



Revista de Contabilidad

ISSN: 1138-4891

rccsar@elsevier.com

Asociación Española de Profesores
Universitarios de Contabilidad
España

ACERO FRAILE, ISABEL; ALCALDE FRADEJAS, NURIA
GOBIERNO CORPORATIVO Y RENDICIÓN DE CUENTAS: ¿EXISTE ALGÚN EFECTO SOBRE LA
PERFORMANCE EMPRESARIAL?

Revista de Contabilidad, vol. 15, núm. 1, 2012, pp. 143-186
Asociación Española de Profesores Universitarios de Contabilidad
Barcelona, España

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=359733642005>

- 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

GOBIERNO CORPORATIVO Y RENDICIÓN DE CUENTAS: ¿EXISTE ALGÚN EFECTO SOBRE LA PERFORMANCE EMPRESARIAL?*

CORPORATE GOVERNANCE AND ACCOUNTABILITY: ANY EFFECT ON BUSINESS PERFORMANCE?

ISABEL ACERO FRAILE, Universidad de Zaragoza, iacero@unizar.es

NURIA ALCALDE FRADEJAS, Universidad de Zaragoza

RESUMEN

El artículo analiza el efecto que la estructura de los consejos de administración y la divulgación de información de responsabilidad social corporativa ejercen sobre la performance empresarial. A partir de un modelo dinámico estimado mediante el método generalizado de momentos (MGM), y utilizando una muestra de 171 sociedades españolas cotizadas en el periodo 2004-2008, se constata que no existe ningún efecto de la estructura de gobierno corporativo y la rendición de cuentas sobre la performance de la organización, tras controlar por la performance previa. El artículo pone de manifiesto la importancia de considerar la endogeneidad dinámica en la relación existente entre gobierno corporativo/responsabilidad social corporativa y performance.

PALABRAS CLAVE: gobierno corporativo, consejos de administración, informe de responsabilidad social corporativa, rendición de cuentas, performance.

Clasificación JEL: M14, G32, L25.

ABSTRACT

We analyze the effect that the structure of boards of directors and disclosure of corporate social responsibility information have on business performance after controlling for dynamic endogeneity in the model. We analyse 171 Spanish enterprises during the period 2004 to 2008. The results of the estimation using the GMM method (Generalized Method of Moments) show that there is no effect on performance from the structure of corporate governance and corporate social responsibility after controlling for prior performance. The article highlights

* Las autoras agradecen la financiación recibida por el MICINN-FEDER a través del proyecto de investigación ECO2009-09623, así como el apoyo recibido por el Grupo de Investigación de Excelencia CREVALOR reconocido por la Diputación General de Aragón.

the importance of considering the dynamic endogeneity in the relation between corporate governance/corporate social responsibility and performance.

KEY WORDS: corporate governance, boards of directors, social responsibility report, accountability, performance.

JEL Classification: M14, G32, L25.

1 | INTRODUCCIÓN

La importancia que el gobierno corporativo y la responsabilidad social corporativa (RSC) han alcanzado en los últimos años, queda reflejada tanto en el gran número de investigaciones publicadas en las últimas décadas en este contexto, como en la proliferación de recomendaciones elaboradas recientemente en torno al buen gobierno y la RSC [códigos de buen gobierno; guías GRI (Global Reporting Initiative) para la elaboración de memorias de responsabilidad social corporativa; programa Global Compact de la ONU (Organización de las Naciones Unidas); etc.], primando en todas estas propuestas la transparencia informativa y el buen gobierno de las organizaciones.

En muchos de los artículos publicados hasta el momento se ha tratado de analizar el efecto que ciertos aspectos de gobierno corporativo o de RSC generan sobre los resultados de la empresa. No obstante, las evidencias obtenidas en este campo de investigación son muy heterogéneas.

