría Económica Neoclásica (TEN), Teoría de los Recursos Ociosos (TRO) y la Teoría de la Legitimidad.

Los principales resultados nos indican que existe cierta relación de dependencia entre las variables estudiadas (desempeño social y financiero empresarial), aunque no se aprecia con la misma intensidad en todos los sectores de actividad analizados. A nivel global, el desempeño social empresarial explica positivamente la rentabilidad y riesgo de las empresas, de este modo no pudiendo rechazarse parcialmente la TGI. Este resultado indica que en la actualidad se está observando un cambio de tendencia en el comportamiento por parte de las empresas en lo que a la RSC y sostenibilidad se refiere, y también en la consideración de estos aspectos por parte del mercado. Así, se aprecia una mayor consideración de las necesidades de los grupos de interés a la hora de establecer las estrategias de las empresas. Las organizaciones abordan un nuevo estilo de gestión en el que se considera el principio de valor compartido, actuando de la manera que beneficie tanto a la empresa como a los diferentes grupos de interés. Los resultados indican que la rentabilidad y riesgo de las empresas influyen positivamente sobre el desempeño social, aceptándose las premisas de la TRO y TL. Así, aquellas empresas que obtienen unos mayores niveles de rentabilidad en el mercado, poseen más recursos para invertir en acciones de RSC. Por otro lado, las empresas que más riesgo obtienen tratan de legitimar su actividad mediante la divulgación de información de sostenibilidad.

Es interesante destacar que, a nivel sectorial, las relaciones identificadas varían notablemente. Un caso atípico es el sector de materiales básicos, industria y construcción, en el que se replica al 100% las relaciones identificadas a nivel global

muestral. Sin embargo, no se ha identificado ninguna interacción entre el desempeño social y financiero en las empresas que operan en el sector de tecnología y telecomunicaciones. Finalmente, en el sector financiero se encuentra una relación bidireccional entre el desempeño social y riesgo de las empresas. Es decir, a mayor desempeño social, mayor riesgo obtienen las empresas. Así, estos mayores niveles de riesgo impulsan a las empresas a incrementar su desempeño social con el objetivo de legitimar su actividad, dándose así un círculo virtuoso.

Los resultados de este trabajo pueden ser de gran importancia para el estudio del impacto social, proporcionando información para la mejora de la toma de decisiones de los agentes económicos. También aporta implicaciones de gran relevancia para el estudio de aspectos sociales en las prácticas empresariales, ayudando a que empresas e inversores se conciencien de las repercusiones que sus acciones pueden generar. Es muy interesante destacar que la divulgación de información de sostenibilidad no tiene un efecto negativo sobre el desempeño financiero. Así, este resultado puede ser un incentivo para que aquellas empresas que no divulgan información de sostenibilidad lo hagan, incrementando su transparencia y contribuyendo a la mejora en la reputación de la empresa. Finalmente, los resultados del trabajo sugieren que sería recomendable considerar los aspectos sociales por parte de las empresas como potencial generador de ventajas competitivas a largo plazo y así acomodar la práctica empresarial ante las nuevas y mayores exigencias a las que se enfrentan cada día.

7. LIMITACIONES Y POSIBILIDADES DE MEJORA.

El análisis empírico ha sido realizado para el periodo 2012, en el que la mayoría de las organizaciones analizadas en la muestra estaban bajo la influencia de una grave crisis financiera. Por este motivo los resultados del análisis pueden estar un poco sesgados debido a esta situación coyuntural económica tan negativa. Este aspecto limita la capacidad de generalizar los resultados obtenidos en el análisis, ya que las relaciones podrían cambiar en épocas de crecimiento económico. Otro aspecto que limita la robustez del análisis es el relacionado con una visión geográfica reducida debido a que el trabajo basa su estudio en el mercado continuo español, no considerando empresas de países y mercados exteriores. Su inclusión permitiría comparar los resultados de los distintos contextos a nivel mundial.

Cabe destacar que no todas las empresas estudiadas divulgan información de sostenibilidad de acuerdo a los estándares de la GRI, por lo que fueron excluidas de la muestra. Así, sería interesante llevar a cabo otro análisis en el que se incluyan otros estándares de información de sostenibilidad internacionales para así poder comparar resultados y observar las posibles diferencias. Otra de las limitaciones del trabajo es que los resultados pueden estar sesgados debido a que no se han incluido en los modelos diferentes variables de control. La inclusión de variables clásicas para medir las tres variables dependientes consideradas (i.e. desempeño social, rentabilidad y riesgo), como por ejemplo el tamaño de la empresa, el gasto en I+D, el nivel de endeudamiento, la intensidad de la inversión en capital entre otros, podría proporcionar unos resultados más consistentes.

Los resultados de este trabajo presentan interesantes posibilidades de estudio futuras, ya que además del desempeño social podrían analizarse variables distintas a las utilizadas en los modelos de regresión, como puede ser el desempeño medioambiental y en materia de gobierno corporativo. También sería interesante replicar el análisis en un contexto internacional, con el objetivo de ver cómo las diferencias a nivel institucional influyen en las relaciones de las variables analizadas.

