



Cuadernos de Gestión

ISSN: 1131-6837

belen.vallejo@ehu.es

Universidad del País Vasco/Euskal Herriko

Unibertsitatea

España

Charlo Molina, María José; Moya Clemente, Ismael; Muñoz Rubio, Ana MAría
Factores diferenciadores de las empresas del índice de responsabilidad español

Cuadernos de Gestión, vol. 13, núm. 2, 2013, pp. 15-37

Universidad del País Vasco/Euskal Herriko Unibertsitatea

Vizcaya, España

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=274326464001>

- ▶ Cómo citar el artículo
- ▶ Número completo
- ▶ Más información del artículo
- ▶ Página de la revista en redalyc.org

redalyc.org

Sistema de Información Científica

Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto

Factores diferenciadores de las empresas del índice de responsabilidad español

Differential characteristics of the spanish companies in the social responsibility index

MARÍA JOSÉ CHARLO MOLINA¹

ISMAEL MOYA CLEMENTE²

ANA MARÍA MUÑOZ RUBIO¹

Universidad de Sevilla (España)

Universitat Politècnica de València (España)

Recibido el 12 de septiembre de 2011, aceptado el 14 de junio de 2012

Nº de clasificación JEL: G30, M14

DOI: 10.5295/cdg.110296mc

Resumen:

Una importante línea de investigación en Responsabilidad Social Corporativa (RSC) se centra en analizar la relación entre el comportamiento financiero (performance financiera) de las compañías y la adopción de prácticas responsables en la gestión empresarial (performance social) con el objetivo de determinar si existe dicha relación y en su caso, el signo de la misma. Los resultados obtenidos en este campo no son concluyentes y en algunos casos contradictorios. Por ello, se ha considerado relevante analizar a través del presente trabajo si existen diferencias en las variables económico-financieras de las empresas que componen el FTSE4Good IBEX frente a las que perteneciendo al IBEX, su índice de referencia, no forman parte del índice responsable. Para ello, se incluye el marco teórico que trata de explicar la naturaleza de la relación entre los resultados sociales y resultados financieros y un estudio empírico con datos referidos al periodo 2007 y 2008. Los resultados obtenidos señalan como aspectos diferenciadores entre ambos grupos de empresas, las variables relacionadas con el riesgo de mercado, así como el endeudamiento y el tamaño.

Palabras clave:

Responsabilidad Social Corporativa, Inversión Socialmente Responsable, Índices éticos o socialmente responsables, FTSE4Good IBEX.

Abstract:

Corporate social responsibility (CSR) researchers focus on the performance of the firms indexed in their field, and they reach different conclusions. This paper analyses if there are differences in financial performance of companies considered as highly socially responsible (those that compose the Spanish sustainability index

¹ Departamento de Contabilidad y Economía Financiera de la Universidad de Sevilla. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Avda. Ramón y Cajal s/n 41018 Sevilla. mjcharlo@us.es, amrubio@us.es.

² Departamento de Economía y Ciencias Sociales de la Universitat Politècnica de València. Facultad de Administración y Dirección de Empresas. Camino de Vera s/n 46022 València. imoya@esp.upv.es

FTSE4Good IBEX) as well as other IBEX companies not included in that index. We theoretically examine the relationship between a firm responsible behaviour and its financial performance. We also make an empirical study to analyse this relationship. The results show that the differential aspects between both groups of companies are market risk variables and debts and size variables.

Keywords:

Corporate Social Responsibility, Socially Responsible Investment, Ethical or Socially Responsible Indexes, FTSE4Good IBEX.

1. INTRODUCCIÓN

Cada vez son más las empresas que establecen procedimientos de gestión teniendo en cuenta no sólo la dimensión económica, sino también los aspectos sociales y medioambientales de sus actividades. Asimismo y de manera creciente, el Estado y los organismos públicos desarrollan proyectos a nivel nacional, regional o local, para impulsar la adopción de medidas de Responsabilidad Social Corporativa (RSC) como estrategia empresarial.

Ante el cambio en el sistema de valores de nuestra sociedad, cada vez más preocupada por temas sociales y medioambientales y de acuerdo con Nieto y Fernández (2004), las empresas llevan a cabo prácticas responsables presionadas por tres grandes cuestiones: la proliferación de iniciativas públicas y privadas para la actuación y la información en el ámbito de la RSC, las modificaciones en las pautas de los mercados de consumo y la corrección de los criterios de inversión en los mercados financieros.

De todos estos factores, el de mayor peso en la difusión de la RSC es la adopción de buenas prácticas en criterios de inversión en los mercados financieros: la Inversión Socialmente Responsable (ISR). El hecho de que haya aumentado la conciencia de los inversores hacia los criterios sociales y medioambientales en sus decisiones de inversión hace que las empresas apliquen cada vez más prácticas de RSC, colocándose en una posición ventajosa para acceder a los recursos financieros.

A su vez, la creciente incorporación de la RSC a la gestión empresarial fomenta el desarrollo de la ISR. Las empresas, a través de la emisión de información sobre su RSC, pueden motivar a los inversores transmitiendo la idea de cómo su estrategia de sostenibilidad puede indicar una gestión de calidad, tratándose por tanto de una relación bidireccional (AECA, 2009).

Por tanto, la ISR puede actuar como impulso o motivación para que las empresas tomen sus decisiones de inversión y financiación bajo perspectivas sostenibles. Además y en un contexto de crisis de confianza en el mercado financiero como la actual, atribuida fundamentalmente a la ausencia de una valoración adecuada de los riesgos asociados a productos financieros comercializados por la banca de inversión, la ISR proporciona una herramienta de evaluación y control de riesgos, permitiendo una selección más eficiente de las inversiones (Charlo y Moya, 2010).

Como consecuencia, el inversor interesado en la selección de carteras responsables necesita contar con indicadores que le permitan valorar y calificar las actuaciones llevada a cabo en este sentido por las empresas, especialmente en el caso de las cotizadas (AECA, 2009). Ello ha dado lugar a la aparición de una gran cantidad de agencias de análisis de sostenibilidad social, entre otras KLD Research & Analytics Inc., Innovest Strategic Value Advisors, Ethibel, Vigeo, SAM, SiRi Company y EIRIS, que realizan una actividad análoga a las agencias de calificación financiera (*rating crediticio*) pero centrando su análisis en los impactos sociales y medioambientales.

Las agencias independientes contrastan la información facilitada por la empresa recurriendo a terceros (ONGs, asociaciones de defensa del consumidor, sindicatos...) y ofrecen sus resultados en forma de bases de datos o de índices éticos, colaborando con los grandes proveedores de índices bursátiles como FTSE o Dow Jones.

La serie de índices FTSE4Good fue creada en 2001, cubriendo en la actualidad cinco mercados: FTSE4Good Global Index para empresas de todo el mundo, el FTSE4Good USA Index para empresas norteamericanas, el FTSE4Good Europe Index para el mercado europeo, el FTSE4Good Japan Index para empresas japonesas y, recientemente, el FTSE4Good IBEX para el mercado español.

En abril de 2008, el grupo FTSE (*Financial Times Stock Exchange*) amplió la serie de índices FTSE4Good¹ con la creación del índice FTSE4Good IBEX de la Bolsa de Madrid. El universo elegible son las compañías del Índice IBEX de Bolsas y Mercados Españoles y del Índice FTSE Spain All Cap. El cumplimiento de los estándares fijados es revisado semestralmente, en los meses de marzo y septiembre.

El sistema de selección del FTSE4Good se basa en criterios negativos o de exclusión, en la evaluación positiva o criterios de inclusión para asegurar el cumplimiento de estándares sociales y medioambientales y, por último, en el compromiso, esto es en el diálogo de los inversores con la empresa o el ejercicio de los derechos de voto para alentar a las compañías a la mejora de su rendimiento medioambiental o social.

Respecto a los criterios de exclusión, el FTSE rechaza las compañías que producen tabaco y las empresas que fabrican sistemas de armamento nuclear. En relación con la evaluación positiva, los criterios de inclusión tienen que ver con la gestión de los riesgos medioambientales, el cambio climático, los derechos humanos y laborales, los estándares de trabajo en la cadena de suministro y el rechazo a la corrupción, entre otros.