A pesar de que la mayor parte de los trabajos han analizado cada una de estas dimensiones de la organización (gobierno corporativo y RSC) por separado, en el presente estudio se ha considerado interesante analizar conjuntamente ambos aspectos, ya que se encuentran íntimamente relacionados. Por un lado, podemos decir que un gobierno corporativo eficaz depende no solo de las prácticas desarrolladas por el consejo de administración, sino que también depende de la información que transmite la empresa y dicha transparencia –que es uno de los principios básicos de la RSC– permite que las distintas partes interesadas en la organización puedan realizar un seguimiento total del desempeño de la compañía. Como apuntan Callado y Utrero (2005), la información sobre RSC puede ser de utilidad para inversores y otros grupos de interés mejorando, por tanto, el buen gobierno de la organización. Tal y como también afirman Prado, García y Gallego (2009: 108) “... *se ha impulsado un proceso de legitimación, a través de una herramienta clave: el informe anual de responsabilidad social corporativa. Este documento trata de sintetizar las prácticas empresariales desde una triple vertiente: económica, medioambiental y social*”. Dicho informe es una acción del consejo de administración para convencer a la sociedad de que la entidad es socialmente responsable (Gray, Kouhy y Lavers, 1995). Además, tal y como señalan Prado *et al.* (2009), existen diversas razones para relacionar el consejo de administración y la divulgación de información social corporativa. Dichos autores indican, por ejemplo, que el consejo de administración es el órgano responsable de la gestión y debe rendir cuentas a todos los grupos de interés y, para ello, la información de responsabilidad social corporativa es el instrumento de rendición de cuentas utilizado por las organizaciones.

Por otro lado, la estrecha relación existente entre la RSC y el gobierno corporativo no es una cuestión que simplemente hayan postulado ciertos autores, como los anteriormente citados, sino que el vínculo entre estos dos conceptos –RSC y gobierno corporativo– queda también patente, por ejemplo, en la propia Guía para la elaboración de Memorias de Sostenibilidad

propuesta por GRI. En este sentido, en la parte 2 de la guía, que engloba los contenidos básicos, se puede observar que en el apartado referido al “perfil” de la compañía se hace mención expresa a las prácticas de gobierno corporativo que desarrolla la organización. Muestra de ello es el epígrafe titulado “Gobierno, compromisos y participación de los grupos de interés” incluido en dicho apartado, en el que se solicita a las organizaciones que informen sobre la estructura de gobierno de la organización (consejo y comisiones), el sistema de retribuciones de los consejeros y directivos, etc. Ambos aspectos (gobierno corporativo y RSC) se encuentran, por tanto, fuertemente relacionados, por lo que se ha considerado interesante analizar su efecto sobre la *performance* empresarial de forma conjunta.

El objetivo del artículo es analizar no solo el efecto de la estructura del consejo sobre la *performance* de la empresa, sino examinar también si la publicación de informes de RSC por parte de las compañías mantiene alguna relación con los resultados empresariales; es decir, se analiza la relación existente entre el gobierno corporativo y la rendición de cuentas con el desempeño financiero. Además, el objetivo es contrastar si existen diferencias en los resultados hallados cuando se controla por las diversas fuentes de endogeneidad existentes, las cuales afectan la relación entre gobierno corporativo/RSC y *performance*. Así, el modelo planteado afronta con detalle el problema de la endogeneidad dinámica, la simultaneidad y la heterogeneidad inobservable, a través de una estimación basada en el Método Generalizado de Momentos (MGM). Utilizando un panel de 171 empresas españolas cotizadas para los años 2004-2008, los resultados obtenidos muestran que las variables de gobierno corporativo y RSC no ejercen ningún efecto significativo sobre la *performance* empresarial cuando se incorporan en los modelos las diferentes fuentes de endogeneidad existentes.

El trabajo se estructura del siguiente modo para cubrir los objetivos anteriores. En el siguiente apartado, se realiza una revisión de la literatura poniendo de manifiesto la amplia diversidad de resultados derivados de los estudios que analizan el efecto del gobierno corporativo o la RSC sobre la *performance* empresarial. Asimismo, se definen las hipótesis de estudio. A continuación, se incluye un breve análisis descriptivo que recoge los datos más relevantes sobre los consejos de administración y la publicación de memorias de RSC en España. Posteriormente, se describe la muestra así como las variables y la metodología utilizada para dar paso al planteamiento de los modelos y al comentario de los resultados hallados. Por último, se cierra el artículo con las principales conclusiones del estudio.

2 REVISIÓN DE LA LITERATURA Y PLANTEAMIENTO DE HIPÓTESIS

Los consejos de administración, a través de las funciones que tienen encomendadas (asesoramiento y control), tratan de solucionar el problema de agencia que surge entre accionistas y gestores por la separación de la propiedad y el control en las grandes corporaciones. Tomando como referencia dichas funciones, algunos autores han afirmado que aquellos consejos más

pequeños y con una mayor presencia de consejeros independientes generarán un efecto positivo en términos de *performance*, al considerar que con dicha estructura organizativa el consejo realizará de una forma más eficiente sus labores. En este sentido, se considera que si el consejo es pequeño, se evitarán problemas de coordinación, el problema del polizón¹, etc., y por otro lado, el consejo llevará a cabo un mejor control si el porcentaje de consejeros independientes es elevado, ya que éstos son imparciales y persiguen el interés de los pequeños accionistas.