8-ANEXO

Tabla A.1 Relación de empresas incluidas en la muestra

Materiales básicos, industria y construcción	Financiero e inmobiliario	Tecnología y telecomunicaciones
ABENGOA ACCIONA ACERINOX ACS AIRBUS GROUP APERAM ARCERLOMIT AUX FERROCAR AZCOYEN CEM.PORT.VAL CIE AUTOMOTIVE CLEOP D.FELGUERA ELECNR ERCROS FCC FERROVIAL FLUIDRA G.A.M GAMESA INYPSA LA SEDA BAR LINGOTES ESP NICO.CORREA OHL SACYR SAN JOSE TEC.REUNIDAS TUBACEX TUBOS REUNIDOS URALITA	AISA BA.POPULAR BA.SABADELL BA.SANTANDER BANKIA BANKINTER BBVA BME CAIXABANK CAM CIA.G.INVER CORP.ALBA DINAMIA GR.C.OCCIDENT INM COLONIAL INM DEL SUR MAPRE MARTINSA-FADESA NYESA QUABIT REALIA RENTA 4 RENTA CORP REYAL URBIS SOTOGRANDE TESTA INM URBAS	AMADEUS AMPER EZENTIS INDRA A JAZZTEL TECNOCOM TELEFONICA

Tabla A.2. Relación de indicadores GRI analizados

Guía para la elaboración de Memorias de Sostenibilidad

Indicadores del desempeño de Derechos Humanos

ASPECTO: PRÁCTICAS DE INVERSIÓN Y ABASTECIMIENTO

PRINCIPAL **HR1** Porcentaje y número total de contratos y acuerdos de inversión significativos que incluyan cláusulas que incorporen preocupaciones en materia de derechos humanos o que hayan sido objeto de análisis en materia de derechos humanos.

PRINCIPAL **HR2** Porcentaje de los proveedores, contratistas y otros socios comerciales significativos que han sido objeto de análisis en materia de derechos humanos, y medidas adoptadas como consecuencia.

ADICIONAL **HR3** Total de horas de formación de los empleados sobre políticas y procedimientos relacionados con aquellos aspectos de los derechos humanos relevantes para sus actividades, incluyendo el porcentaje de empleados formados.

ASPECTO: NO DISCRIMINACIÓN

PRINCIPAL **HR4** Número total de incidentes de discriminación y medidas correctivas adoptadas.

ASPECTO: LIBERTAD DE ASOCIACIÓN Y CONVENIOS COLECTIVOS

PRINCIPAL **HR5** Operaciones y proveedores significativos identificados en los que el derecho a libertad de asociación y de acogerse a convenios colectivos pueda ser violado o pueda correr importantes riesgos, y medidas adoptadas para respaldar estos derechos.

ASPECTO: EXPLOTACIÓN INFANTIL

PRINCIPAL **HR6** Operaciones y proveedores significativos identificados que conllevan un riesgo significativo de incidentes de explotación infantil, y medidas adoptadas para contribuir a la abolición efectiva de la explotación infantil.

ASPECTO: TRABAJOS FORZADOS

PRINCIPAL **HR7** Operaciones y proveedores significativos identificados como de riesgo significativo de ser origen de episodios de trabajo forzado u obligatorio, y las medidas adoptadas para contribuir a la eliminación de todas las formas de trabajo forzado u obligatorio.

ASPECTO: PRÁCTICAS DE SEGURIDAD

ADICIONAL **HR8** Porcentaje del personal de seguridad que ha sido formado en las políticas o procedimientos de la organización en aspectos de derechos humanos relevantes para las actividades.

ASPECTO: DERECHOS DE LOS INDÍGENAS

ADICIONAL **HR9** Número total de incidentes relacionados con violaciones de los derechos de los indígenas y medidas adoptadas.

ASPECTO: EVALUACIÓN

PRINCIPAL **HR10** Porcentaje y número total de operaciones que han sido objeto de revisiones o evaluaciones de impactos en materia de derechos humanos.

ASPECTO: MEDIDAS CORRECTIVAS

PRINCIPAL **HR11** Número de quejas relacionadas con los derechos humanos que han sido presentadas, tratadas y resueltas mediante mecanismos conciliatorios formales.