Como prueba del interés de las compañías en la gestión de los temas medioambientales y sociales para su inclusión en los índices éticos como forma de alcanzar su diferenciación competitiva en el mercado global, se constata que desde su creación en el año 2001, ha habido un incremento constante en el número de compañías españolas en la serie de índices FTSE4Good, y ello a pesar de que los criterios de inclusión son cada vez más rigurosos.

Sin embargo, la ISR y por tanto la RSC, también ha sido objeto de críticas. Así, según Royo (2006) se les atribuye ser inversiones menos rentables y más caras e incluso ser el producto de un marketing coyuntural, ya que al reducirse la población susceptible de ser incorporada a la cartera, se pierden oportunidades y rentabilidad. No obstante, esto no tiene que ser así, las empresas que cumplen criterios de RSC no tienen que generar menos valor para el accionista, ni los índices de RSC tienen que ser menos rentables que los globales, ni los fondos RSC peor ranking que el resto de fondos de similar exposición o *duration* (según sean de renta variable o fija)². Desde el punto de vista de los índices de sostenibilidad, la evidencia muestra que la rentabilidad de las empresas que cotizan en estos índices no es inferior, y generalmente superior, a la de las compañías que no se gestionan bajo criterios responsables (Moneva y Ortas, 2008).

Por tanto, el debate sobre la importancia de la RSC, al margen de su incuestionable desarrollo a través de los mercados financieros de todo el mundo y del impulso llevado a cabo por numerosas instituciones europeas e internacionales, se centra en determinar cuál es su relación, si es que existe, con los resultados de las compañías cuando ésta se incluye en la gestión empresarial.

Por ello, se ha considerado relevante a través del presente trabajo analizar la hipótesis de la existencia de un comportamiento financiero diferente a sus similares para las empresas del índice sostenible español FTSE4Good IBEX, y que éstas diferencias pudieran estar relacionadas con aspectos éticos y socialmente responsables.

¹ Los criterios para que una empresa sea admitida en el índice FTSE4Good se pueden consultar en http://www.ftse.com/Indices/FTSE4Good_IBEX_Index/Downloads/FTSE4Good_IBEX_Research_Report_Spanish.pdf

² Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, AECA (2009), “Inversión Socialmente Responsable: estrategias, instrumentos, medición y factores de impulso”, AECA, Madrid.

2. LA RELACIÓN ENTRE RESULTADOS FINANCIEROS Y RESULTADOS SOCIALES DE LA EMPRESA

Para tratar de establecer una relación entre los comportamientos financieros y sociales de la empresa es necesario contar con indicadores de ambas magnitudes a partir de la información emitida o disponible sobre las mismas. En este sentido hay que destacar que los estudios recientes sobre RSC tienen un enfoque común respecto a la medición de la misma y es la consideración de una gran variedad de dimensiones o aspectos como indicadores del comportamiento social de una compañía, tales como las adquisiciones de equipos para el control de la polución, las inversiones sostenibles y el comportamiento interno, la actitud hacia las mujeres y las minorías, las relaciones con los clientes, así como las relaciones con la comunidad y los programas filantrópicos (Van Beurden y Gössling, 2008). Como señala Marom (2006), la RSC no es una variable y por lo tanto no se puede medir, de ahí que los estudios sobre RSC recojan el término *Corporate Social Performance* (CSP) para hacer referencia a una medida multidimensional del comportamiento social de las compañías en función de múltiples cuestiones relacionadas con la RSC.

A partir de los trabajos de Griffin y Mahon (1997), Orlitzky *et al.* (2003) y Van Beurden y Gössling (2008) se pueden señalar las siguientes medidas de *perfomance* social de la empresa empleadas en los trabajos de investigación. Estas son: los índices de reputación, la evaluación de las medidas sociales, donde se incluyen las auditorías sociales llevadas a cabo por agencias así como la evaluación directa a través de cuestionarios a empleados y directivos, y el análisis de los resultados sociales publicados por las compañías.

Por su parte, se pueden identificar dos grandes tipos de medidas de la *performance* financiera a partir de Griffin y Mahon (1997) y Van Beurden y Gössling (2008): medidas basadas en el mercado y medidas contables.

Entre las medidas de mercado más utilizadas se encuentran el precio de la acción, el ratio beneficio/precio de la acción, alfa y beta.

Entre las medidas contables que con más frecuencia se incluyen en la investigación destacan el tamaño, rendimiento del activo, rentabilidad de los fondos propios y rentabilidad media de las ventas en cinco años.

Sin embargo, Griffin y Mahon (1997), señalan que, en los 51 estudios revisados, son más de 80 las distintas medidas utilizadas y que los autores agrupan en seis categorías: rentabilidad (11 medidas), utilización del activo (7 medidas), crecimiento (13 medidas), liquidez (6 medidas), medidas de riesgo de mercado (12) y otras (31 medidas). De estas, el 70% han sido utilizadas solamente una vez, lo cual pone de manifiesto que es imposible realizar controles válidos o en los que poder confiar, para la mayoría de las medidas financieras.

Según Margolis y Walsh (2001), sin una teoría causal definida entre la relación *Corporate Financial Performance* (CFP) y *Corporate Social Performance* (CSP), el enfoque más prudente es usar ambos tipos de medidas en la investigación de la relación, si bien tanto la utilización de medidas contables como medidas de mercado están sujetas a críticas. Así, autores como McGuire *et al.* (1988) y Wu (2006) afirman que las medidas contables, especialmente el rendimiento del activo, son en general mejores indicadores que las medidas de mercado, aunque también señalan que, con carácter general, las medidas de mercado están menos sujetas a sesgos por manipulaciones de gestión. Por otro lado, según Griffin y Mahon (1997), las medidas de mercado pueden estar recogiendo información sobre el

resultado financiero actual y las expectativas de rentabilidad futura, pero también pueden estar influenciadas por otros factores macroeconómicos.

Según Moore (2001), fue Moskowitz (1972) el primero en plantear la relación entre la responsabilidad de las empresas y sus resultados financieros y bursátiles en los años setenta. Desde entonces se han realizado numerosos estudios de recopilación de estudios previos, entre otros: Arlow y Gannon (1982); Ullmann (1985); Pava y Krausz (1996); Waddock y Graves (1997); Griffin y Mahon (1997); Roman et al. (1999); Orlitzky *et al.* (2003); Margolis y Walsh (2003); De Bakker *et al.* (2005); Allouche y Laroche (2005); Wu (2006); Marom (2006) y Van Beurden y Gössling (2008).

Sin embargo, los resultados obtenidos no son concluyentes e incluso, en algunos casos, contradictorios. La variabilidad e inconsistencias encontradas en los resultados son atribuidas a aspectos teóricos y metodológicos: ausencia de un marco teórico sólido, el empleo de distintas medidas de RSC, la falta de rigor metodológico y las limitaciones derivadas del tamaño y composición de las muestras (Ruf *et al.*, 2001). Adicionalmente, García-Castro *et al.* (2010), constatan el problema de la endogeneidad en la relación entre la performance social y financiera como posible causa de la heterogeneidad en los resultados.

Por su parte, desde el punto de vista teórico, son ampliamente aceptadas en la literatura existente (Cabeza-García *et al.*, 2010) las hipótesis desarrolladas por Preston y O'Bannon (1997), que tratan de explicar la naturaleza de la relación objeto de estudio en cuanto a su secuencia causal y signo (Tabla 1).

Tabla 1

Posibles relaciones teóricas entre los resultados sociales y financieros

SECUENCIA CAUSAL	SIGNO DE LA RELACIÓN		
	POSITIVO	NEUTRAL	NEGATIVO
RSC → PF*	Hipótesis del impacto social		Hipótesis del Trade-off
PF → RSC	Hipótesis de la disponibilidad de fondos	Hipótesis de la oferta y demanda de la firma	Hipótesis del oportunismo de los directivos
RSC ↔ PF	Sinergia positiva		Sinergia negativa

Fuente: Elaboración propia a partir de los trabajos de Salzmann et al. (2005) y Preston y O'bannon (1997).