Así, en relación con el tamaño del consejo, los estudios de Beiner, Drobetz, Schmid y Zimmermann (2004), Bennedsen, Kongsted y Meisner (2008), Conyon y Peck (1998), o Guest (2009), entre muchos otros, han constatado la existencia de una relación negativa entre el tamaño del consejo y la *performance* de la compañía, señalando la conveniencia de establecer consejos pequeños en las organizaciones para mejorar el valor de la empresa, tal y como también señalan las recomendaciones recogidas en los Códigos de Buen Gobierno. No obstante, las evidencias encontradas en Adams y Mehran (2005), Beiner, Drobetz, Schmid y Zimmermann (2006), etc. corroboran la existencia de una relación positiva entre el tamaño del consejo y la *performance* empresarial, mientras que otros autores como Baglioni y Colombo (2009) evidencian una relación no lineal. Por tanto, se puede observar que los resultados en esta línea de estudio no son concluyentes.

De un modo similar ocurre con la relación entre la independencia del consejo y la *performance*. Mientras que la tesis más extendida propugna una relación positiva entre la presencia de miembros externos en los consejos y la *performance*, las evidencias empíricas halladas no son concluyentes. Por un lado, existen resultados que avalan la existencia de una relación positiva entre ambas variables [Baysinger y Butler (1985), De Andrés y Rodríguez (2009), Fernández, Gómez-Ansón y Fernández-Méndez (1998), Suntraruk (2009), Yermack (1996), etc.], pero al mismo tiempo existen evidencias que confirman una relación negativa entre la presencia de consejeros no ejecutivos y la *performance* [Bhagat y Black (2001), Bhagat y Bolton (2008), etc.].

Ante dicha diversidad de resultados, en los últimos años se han publicado diversas investigaciones en el área del gobierno corporativo [Boone, Field, Karpoff y Raheja (2007), Coles, Daniel y Naveen (2008), Guest (2008), Lehn, Patro y Zhao (2008), Linck, Netter y Yang (2008), entre otros], basándose en la idea de que la configuración del consejo se determina en cada compañía atendiendo a sus propias características y a las del entorno en el que la empresa actúa. Desde esta perspectiva se argumenta que si las empresas eligen la configuración de su consejo de administración tomando como referencia el objetivo de maximización de valor de la compañía, y si en la especificación del modelo que relaciona la configuración del consejo

¹ El problema del polizón o *free-rider problem* hace referencia a aquellas situaciones en las que existen individuos que consumen más que una parte equitativa de un recurso o no hacen frente a una parte justa del coste de producción.

con la *performance* empresarial se tiene en cuenta el carácter endógeno de la relación, no debería observarse relación alguna entre la configuración del consejo y la *performance* empresarial. Así, las publicaciones incluidas en esta línea han adaptado la metodología de sus estudios para considerar el carácter endógeno de la relación entre las variables de gobierno corporativo y la *performance* empresarial, utilizando para ello herramientas apropiadas como es el uso de variables instrumentales a través de mínimos cuadrados en dos etapas (MC2E) y mínimos cuadrados en tres etapas (MC3E), principalmente. Sin embargo, los resultados de estos trabajos tampoco son coincidentes. Asimismo, otros autores han utilizado metodologías alternativas como es el uso de MGM, observándose también cierta heterogeneidad en los resultados hallados. En este sentido, mientras que autores como Conyon y Peck (1998), De Andrés y Rodríguez (2009) o Guest (2009) constatan un efecto negativo del tamaño del consejo sobre medidas de *performance*, Wintoki, Linck y Netter (2008) señalan que dicha relación desaparece al tener en cuenta la endogeneidad dinámica en las estimaciones de los modelos. Por otro lado, dentro de los estudios que utilizan MGM para analizar la relación entre la composición del consejo y la *performance*, encontramos trabajos en los que se observa una relación positiva entre la proporción de consejeros externos y la *performance* empresarial (De Andrés y Rodríguez, 2009), mientras que en otros (Guest, 2009) se evidencia una relación negativa. Por su parte, la relación entre ambas variables desaparece en el estudio de Wintoki *et al.* (2008) cuando los autores tienen en cuenta las diversas fuentes de endogeneidad existentes.