La fuente consultada es la guía para la elaboración de memorias de sostenibilidad GRI

9. REFERENCIAS

- Boyle, E.J., Higgins, M.M. y Rhee, G.S. (1997). Stock market reaction to ethical initiatives of defense contractors: theory and evidence. *Critical Perspectives on Accounting*, Vol. 8 (6), pp. 541–561.
- Brammer, S., Brooks, C. y Pavelin, S. (2006). Corporate Social Performance and Stock Returns: UK evidence from disaggregate measures. *Financial Management*, Vol. 35 (3), pp. 97–116.
- Brundtland, G.H. (1987). *World Commission on Environment and Development. Our Common Future*, pp. 8–9.
- Calton, J.M. y Kurland, N.B. (1996). *A theory of stakeholder enabling: giving voice to an emerging postmodern praxis of organizational discourse*. En: Thatchenkery, B. (Ed.), *Postmodern Management and Organizational Theory*. Sage Publications, London.
- Comisión Europea (2008). *Corporate social responsibility: A business contribution to sustainable development*. Comisión Europea.
- Cormier, D. y Magnan, M. (2007). The revisited contribution of environmental reporting to investors' valuation of a firm's earnings: An international perspective. *Ecological Economics*, Vol. 62 (3/4), 613–626.
- Carroll, A. (1989). *Business and society*. Cincinnati, South Western.
- Deegan, C., Rankin, M. y Tobin, J. (2002). An examination of the corporate social and environmental disclosures of BHP from 1983-1997: A test of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 15 (3), pp. 312–343
- Donaldson T. y Preston, L.E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications. *The Academy of Management Review*, Vol. 20 (1), pp. 65–91.
- Freeman, R.E. (1984). *Strategic Management: A stakeholder approach*. Pitman Publishing Inc., Marshfield MA.
- Freeman, R.E. y Evan, W.M. (1990). Corporate governance: A Stakeholder interpretation. *Journal of Behavioral Economics*, Vol. 19 (4), pp. 337–359.
- Friedman, M. (1970). *Social responsibility of business is to increase profits*. New York Times Magazine, September 13, 1970.
- Hartman, C.L. y Stafford, E.R. (1997). Green alliances: Building new business with environmental groups. *Long Range Planning*, Vol. 30 (2), pp. 184–196.
- Heinkel, R., Kraus, A. y Zechner, J. (2001). The effect of green investment on corporate behavior. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Vol. 36 (4), 431–449.

- Husillos, F.J. (2004). *Información medioambiental, contabilidad y teoría de la legitimación. Empresas cotizadas: 1997-1999*. Documento de Trabajo 07/04. Universidad Carlos III de Madrid.
- Jones, T.M. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *The Academy of Management Review*, Vol. 20 (2), pp. 404–437.
- Lee, D.D., Faff, R.W. y Langried-Smith, K. (2009). Revisiting the Vexing Question: Does Superior Corporate Social Performance Lead to Improved Financial Performance? *Australian Journal of Management*, Vol. 34 (1), pp. 21–49.
- Lindblom, C.K. (1994). The Implications of Organizational Legitimacy for Corporate Social Performance and Disclosure. *Critical Perspectives on Accounting Conference*, New York.
- Moneva, J.M. y Ortas, E. (2007). Información de sostenibilidad y performance financiera en el Mercado español: especial referencia al sector financiero. *Ekonomiaz*, Vol. 66, pp. 246–265.
- Moneva, J.M. y Ortas, E. (2010). Corporate environmental and financial performance: a multivariate approach. *Industrial Management and Data Systems*, Vol. 110, pp. 193–210.
- Moneva J.M., y Ortas, E. (2009). Desarrollo sostenible e información corporativa: Evolución y situación actual. *Economía Industrial*, Vol. 371, pp. 131–154.
- Moneva, J.M, Ortas, E. y Acero, I. (2013). Divulgación de la información de responsabilidad social en las cooperativas de crédito y cajas de ahorros aragonesas. *CIRIEC-España, Revista de Economía Social, Pública y Cooperativa*, Vol. 77, pp. 5–29.
- Ortas, E., Burritt, R.L. y Moneva, JM. (2013). Socially Responsible Investment and cleaner production in the Asia Pacific: does it pay to be good? *Journal of Cleaner Production*, Vol. 52, pp. 272–280.
- Ortas, E. y Moneva, J.M. (2011a). Sustainability stock exchange indexes and investor expectations: Multivariate evidence from DJSI-Stoxx. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 40 (151), pp. 395–416.
- Ortas, E. y Moneva, J.M. (2011b). Origins and development of sustainability reporting: Analysis of the Latin American context. *Globalization, Competitiveness and Governability*, Vol. 5 (2), pp. 16–37.
- Ortas, E. y Moseñe, J.A. (2011). Sostenibilidad en tiempos de crisis, ¿una apuesta al fracaso o un valor en alza? Evidencia del sector energético español. *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, Vol. 14, pp. 299–320.
- O'Donovan, G. (2002). Environmental disclosures in the annual report: extending the applicability and predictive power of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability*, Vol. 15(3), pp. 344–371.

- Porter, M.E. y Kramer, M.R. (2006). Strategy and society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, Vol. 84 (12), pp. 42–56.
- Shocker, A.D. y Sethi, S.P. (1973). An approach to incorporating societal preferences in developing corporate action strategies. *California Management Review*, Vol. 15 (4), pp. 97–105.
- Vega, J.L.A. (2009). *Responsabilidad Social y los principios del desarrollo sostenible como fundamentos teóricos de la información social de la empresa*. Madrid: ESIC.