(*) Performance financiera

La hipótesis del impacto social sostiene que mayores niveles de RSC conducirían a mayores niveles de *performance* financiera. Esta relación es la sugerida por las “teorías instrumentales”³ (Garriga y Melé, 2004), entre las que destaca la Teoría de los *Stakeholders*

³ De acuerdo con Garriga y Melé (2004), existe un amplio abanico de teorías y enfoques en el campo de la RSC que son clasificadas por los autores en cuatro categorías, a partir de las distintas formas en que concibe la relación entre la sociedad y la empresa: las teorías instrumentales, las teorías políticas, las teorías integrativas y las teorías éticas, según se relacionen con los beneficios, la actuación política, las demandas sociales y los valores éticos respectivamente.

(Freeman, 1984). Este grupo de teorías consideran la RSC como una herramienta estratégica para obtener beneficios económicos, obteniendo ventajas competitivas en el mercado (Porter y Kramer, 2002), mejorando su reputación (Fombrum y Shanley, 1990), creando imagen de marca (Murray y Montanari, 1986), y aumentando la legitimidad de la empresa (Hart y Christensen, 2002). Además y de acuerdo con Cornell y Shapiro (1987), la falta de atención por parte de la compañía hacia las preferencias de los grupos de interés, afecta negativamente a la reputación de la misma, lo que conlleva un aumento de la prima de riesgo de la empresa y como consecuencia al resultado financiero. En este sentido, según Cornell y Shapiro (1987), los costes asociados a la RSC resultarían mínimos comparados con los beneficios potenciales.

Griffin y Mahon (1997), concluyen que de los 51 estudios revisados, 33 aprecian una correlación positiva. También Frooman (1997), que trata la relación entre CSP y CFP aprecia que las empresas que actúan de manera irresponsable respecto a cuestiones sociales obtienen peor rentabilidad. Lo cual implica que llevar a cabo actuaciones responsables es necesario para incrementar los resultados de la firma. No obstante, muestra una gran cantidad de trabajos donde la relación es de signo negativo, si bien se debe, como argumentan Roman *et al.* (1999), a que la relación es medida como reacción de los resultados financieros ante actuaciones irresponsables de la compañía.

Similares resultados obtiene la revisión desarrollada por Orlitzky *et al.* (2003), meta-análisis de 52 investigaciones que abarca el periodo 1970-1997, que viene a confirmar la relación positiva entre los comportamientos socialmente responsables y los resultados financieros, indicando que de acuerdo con Rowley y Berman (2000), la relación positiva varía en su nivel de significación debido a la existencia de variables moderadoras de la relación, como puede ser el efecto positivo de la reputación, o a las distintas medidas utilizadas para la RSC y la *performance* financiera.

Posteriormente, la revisión meta-analítica de Allouche y Laroche (2005), que amplia el análisis a 82 trabajos y abarca estudios tanto de EEUU como del Reino Unido, refuerza las conclusiones de Orlitzky *et al.* (2003) ya que afirman que la RSC tiene un impacto positivo sobre el resultado financiero aunque este es más fuerte en el Reino Unido que en EEUU. Estos resultados son confirmados en la revisión realizada por Van Beurden y Gössling (2008).

Por tanto, todos los trabajos de revisión de literatura concluyen con unos resultados muy semejantes, constatando la existencia de una relación positiva entre RSC y *performance* financiera, en la que la RSC es la impulsora o variable independiente de la relación.

Respecto a la hipótesis de la oferta y demanda de RSC de la firma, autores como McWilliams y Siegel (2001), señalan que no existe vínculo claro entre resultados sociales y financieros. Basándose en el modelo de oferta y demanda de RSC de la compañía, argumentan que el nivel de RSC de cada firma depende de su tamaño, nivel de diversificación, I+D, publicidad, ingresos de los consumidores y condiciones del mercado. Así, cada compañía tiene un nivel “ideal” de RSC que viene determinado por un análisis coste-beneficio, y por tanto llegan a la conclusión de que existe una relación neutral entre RSC y *performance* financiera. Roman *et al.* (1999) constatan esta hipótesis en 14 de los 52 trabajos considerados en la revisión de literatura sobre dicha relación.

También Margolis y Walsh (2003) obtienen evidencia de ausencia o poca relevancia en la relación, ya que de los 127 trabajos analizados, 31 encuentran una relación nula o no significativa. Van Beurden y Gössling (2008), señalan 9 estudios con resultados neutrales

de los 34 analizados entre los que se encuentra: Bowman (1978); Aupperle *et al.* (1985); Freedman y Jaggi (1986); Fombrum y Shanley (1990); Ruf *et al.* (2001) y Seifert *et al.* (2004). Entre los estudios más recientes que obtienen resultados no homogéneos se encuentra el realizado por Boesso *et al.* (2010), si bien obtienen evidencia sobre la influencia positiva de la RSC sobre los resultados financieros en el caso de que se implante de manera estratégica y no tan solo como actuaciones puntuales.

Cabe incluir en este apartado aquellos trabajos que constatan la existencia de la relación pero obtienen resultados contradictorios concluyendo que la relación es indeterminada o neutral respecto al signo de la misma. En este sentido, cabe señalar que en la revisión de Griffin y Mahon (1997), son 9 de 51 los trabajos con resultados mixtos y en Margolis y Walsh (2003) son 23 de 127.

De acuerdo con la hipótesis del *trade-off*, niveles más altos de RSC conducirían a niveles más bajos de *performance* financiera. Según el argumento de Friedman (1970), las empresas carecen de otra responsabilidad que no sea el incremento de los beneficios. Así, la inversión en RSC supone un coste adicional que coloca a la empresa en desventaja frente a sus competidores, reduciendo su rentabilidad.

Son muy pocos los autores que identifican una relación negativa entre la RSC y la *performance* financiera como resultado de su investigación. Entre los estudios empíricos más recientes que constatan la existencia de esta relación destacan Brammer *et al.* (2006), Van der Laan *et al.* (2008) y Cabeza-García *et al.* (2010).

La hipótesis de la disponibilidad de fondos indica mayores niveles de *performance* financiero con niveles más altos de RSC. Según esta hipótesis, de acuerdo con Waddock y Graves (1997), un buen resultado financiero permite realizar inversiones en RSC, de manera que un buen resultado financiero puede ser un buen indicador de buenos resultados sociales posteriores.

De las revisiones mencionadas anteriormente, es la de Margolis y Walsh (2003) la que dedica una mayor atención a los estudios que consideran la responsabilidad social como variable dependiente. De todos ellos, en total 22, son 16 los que encuentran una correlación positiva, es decir que son los buenos resultados financieros los que impulsan la RSC; en tres de ellos la correlación no es significativa y para otros tres es bidireccional. Trabajos como el de McGuire *et al.* (1988, 1990) y parcialmente Moore (2001) dan sustento empírico a esta hipótesis.

La hipótesis del oportunismo de los directivos señala que niveles más altos de PF conducen a niveles más bajos de RSC. Autores como Preston y O'bannon (1997) argumentan que los directivos pueden buscar sus propios beneficios cuando el resultado financiero sea elevado a través de la reducción de la inversión en RSC. De la misma manera, si el resultado financiero es bajo, los directivos pueden justificarlo acometiendo programas sociales ambiciosos. Esta hipótesis se contrasta empíricamente en el trabajo de Posner y Schmidt (1992).

Según Waddock y Graves (1997), la sinergía positiva se puede entender desde un doble punto de vista, que haría de la misma un círculo cerrado, denominado círculo "virtuoso". Así, por una parte, parece lógico pensar que unos buenos resultados empresariales permiten destinar una parte de ellos a fines sociales, y por otro, la gestión social genera una mejor consecución de los objetivos empresariales, ya que se reducirán los costes de gestión que surgen de sus relaciones con los *stakeholders*.