La disparidad de resultados observada en los trabajos que analizan la relación entre gobierno corporativo y *performance* también queda puesta de manifiesto en aquellos otros estudios que examinan el efecto que la RSC ejerce sobre la *performance*². Tal y como apuntan Callado y Utrero (2005), mientras que hay autores que consideran que la aplicación de políticas de RSC incrementa el valor generado por la empresa beneficiando a sus propietarios (Small y Graff Zivin, 2004), otros [Jensen (2002), McWilliams y Siegel (1997)], consideran que la RSC reduce la *performance* financiera, ya que cualquier gasto que se realice en mejoras sociales conlleva innecesariamente un incremento en los costes de la organización, lo cual se puede traducir en una desventaja competitiva (Barnett y Salomon, 2006). Por otro lado, autores como Friedman (1970) indican que deberían destinarse recursos a RSC siempre y cuando no se vean dañados los beneficios empresariales de la organización, primando por tanto el interés de los accionistas frente a los intereses de otros *stakeholders*.

² Consultar Margolis y Walsh (2003) donde se incluye una amplia revisión de los trabajos que han analizado la relación entre *corporate social performance* y la *performance* financiera poniendo en evidencia la amplia diversidad de resultados encontrada. En la misma línea se puede revisar el meta-análisis realizado por Orlitzky, Schmidt y Rynes (2003). Asimismo, en Gómez (2008) se realiza una revisión de la literatura señalando las diversas evidencias empíricas obtenidas al analizar la relación entre la Responsabilidad Social Corporativa y la *performance*.

Con relación a las evidencias empíricas obtenidas en la literatura³, destacan por un lado, los resultados hallados en Anderson y Frankle (1980), Blacconiere y Northcut (1997), Blacconiere y Patten (1994), Boutin y Savaria (2004), Christmann (2000), Derwall, Guenster, Bauer y Koedijk (2005), Dowell, Hart y Yeung (2000), Heinze (1976), Jones y Murrell (2001), Pelozo (2006), Salama (2005), Shank, Manullang y Hill (2005), Statman (2006), Van de Velde, Vermeir y Corten (2005) o Wu (2006), los cuales constatan una relación positiva entre la RSC y la *performance* empresarial, señalando que las actividades de RSC pueden mejorar las relaciones de la empresa con sus diversos grupos de interés, generándose en último término beneficios económicos (Moussavi y Evans, 1986). Asimismo, la revisión de los meta-análisis realizada por Miras *et al.* (2011), pone de manifiesto la existencia de una relación positiva entre la RSC y el rendimiento financiero (aunque en ocasiones la relación resulta no significativa).

Por el contrario, otros autores como Bragdon y Marlin (1972), Cabeza, Martínez y Marbella (2010), Chong, Her y Phillips (2006), Geczy, Stambaugh y Levin (2005), Hong y Kacperczyk (2009), McWilliams y Siegel (1997) o Vance (1975), proponen la existencia de una relación negativa entre la RSC y la *performance* financiera, indicando que una alta responsabilidad social corporativa por parte de la empresa genera costes adicionales que implican una desventaja económica para la misma, en comparación con otras compañías menos responsables socialmente⁴.

No obstante, también existen autores que argumentan una relación neutra (inexistente) entre la RSC y la *performance* financiera, como es el caso de McWilliam y Siegel (2001). Dichos autores señalan que cada empresa proporcionará diferentes niveles de *performance* social como respuesta a la demanda que experimente y bajo el enfoque de maximizar la riqueza del accionista, de modo que en equilibrio, la cantidad de *performance* social generada por cada organización será diferente pero se maximizará la rentabilidad en dicho punto. Asimismo, Ullman (1985) comenta que la existencia de un gran número de variables que intervienen en la relación entre la *performance* social y financiera da lugar a que no haya razón para esperar que tal relación exista, excepto si ocurre por casualidad. En esta línea se encuentran también los trabajos de Angla y Seto (2009), Aupperle, Carroll y Hatfield (1985), Bauer, Otten y Rad (2006), Bello (2005), Benson, Brailsford y Humphrey (2006), Brine, Brown y Hackett (2006), Core, Guay y Rusticus (2006) o Friori, Donato e Izzo (2007), entre otros, en los que se constata una relación no significativa entre la RSC y la *performance*.

³ Tal y como se recoge en Gómez (2008) y en Miras, Carrasco y Escobar (2011), el hecho de que los resultados en los estudios sobre RSC y *performance* no sean concluyentes puede deberse, por un lado, a la ausencia de un marco teórico sólido y unificado y, por otra parte, a la diversidad de definiciones utilizadas en torno a la RSC y la *performance* financiera.