Orlitzky, Schmidt y Rynes (2003), confirman el carácter bidireccional de la relación, lo que hace de la misma un vínculo sinérgico de signo positivo que viene a apoyar la hipótesis del impacto social y la disponibilidad de fondos. Sin embargo, los autores afirman que la bidireccionalidad no anula la hipótesis del impacto social ni tampoco que la influencia sea preponderante sobre la relación contraria (hipótesis de la disponibilidad de fondos), ya que los dos efectos mantienen niveles de correlación muy similares

Por último la sinergia negativa supone una influencia negativa entre la RSC y *performance* financiera combinando la hipótesis del *trade-off* y la hipótesis del oportunismo de los directivos. El trabajo de Preston y O'bannon (1997) aporta evidencia empírica a esta relación.

A partir del análisis de los trabajos referenciados, se puede constatar que la mayoría de los estudios en que la RSC es considerada como variable independiente o exógena, evidencian una clara asociación positiva entre RSC y PF. Existen muy pocos estudios que encuentren una relación negativa, como ya se ha señalado anteriormente se deben en su mayoría al impacto que determinadas prácticas irresponsables ejercen sobre el mercado. Generalmente, los trabajos pueden sustentar la hipótesis de que al menos una buena política de RSC no conduce a obtener peores resultados, por tanto parecen rechazar la hipótesis del *trade-off*, según la cual una mejor RSC conlleva a una peor *performance* financiera.

Por su parte, es destacable que aunque la mayoría de los estudios existentes parten de alguna de estas hipótesis lineales sobre la relación RSC y resultados financieros, también existen trabajos⁴ que han considerado la posibilidad de la existencia de una relación no lineal o en forma de U invertida (Moore, 2001). Esta relación supone que existe un nivel óptimo de RSC a partir del cual los gastos adicionales realizados afectan negativamente al resultado financiero. Por tanto, tal y como proponen Pava y Krausz (1996), la existencia de una relación no lineal puede ser la explicación de que en ocasiones una búsqueda consciente de metas sociales conduzca a un mejor resultado financiero mientras la compañía no haya llegado al nivel óptimo. Según Gómez (2008), la existencia de una relación no lineal puede ser otra de las explicaciones de la ausencia de vínculo entre la RSC y los resultados financieros. Además, la mayor parte de los estudios que analizan la relación se basan en empresas estadounidenses o inglesas, por lo que se podría plantear la posibilidad de que el comportamiento fuese diferente si el estudio se centrara en empresas europeas o españolas (Fernández *et al.*, 2005).

3. ESTUDIO EMPÍRICO

Siguiendo el enfoque estratégico de la RSC de la empresa, esto es, que la gestión de la RSC puede estar relacionada con la creación de valor y por tanto con la rentabilidad empresarial, según la Teoría de los *Stakeholders*, el objetivo de este trabajo es analizar si existen diferencias en las variables económico financieras de las empresas socialmente responsables frente a aquellas que no son consideradas como tales.

⁴ Trabajos que tratan la relación de manera no lineal son Bowman y Haire (1975), Sturdivant y Ginter (1977), Moore (2001) y Barnett y Salomón (2006).

Con este objeto, se consideran empresas socialmente responsables⁵ las que pertenecen al único índice sostenible existente en España, el FTSE4Good IBEX. Las empresas socialmente responsables de la muestra son las empresas que pertenecen a dicho índice en noviembre de 2008, momento en el que se hace público tras la primera revisión del mismo en septiembre de 2008. Son 32 empresas que se incluyen en la Tabla 1 del Anexo.

Puesto que las empresas del FTSE4Good IBEX provienen del IBEX 35, del IBEX Small y del IBEX Medium, se consideran a efectos de esta investigación como empresas no responsables las compañías que perteneciendo al IBEX no forman parte del índice responsable. Este grupo de empresas está formado por 55 firmas que figuran asimismo en la Tabla 1 del Anexo. Las características de la población analizada (análisis descriptivo de la población) se incluyen en la Tabla 2 del Anexo.

Se parte de la idea de que las empresas incluidas en el índice sostenible español, FTSE-4Good IBEX, pueden presentar diferencias en su *performance* financiera respecto a las empresas incluidas en su índice bursátil de referencia IBEX⁶, tomando como muestra ambos grupos de empresas para compararlos entre sí.

Los datos económico-financieros de las empresas que forman parte de la muestra, 87 en total, se han tomado de la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos). Las variables que requieren información bursátil⁷ están referidas al periodo noviembre de 2007 y noviembre de 2008. El resto de variables que precisan información contable se refieren al ejercicio 2007⁸.

La existencia de un índice sostenible para las empresas cotizadas españolas permite conocer las empresas con comportamientos responsables en el mercado bursátil español, lo cual supone evitar el uso de criterios poco homogéneos, tal y como se ha señalado en la revisión de literatura anterior para la medición de aspectos de responsabilidad social.

Las variables independientes que se utilizan como indicadores del comportamiento financiero o *performance* financiera son tanto variables contables como variables de mercado (Tabla 1), por ser esta alternativa de combinar ambos tipos de medidas la más recomendada en los trabajos de investigación previos. Asimismo, se considera adecuado según los estudios previos introducir en el análisis, junto con las diferentes medidas del comportamiento financiero de la empresa, aquellas otras variables que pueden influir en la relación: el tamaño y el sector.

⁵ La serie de índices FTSE4Good mide el cumplimiento de estándares de responsabilidad social reconocidos a nivel global, de manera que las empresas incluidas en estos índices pueden ser consideradas como empresas con buenas prácticas en materia de RSC.

⁶ La información sobre las empresas que integran el IBEX 35, IBEX Medium Cap, IBEX Small Cap y FTSE4Good IBEX se ha obtenido de la página web de la bolsa de Madrid (www.bolsamadrid.es), según consulta realizada en septiembre de 2009.

⁷ La información sobre las variables de mercado son de elaboración propia a partir de los datos de Bolsas y Mercados Españoles.

⁸ El estudio surge a partir de la aparición del único índice responsable español en 2008. En esa fecha se considera apropiada la medición de las variables independientes referidas a un periodo anterior, 2007, ya que si la calificación de empresa responsable es fruto de un proceso de implantación estratégica de la misma, las variables económico financieras ya podrían estar siendo influidas por la percepción de las buenas prácticas en periodo o periodos anteriores a su reconocimiento.

⁹ Los sectores considerados son los siguientes: 1. Petróleo y energía; 2. Materiales básicos, industria y construcción; 3. Bienes de consumo; 4. Servicios de consumo; 5. Servicios financieros e inmobiliarios; 6. Tecnología y telecomunicaciones. Se agrupan los sectores en industrial (sectores 1 y 2) y de consumo (sectores 3, 4, 5 y 6).

Tabla 1

Variables de comportamiento financiero

Alfa	Exceso de rentabilidad del título sobre el riesgo, medido mediante el coeficiente alfa.
Beta	Riesgo sistemático de la rentabilidad de un título en relación a la variación de la rentabilidad del mercado, medido mediante el coeficiente beta.
Volatilidad	Fluctuación del título, medido por la volatilidad del mismo.
Rentabilidad financiera	Medida como el cociente entre el beneficio neto y los recursos propios implicados en su obtención.
Beneficio por acción	Medido como el cociente entre el beneficio neto de una empresa y el número de acciones.
Precio valor contable	Cociente entre la cotización y los recursos propios.
Tamaño	Medido por el logaritmo neperiano del activo total de la misma.
Sector	Se crea una variable con los valores 0 y 1, según si la empresa es industrial o de servicios respectivamente ⁹ .
Endeudamiento o riesgo financiero	Definido como el cociente entre el pasivo exigible de la empresa y el pasivo total.

La metodología estadística que se va a emplear es la regresión logística y el análisis discriminante¹⁰. La regresión logística se considera una técnica de dependencia apropiada dentro del análisis multivariante dadas las características de la muestra, esto es una variable dependiente categórica binaria, la responsabilidad social corporativa¹¹ y varias variables explicativas todas métricas salvo una, la variable sector, de naturaleza categórica. Asimismo, el análisis discriminante podría resultar adecuado para el objetivo que se propone cuando la variable dependiente tratada es binaria. Sin embargo, una de las asunciones del mismo es normalidad en la distribución de las variables independientes, condición que no se cumple para variables no métricas. De ahí que adicionalmente se realice un análisis discriminante sin incluir la variable sector con el objetivo de contrastar los resultados obtenidos.

Existe una alta correlación de la variable volatilidad con alfa y beta. Asimismo, la variable tamaño también ofrece una elevada correlación con alfa, beta, precio valor contable y endeudamiento. Con el objeto de controlar la multicolinealidad en el modelo de regresión se han excluido del mismo la variable volatilidad y tamaño¹². La matriz de correlaciones se muestra en la Tabla 3 del Anexo.

¹⁰ El programa empleado es el SPSS Statistics v 17.0.

¹¹ Al realizar la regresión logística, nuestro marco teórico se restringe al análisis de las hipótesis que toma la RSC como variable dependiente (hipótesis de la disponibilidad de fondos, hipótesis de la oferta y demanda de la firma y la hipótesis del oportunismo de los directivos).

¹² En el caso del análisis discriminante no ha sido necesario ya que el índice de tolerancia de las variables no ha descendido de 0,4 en ningún caso.

En la Tabla 4 del Anexo se incluyen los estadísticos que muestran la bondad del ajuste realizado por el modelo de regresión.

A continuación, se eliminan del modelo aquellas variables que no resulten significativamente relacionadas con la variable dependiente. Para ello se realiza un contraste de hipótesis sobre la significación de los coeficientes de regresión, a través del estadístico de Wald.

Tabla 2
Variables en la ecuación

	B	E.T.	Wald	gl	Sig.	Exp(B)	I.C. 95% para EXP(B)	
							Inferior	Superior
Sector(1)	-,210	,558	,142	1	,706	,810	,272	2,418
Alfa	3,393	1,749	3,762	1	,052	29,754	,965	917,259
Beta	2,269	1,001	5,136	1	,023	9,671	1,359	68,822
Precio valor contable	,001	,028	,001	1	,970	1,001	,947	1,058
Endeudamiento	2,537	1,036	5,994	1	,014	12,647	1,659	96,425
ROE	-,003	,008	,141	1	,707	,997	,983	1,012
Beneficio por acción	-,148	,202	,542	1	,462	,862	,581	1,280

a. Variable(s) introducida(s) en el paso 1: Sector, Alfa, Beta, Precio valor contable, Endeudamiento, ROE, Bº por acción.

La Tabla 2 muestra que tan sólo las variables Beta y Endeudamiento presentan un coeficiente de regresión con una significación del 95% y por tanto, el modelo final de regresión incluye únicamente estas dos variables (Tabla 3). No obstante, el nivel de significación de la variable alfa está muy próximo al nivel exigido del 95% de confianza estadística y presenta también coeficiente positivo.

Tabla 3
Variables en la ecuación

	B	E.T.	Wald	gl	Sig.	Exp(B)	I.C. 95% para EXP(B)	
							Inferior	Superior
Beta	2,035	,903	5,078	1	,024	7,656	1,303	44,961
Endeudamiento	2,650	,982	7,287	1	,007	1,415E1	2,067	96,948
Constante	-3,582	1,007	12,665	1	,000	,028		

a. Variable(s) introducida(s) en el paso 1: Beta, Endeudamiento.

Tabla 4
Resumen del modelo de regresión logística

	-2 log de la verosimilitud	R cuadrado de Cox y Snell	R cuadrado de Nagelkerke
Paso 1	99,796a	,137	,187
Prueba de Hosmer y Lemeshow (0.682)			

El signo positivo del coeficiente (B) de la variable Beta indica la existencia de una relación positiva entre las empresas socialmente responsables y el riesgo sistemático de sus acciones. Esto supone que los valores de las empresas socialmente responsables son más sensibles a la variación de la rentabilidad del mercado. No obstante, por ser su valor promedio inferior a 1, se pueden considerar como empresas defensivas ante movimientos de la Bolsa. Entre los trabajos previos que arrojan este mismo resultado destaca el realizado por Pava y Krausz (1996).

Sin embargo, existen otros trabajos cuyos resultados para esta relación son de signo negativo. Entre ellos, Spicer (1978), Feldman *et al.* (1996), Kreander *et al.* (2005) y Roberts (1992). Según este último autor, es de esperar que la relación entre riesgo sistemático de una compañía y su responsabilidad social tenga signo negativo. Esto significa que empresas con bajo riesgo sistemático pueden tener mayores niveles de responsabilidad social debido a dos razones. La primera de ellas es que las empresas que muestran un menor riesgo sistemático tienen un patrón de rendimientos en bolsa más estable. Si se tiene en cuenta que los factores económicos son determinantes para destinar recursos a comportamientos responsables, es más probable que este tipo de empresas se implique en actividades de responsabilidad social. En segundo lugar, puesto que la literatura sugiere que el comportamiento responsable mejora el acceso al capital así como la productividad y la motivación de los empleados, este tipo de empresas son vistas como mejor gestionadas y por tanto como menos arriesgadas. En este sentido es de esperar que la divulgación de los comportamientos responsables proporcione información que contribuya a la estabilidad de los valores en el mercado.

Para la variable endeudamiento, el signo de la relación con la responsabilidad social también resulta positivo, de manera que las empresas socialmente responsables presentan un mayor nivel de endeudamiento que las empresas que no son consideradas como tales. En este caso, el resultado obtenido viene a confirmar las conclusiones sobre esta relación contenidas en trabajos previos.

Así, según Roberts (1992), el control que ejercen los acreedores sobre los recursos financieros resulta vital para la continuidad en la actividad de una compañía. Esto supone que si la compañía detecta que este grupo de interés está sensibilizado hacia sus actividades de responsabilidad social, debe cumplir con sus expectativas de cara a la obtención de financiación. Según este autor, mientras mayor sea el grado en que una compañía lleva a cabo proyectos de inversión mediante financiación externa, mayor será el grado en que la empresa esté dispuesta a satisfacer las expectativas respecto a cuestiones de responsabilidad social de sus acreedores. Por tanto, cabe esperar que el nivel de divulgación de la responsabilidad social de una compañía esté directamente relacionado con el nivel de endeudamiento de la misma.

Por el contrario, en el trabajo desarrollado por Waddock y Graves (1997), el endeudamiento representa la tolerancia al riesgo de la dirección de la compañía que influye en la actitud de la empresa hacia actividades de responsabilidad social, ya que éstas suponen incurrir en costes actuales o futuros. Sin embargo, el estudio empírico realizado concluye con una relación de signo negativo entre la responsabilidad social y el nivel de endeudamiento, de manera que las empresas con mayores proporciones de financiación externa presentan menores niveles de responsabilidad social. Este mismo resultado se extrae del trabajo realizado por Nelling y Webb (2009).

Respecto a la otra metodología que se utiliza en el trabajo, el análisis discriminante es una técnica multivariante de dependencia que permite encontrar una función capaz de distinguir o separar entre dos grupos de individuos definidos a priori (empresas responsables y no responsables) en función de una serie de características de los mismos.

En la fase inicial se incluyen todas las variables en el análisis discriminante para identificar cuáles de ellas son las que permiten distinguir entre los dos grupos de empresas considerados y cuáles deben quedarse fuera del análisis por carecer de poder discriminante. De esta forma se calcula una función discriminante, con las siguientes ponderaciones por variable extraídas de la tabla de coeficientes estandarizados de la función discriminante (Tabla 5). Estos valores son empleados para clasificar a las empresas dentro de los dos grupos establecidos en combinación con las puntuaciones que las empresas tienen para cada una de las variables independientes. Los valores positivos o negativos incrementan o disminuyen la función discriminante y por tanto la pertenencia a un grupo u otro.

Tabla 5

Coeficientes estandarizados de las funciones discriminantes canónicas

	Función
	1
Volatilidad	,198
Alfa	,461
Beta	,232
Precio valor contable	,191
Endeudamiento	,425
ROE	-,130
Tamaño	,484
Bº por acción	-,265

Teniendo en cuenta todas las variables consideradas en la fase inicial, se comprueba si las diferencias de las medias de los dos grupos son significativas, siendo la hipótesis nula la siguiente:

H_0 : La media del grupo 1 (empresas socialmente responsables) es igual a la media del grupo 0 (empresas no responsables).

La Lambda de Wilks de esta función discriminante inicial es estadísticamente significativa, ya que presenta un valor de 0,796, una chi-cuadrado de 18,212 con 8 grados de libertad y el p-valor asociado a la función lambda es de 0,020. Esto supone que existe suficiente información para diferenciar entre los dos grupos de empresa.

En una segunda fase, es necesario conocer cuáles son las variables que más contribuyen a diferenciar entre ambos grupos de empresas, para lo cual se utiliza de nuevo la lambda de Wilks, de manera que se seleccionan aquellas variables que contribuyan a minimizar dicho valor. En la Tabla 6 se aprecia como las variables que consiguen discriminar entre la pertenencia a uno u otro grupo de empresas son el tamaño, el endeudamiento, alfa y beta.

Tabla 6
Pruebas de igualdad de las medias de los grupos

	Lambda de Wilks	F	g11	Gl2	Sig.
Volatilidad	1,000	,001	1	84	,978
Alfa	,944	4,965	1	84	,029
Beta	,951	4,302	1	84	,041
Precio valor contable	,996	,318	1	84	,574
Endeudamiento	,922	7,112	1	84	,009
ROE	1,000	,001	1	84	,975
Tamaño	,867	12,939	1	84	,001
Bº por acción	,997	,282	1	84	,596

Una vez conocidas cuáles son las variables que contribuyen a la diferenciación entre las empresas responsables y las no consideradas como responsables, se incluyen las mismas para la elaboración de la función discriminante final, con los coeficientes o ponderaciones para las variables que se indican en la Tabla 7.

Tabla 7
Coeficientes estandarizados de las funciones discriminantes canónicas

	Función
	1
Alfa	,365
Beta	,431
Endeudamiento	,528
Tamaño	,324

En este caso la función discriminante presenta un valor para la Lambda de Wilks inferior a 1, una chi-cuadrado de 16,177 con 4 grados de libertad y el p-valor asociado a la

función lambda es de 0,003, lo que indica que la función tiene capacidad para distinguir entre los grupos.

Los coeficientes estandarizados de la función discriminante muestran que la variable endeudamiento es la que más influye en la relación, seguida por los coeficientes beta y alfa y por el tamaño. Por tanto, el análisis discriminante indica que las empresas que forman parte del índice sostenible español presentan unos mayores valores de las variables: alfa, beta, tamaño y endeudamiento.

Esto refleja que, además de tener un mayor tamaño, las empresas responsables proporcionan un plus de rentabilidad sobre el riesgo, aunque son más sensibles a la variación de la rentabilidad del mercado y presentan un mayor riesgo financiero medido por el nivel de endeudamiento.

El porcentaje de clasificación realizada correctamente por el análisis discriminante es del 67,4%, lo que supone un porcentaje superior al 62,5% que es considerado como bueno (una vez evaluada la significación estadística y práctica de los resultados obtenidos comparando el procedimiento de clasificación con el mecanismo aleatorio proporcional) cuando se trata de discriminar entre dos grupos (Tabla 4 del Anexo).

4. CONCLUSIONES

Aunque los motivos sociales de la responsabilidad social resulten relevantes, éstos pueden ser insuficientes para asegurar su desarrollo. A pesar de que la mayoría de las empresas reconocen que son los criterios económicos los impulsores de este tipo de comportamiento, la investigación no muestra evidencia contundente sobre el efecto en la rentabilidad financiera de la RSC.

En el caso de los mercados bursátiles, la existencia de índices responsables e inversores institucionales no ha marcado diferencias entre la inversión responsable e inversión tradicional, si bien los resultados de la inversión responsable no se han visto afectados negativamente.

Por otra parte, el estudio de indicadores de *performance* financiera tampoco muestra la existencia de ventajas adicionales para las entidades responsables, aunque la mayoría de las investigaciones evidencian que las políticas de RSC no perjudican a la rentabilidad empresarial.

Por todo ello, se ha considerado interesante analizar, mediante regresión logística y análisis discriminante, la hipótesis de que la pertenencia al índice sostenible español FTSE-4Good IBEX, puede suponer diferencias en su comportamiento financiero. De este modo, el presente trabajo es uno de los primeros en estudiar el índice de buenas prácticas español en el momento de su creación, en concreto analizando la hipótesis de la existencia de un comportamiento financiero diferente a sus similares para las empresas de este nuevo índice y que estas posibles diferencias se relacionen con aspectos éticos.

En ambos análisis se obtienen resultados similares, ya que las empresas responsables presentan unos mayores valores de la variable beta o riesgo sistemático. Esto supone que los títulos de estas empresas son más sensibles a la variación de la rentabilidad del mercado, si bien por ser su valor promedio inferior a 1, se pueden considerar como títulos defensivos ante los movimientos de la Bolsa. Este resultado no avala el argumento de que

empresas con patrones de comportamiento más estable en Bolsa tienen más probabilidad de implicarse en actividades de responsabilidad social.

En el caso del endeudamiento, los dos análisis indican que las empresas pertenecientes al índice responsable presentan mayores niveles de financiación ajena. En este sentido, la relación positiva entre compañías responsables y endeudamiento parece confirmar que este tipo de empresas podría tener un mejor acceso a la deuda, cuando este tipo de comportamiento es valorado por las entidades financieras o los inversores.

El análisis discriminante, por su parte, aporta más información, ya que además de las variables beta y endeudamiento, señala como variables que permiten diferenciar entre ambos grupos de empresas el tamaño y la variable alfa. De los resultados obtenidos se desprende que las empresas responsables españolas son de mayor tamaño que las no responsables y que además proporcionan una mayor rentabilidad sobre el riesgo de mercado, medida por la variable alfa.

En cuanto al mayor tamaño de las empresas con buenas prácticas, como se confirma en este trabajo, se puede señalar que este tipo de empresas desarrollan comportamientos responsables debido a que son más susceptibles de sufrir daños en su reputación que las empresas de menor tamaño, ya que sus resultados sociales son más visibles que en empresas pequeñas.

Con relación a la variable alfa, los resultados muestran que las empresas socialmente responsables obtienen una rentabilidad superior para un mismo riesgo sistemático. Se trata del denominado “alfa ético”, que puede suponer un aliciente para que los accionistas se interesen por este tipo de empresas. Este hecho resulta necesario para que se produzca un mayor desarrollo de la Inversión Socialmente Responsable y por tanto de la adopción de comportamientos responsables por parte de las empresas. Así, los inversores que deseen invertir de manera responsable pueden recibir una rentabilidad adecuada y no ser penalizados por ello.

A la vista de estos resultados, el estudio realizado aporta evidencia de la mayor rentabilidad en el mercado obtenida por las empresas que forman parte del índice responsable español. Además, se constata que los resultados financieros obtenidos por éstas no son peores que los obtenidos por las empresas no responsables. Esto es, que ser socialmente responsable no perjudica a los intereses de los accionistas.

Es destacable la trascendencia que para el desarrollo de la Inversión Socialmente Responsable tiene la existencia de un índice bursátil de responsabilidad social para el mercado español. No cabe duda de que los índices bursátiles son un estándar de calidad. Por ello, las empresas están interesadas en formar parte de un índice sostenible que les permita comunicar sus resultados, que actúe como distintivo de calidad y que refuerce su reputación. Además, al ser sus criterios públicos las empresas pueden elaborar sus políticas de RSC en base a criterios reconocidos a nivel internacional, permitiéndoles el acceso al mercado de la inversión responsable.

Como línea de investigación futura se plantea la realización de un análisis temporal de la relación entre la *performance* social y financiera, ya que en el largo plazo se podría confirmar con mayor robustez la relación positiva entre los resultados sociales y financieros, cuando la RSC es concebida como una estrategia de gestión y no como actuaciones puntuales en materia medioambiental o social.

5. ANEXO

Tabla 1

Empresas que componen la base de datos

Incluidas en Ftse4good Ibex	Índice origen	S	Incluidas en Ftse4good Ibex	Índice origen	S
ENAGAS	Ibex-35	1	ANTENA 3 TV	Ibex Small	4
GAS NATURAL	Ibex-35		CORPOR. DERMOESTÉTICA	Ftse4good	
I. RENOVABLES	Ibex-35		IBERIA	Ibex-35	
R.E.C.	Ibex-35		PRISA	Ibex Medium	
REPSOL YPF	Ibex-35		PROSEGUR	Ibex Medium	
ABENGOA	Ibex-35		SOL MELIA	Ibex Medium	
ERCROS	Ibex Small		TELECINCO	Ibex-35	
FERROVIAL	Ibex-35		VOCENTO	Ibex Medium	
GAMESA	Ibex-35		BANCO PASTOR	Ibex Medium	
MECALUX	Ftse4good		BANCO SABADELL	Ibex-35	
OHL	Ibex-35		BANCO SANTANDER	Ibex-35	5
CIE AUTOMOT	Ibex Small	3	BANESTO	Ibex-35	
INDITEX	Ibex-35		BANKINTER	Ibex-35	
SOS CUETARA	Ibex Medium		BBVA	Ibex-35	
VIDRALA	Ibex Small		BME	Ibex-35	
			MAPFRE	Ibex-35	
			TELEFÓNICA	Ibex-35	6
No incluidas en Ftse4good Ibex	Índice origen	S	No incluidas en Ftse4good Ibex	Índice origen	S
ENDESA	Ibex-35	1	GRIFOLS	Ibex-35	3
FERSA	Ibex Small		NATRA	Ibex Small	
IBERDROLA	Ibex-35		NATRACEUTICA	Ibex Small	
SOLARIA	Ibex Small		ROVI	Ibex Small	
UNION FENOSA	Ibex-35		SNIACE	Ibex Small	
ACCIONA	Ibex-35	2	UNIPAPEL	Ibex Small	4
ACERINOX	Ibex-35		VISCOFAN	Ibex Medium	
ACS	Ibex-35		ZELTIA	Ibex Medium	
AUX.FERROCARIL	Ibex Medium		ABERTIS	Ibex-35	
CEMENT. PORT. VALDERRIBAS	Ibex Medium		BAVIERA	Ibex Small	
DURO FELGUERA	Ibex Small		CINTRA	Ibex-35	

FCC	Ibex-35	3	CODERE	Ibex Small	4
FLUIDRA	Ibex Small		NH HOTELES	Ibex Medium	
G.A.M.	Ibex Small		SERVICE P.S.	Ibex Small	
LA SEDA BAR.	Ibex Medium		AFIRMA	Ibex Small	
SACYR VALLEHERMOSO	Ibex-35		BA.VALENCIA	Ibex Medium	
TECNICAS REUNIDAS	Ibex-35		BANCO POPULAR	Ibex-35	
TUBACEX	Ibex Medium		COR.ALBA	Ibex Medium	
TUBOS REUNIDOS	Ibex Small		CRITERIA	Ibex-35	
ZARDOYA OTIS	Ibex Medium		DINAMIA	Ibex Small	
ALMIRALL	Ibex Medium		GR.CATALANA OCCIDENTE	Ibex Medium	
BARON DE LEY	Ibex Small	3	PARQUESOL	Ibex Small	5
CAMPOFRIO	Ibex Small		REALIA	Ibex Small	
EBRO PULEVA	Ibex Medium		RENTA 4	Ibex Small	
EUROPA & C	Ibex Small		AMPER	Ibex Small	6
FAES FARMA	Ibex Medium		AVANZIT	Ibex Small	
GR.EMPRESARIAL ENCE	Ibex Small		INDRA A	Ibex-35	
			JAZZTEL	Ibex Small	

S (Sector): 1 Petróleo y energía, 2. Materiales básicos, industria y construcción, 3. Bienes de consumo, 4. Servicios de consumo, 5. Servicios financieros e inmobiliarios, 6. Tecnología y telecomunicaciones.

Tabla 2

Estadísticos descriptivos (*)

	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
Volatilidad	86	21,28	140,65	57,48	16,10
Alfa	86	-0,81	0,14	-0,13	0,17
Beta	86	0,14	1,34	0,73	0,29
Precio valor contable	87	0,80	57,59	6,33	8,62
Endeudamiento	87	0	9,697	5,4315	2,74006
ROE	87	-154,77	175,53	16,25	33,86
Bº por acción	87	-2,25	30,07	1,15	3,36
Tamaño	87	10,46	19,71	14,27	1,98
N válido (según lista)	86				

(*) No se dispone de la información de las variables volatilidad, alfa y beta para la empresa Bankinter, por lo que no será tenida en cuenta por el programa estadístico utilizado, SPSS 17.0.

Tabla 3

Matriz de correlaciones bivariadas

	Sector	Volatilidad	Alfa	Beta	Precio valor contable	Endeudamiento	ROE	Bº por acción	Tamaño
Sector	1								
Volatilidad	-0,1	1							
Alfa	-0,01	-0,6**	1						
Beta	-0,27*	0,54**	0,01	1					
Precio valor contable	-0,05	0,02	0,06	-0,07	1				
Endeudamiento	0,06	-0,19	0,17	-0,08	0,2	1			
ROE	-0,12	-0,23*	0,15	0,08	0,1	0,1	1		
Bº por acción	-0,19	-0,12	0,19	0,01	-0,06	0,1	0,2	1	
Tamaño	-0,09	-0,06	0,4**	0,5**	-0,3**	0,45**	0,14	0,09	1

*. La correlación es significativa al nivel 0,05 (bilateral).

**. La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

Tabla 4

Resultados de la clasificación^{b,c}

		Responsable	Grupo de pertenencia pronosticado		Total
			0	1	
Original	Recuento	0	45	10	55
		1	18	13	31
	%	0	81,8	18,2	100,0
		1	58,1	41,9	100,0
Validación cruzada ^a	Recuento	0	45	10	55
		1	20	11	31
	%	0	81,8	18,2	100,0
		1	64,5	35,5	100,0

a. La validación cruzada sólo se aplica a los casos del análisis. En la validación cruzada, cada caso se clasifica mediante las funciones derivadas a partir del resto de los casos.

b. Clasificados correctamente el 67,4% de los casos agrupados originales.

c. Clasificados correctamente el 65,1% de los casos agrupados validados mediante validación cruzada.

6. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Allouche, J. y Laroche, P., 2005. A Meta-Analytical Investigation of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance, *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, 57, 18-41.
- Arlow, P. y Gannon, M., 1982. Social Responsiveness, Corporate Structure, and Economic Performance, *Academy of Management Review*, 7 (2), 235-241.
- Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, AECA., 2009. Inversión Socialmente Responsable: estrategias, instrumentos, medición y factores de impulso, Madrid, AECA.
- Aupperle, K.E., Carroll, A.B. y Hatfield, J.D., 1985. An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability, *Academy of Management Journal*, 28 (2), 446-463.
- Barnett, M.L. y Salomon, R.M., 2006. Beyond dichotomy: The curvilinear Relationship between social responsibility and financial performance, *Strategic Management Journal*, 27 (11), 1101-1156.
- Brammer, S., Brooks, C. y Pavelin, S., 2006. Corporate social performance and stock returns: UK Evidence from disaggregate measures, *Financial Management*, 35, 97-116.
- Boesso, G. y Michelon, G., 2010. The effects of Stakeholder Prioritization on Corporate Financial Performance: An Empirical Investigation, *International Journal of Management*, 27 (3), 470-496.
- Bowman, E.H., 1978. Strategy, Annual Reports and Alchemy, *California Management Review*, 18 (2), 49-58.
- Bowman, E. H. y Haire, M., 1975. A Strategic Posture toward Corporate Social Responsibility, *California Management Review*, 18 (2), 49-58.
- Cabeza-García, L.; Martínez-Campillo, A. y Marbella-Sánchez, F., 2010. Análisis de la relación entre los resultados sociales y económicos de las cajas de ahorro españolas: un caso de responsabilidad social corporativa, Innovar. *Revista de Ciencias Administrativas y Sociales*, 20 (37), 33-46.
- Charlo, M.J. y Moya, I., 2010. El comportamiento financiero de las empresas socialmente responsables, *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 16 (2), 15-25.
- Cornell, B. y Shapiro, A., 1987. Corporate Stakeholders and Corporate Finance, *Financial Management*, 16, 5-14.
- De Bakker, F.G.A., Groenewegen, P. y Den Hond, F., 2005. A Bibliometric Analysis of 30 Years of Research and Theory on Corporate Social Responsibility and Corporate Social Performance, *Business and Society*, 44 (3), 283-317.
- Feldman, S.J.; Soyka, P.A., y Ameer, P., 1996. Does improving a Firm's Environmental Management System and Environmental Performance Result in a Higher Stock Price?, *IFC Kaiser International, Inc.*
- Fernández, M.A.; Muñoz, M.J. y Arnaud, A., 2005. La responsabilidad social corporativa en España: Análisis de la investigación empírica y de las variables utilizadas para su medición, *en Armonización y Gobierno de la diversidad*, Oviedo, AECA.
- Fombrum, C.J., y Shanley, M., 1990. What's in a name? Reputation building and corporate strategy, *Academy of Management Journal*, 33, 233-258.
- Freeman, R.E., 1984. *Strategic Management: A Stakeholder approach*, Boston, Pitman.
- Freedman, M. y Jaggi, B., 1986. An Analysis of the impact of Corporate Pollution Disclosures Included in Annual Financial Statements on Investors' Decisions, *Advances in Public Interest Accounting*, 1, London, Neimark, M. (ed), 193-212.
- Friedman, M., 1970. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits, New York Times, 13 September 1970, 122-126.

- Frooman, J., 1997. Socially Irresponsible and Illegal Behaviour and Shareholder Wealth, *Business and Society*, 36 (3), 221-249.
- García-Castro, R.; Ariño, M.A. y Canela, M.A., 2010. Does Social Performance Really Lead to Financial Performance? Accounting for Endogeneity, *Journal of Business Ethics*, 92, 107-126.
- Garriga, E. y Melé, D., 2004. Corporate Social Responsibility Theories: Mapping the Territory, *Journal of Business Ethics*, 53 (1-2), 51-71.
- Gómez, F., 2008. Responsabilidad social corporativa y performance financiero: treinta y cinco años de investigación empírica en busca de un consenso, *Principios: estudios de economía política*, 11, 5-22.
- Griffin, J.J. y Mahon, J.F., 1997. The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years on incomparable research, *Business and Society*, 36 (1), 5-31.
- Hart, S.L. y Christensen, C., 2002. The great leap. Driving innovation from the base of pyramid, *Sloan Management Review*, 44 (1), 51-56.
- Kreander, N.; Gray, R.H.; Power, D.M. y SINCLAIR, C.D., 2005. Evaluating the performance of ethical and non-ethical funds: A matched Pair Analysis, *Journal of Business Finance and Accounting*, 32 (7-8), 1465-1493.
- Margolis, J.D. y Walsh, J.P., 2003. Misery loves companies: rethinking social initiatives by business, *Administrative Science Quarterly*, 48 (2), 268-305.
- Marom, Y., 2006. Toward a unified theory of the CSP-CFP link, *Journal of Business Ethics*, 67 (2), 191-200.
- McGuire, J.B.; Sundgren, A. y Schneeweis, T., 1988. Corporate Social Responsibility and firm financial performance, *Academy of Management Journal*, 31 (4), 854-872.
- McWilliams, A. y Siegel, D., 2001. Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective, *Academy of Management Review*, 26 (1), 117-127.
- Moneva, J.M. y Ortas, E., 2008. Are stock markets influenced by sustainability matter? Evidence from European companies, *International Journal of Sustainable Economy*, 1, 1-16.
- Moore, G., 2001. Corporate Social and Financial Performance: An Investigation in the U.K. Supermarket Industry, *Journal of Business Ethics*, 34 (3-4), 299-315.
- Moskowitz, M., 1972. Choosing Socially Responsible Stocks, *Business and Society Review*, 1, 72-75.
- Murray, K. B. y Montanari, J. R., 1986. Strategic Management of the Socially Responsible Firm: Integrating Management y Marketing Theory, *Academy of Management Review*, 11 (4), 815-827.
- Nelling, E. y Webb, E., 2009. Corporate social responsibility and financial performance: the virtuous circle revisited, *Rev Quant Finance Accounting*, 32, 197-209.
- Nieto, M. y Fernández, R., 2004. Responsabilidad social corporativa: la última innovación en management, *Universia Business Review*, 1 (1), 28-39.
- Orlitzky, M.; Schmidt, F. y Rynes, S.L., 2003. Corporate Social and Financial Performance: A meta-Analysis, *Organization Studies*, 24 (3), 403-441.
- Pava, M.L., y Krausz, J., 1996. The Association between Corporate Social and Financial Performance: The paradox of social cost, *Journal of Business Ethics*, 15 (3), 321-357.
- Preston, L.E. y O'Bannon, D.P., 1997. The Corporate Social-Financial Performance Relationship: A Tipology and Analysis, *Business and Society*, 36 (4), 419-429.
- Porter, M.E., y Kramer, M.R., 2002. The Competitive advantage of corporate philanthropy, *Harvard Business Review*, 80 (12), 56-68.
- Posner, B.Z. y Schmidt, W.H., 1992. Values and the American manager: An updated, *California Management Review*, 34 (3), 80-94.
- Roberts, R.W., 1992. Determinants of corporate social responsibility disclosure: An application of stakeholder theory, *Accounting, Organizations and Society*, 17, 595-612.
- Roman, R. M.; Hayibor, S. y Agle, B.R., 1999. The Relationship between Social and Financial Performance, *Business and Society*, 38 (4), 109-125.

- Rowley, T. y Berman, S., 2000. A Brand New Brand of Corporate Social Performance, *Business and Society*, 39 (4), 397-418.
- Royo, J., 2006. *Los fondos de inversión socialmente responsables en España. Mito y Realidades de la Responsabilidad Social Corporativa en España. Un enfoque multidisciplinar*, cap XIII, Civitas Ed.
- Ruf, B.M.; Muralidhar, K.; Brown, R.M.; Janney, J.J. y Paul, K., 2001. An Empirical Investigation of the relationship between change y corporate social performance and financial performance: a stakeholder theory perspective, *Journal of Business Ethics*, 32 (2), 143-156.
- Salzmann, O.; Ionescu-Somers, A. y Steger, U., 2005. The business case for Corporate Sustainability: Literature Review and Research Options, *European Management Journal*, 23 (1), 27-36.
- Seifert, B.; Morris, S.A. y Bartkus, B.R., 2004. Having, Giving and Getting: Slack resources, Corporate Philanthropy and Firm Financial Performance, *Business and Society*, 43 (2), 135-161.
- Sturdivant, F.D. y Ginter, J.L., 1977. Corporate Social Responsiveness: Management Attitudes and Economic Performance, *California Management Review*, 19 (3), 30-39.
- Spicer, B.H., 1978. Investors, Corporate social performance and information disclosure: An empirical study, *Accounting Review*, 53, 94-111.
- Ullman, A., 1985. Data in research of a theory: A critical examination of the relationship among social performance, social disclosure and economic performance of US firms, *Academy of Management Review*, 10 (1-2), 540-557.
- Van Beurden, P. y Gössling T., 2008. The worth of Values- A literature Review on the Relation between Corporate Social and Financial Performance, *Journal of Business Ethics*, 82 (2), 407-424.
- Van Der Laan G.; Van Ees H. y Van Witteloostuijn A., 2008. Corporate Social and Financial Performance: An extended Stakeholder theory, and empirical test with accounting measures, *Journal of Business Ethics*, 79 (3), 299-310.
- Waddock, S. y Graves, S.B., 1997. The Corporate Social Performance- Financial performance link, *Strategic Management Journal*, 18 (4), 303-319.
- Wu, M.L., 2006. Corporate Social Performance, Corporate Financial Performance and Firm Size: A Meta-Analysis, *Journal of American Academy of Business*, 8 (1), 163-171.