⁴ No obstante, en la revisión de la literatura realizada por Gómez (2008) se pone de manifiesto un predominio de la relación positiva entre RSC y *performance*, citándose escasos trabajos en los que se evidencie una relación negativa entre ambas variables.

Por otro lado, aunque la mayor parte de los autores presentan modelos lineales en sus trabajos, también es posible que la relación entre RSC y *performance* sea no lineal, pudiendo tener forma de U invertida, tal y como señala Marom (2006). Este tipo de relación no lineal implicaría que conforme aumenta la inversión en RSC, aumenta también la *performance* empresarial, pero hasta un determinado punto máximo a partir del cual los incrementos de RSC generan disminuciones en el rendimiento financiero. Dicha relación no lineal fue descubierta por Bowman y Haire (1975), pero existen diversos trabajos posteriores en esta misma línea argumental, como son los de Barnett y Salomon (2006), Moore (2001) y Sturdivant y Ginter (1977), entre otros.

Finalmente, y tal y como se recoge en la revisión de la literatura realizada por Gómez (2008), también puede ser posible la existencia de una relación bidireccional entre RSC y *performance* (tanto en sentido positivo como negativo). En este contexto, trabajos como los de Allouche y Laroche (2005), Orlitzky, Schmidt y Rynes (2003), Preston y O'Bannon (1997), Waddock y Graves (1997) o Wu (2006), consideran en sus estudios la RSC como variable dependiente y no solo como variable explicativa de la *performance*.

Dentro de la literatura centrada en el estudio de la relación entre RSC y *performance* financiera, cabe destacar aquellos trabajos que analizan la elaboración y difusión de información social y medioambiental como un indicador de *performance* social. No obstante, los resultados en esta línea de investigación tampoco son concluyentes. Algunos autores [Anderson y Frankle (1980), Bowman (1978), Dhaliwal, Li, Tsang y Yang (2011), Patten (1990), Preston (1978) o Roberts (1992)], defienden una relación positiva entre la divulgación de información social y medioambiental y la *performance* empresarial. De forma similar, Moneva y Ortas (2007) señalan que la publicación de información de carácter social y medioambiental puede generar mejoras en la capacidad de decisión del inversor, y por tanto, puede dar lugar a una mayor valoración esperada de la empresa en el mercado. En su estudio, dichos autores constatan la existencia de una relación positiva entre la publicación de informes de sostenibilidad y la valoración de la empresa en el mercado. Por su parte, Fernández y Luna (2010) ponen de manifiesto la existencia de una relación positiva entre la divulgación de información social y/o medioambiental, la reputación empresarial y la creación de valor (o reducción de riesgos) en las compañías. Asimismo, Cormier y Magnan (2007) consideran que los inversores valorarán positivamente a aquellas organizaciones que divulguen información medioambiental. Por el contrario, existen trabajos como los de Abbott y Monsen (1979), Archel (2003), Carmona y Carrasco (1988), Cheung y Mak (2010), Cowen, Ferreri y Parker (1987), Moneva y Llena (1996) o Moneva, Rivera y Muñoz (2007), entre otros, en los que la relación observada es no significativa⁵.

⁵ En la revisión de la literatura realizada no se han encontrado evidencias recientes de artículos que constaten un efecto negativo de la publicación de información de RSC sobre la *performance* empresarial.

La disparidad encontrada en los resultados de dichos estudios puede deberse a la falta de homogeneidad a la hora de definir la RSC, ya que como indican Aras, Aybars y Kutlu (2010), Gómez (2008) o Miras *et al.* (2011), no existe una definición común sobre lo que exactamente constituye la RSC. Además, como ya apuntaba Ullmann (1985), los resultados mixtos que surgen al analizar la relación entre RSC y *performance* también pueden ser debidos en parte a las diferentes metodologías y medidas usadas en los mismos. Asimismo, Gómez (2008) y Miras *et al.* (2011), indican que la ausencia de un marco teórico sólido y unificado puede ser uno de los motivos por los cuales los resultados en los estudios sobre RSC y *performance* no sean concluyentes.

No obstante, independientemente del efecto que la responsabilidad social corporativa genere sobre la *performance* empresarial, es un hecho constatado el incremento producido en los últimos años en la publicación de información de carácter social, tal y como demuestran los estudios realizados en este campo [Archel (2003), Deegan y Gordon (1996), Gray *et al.* (1995), Gray, Javad, Power y Sinclair (2001), Moneva y Llena (2000), Moneva y Ortas (2009)...]. En España, concretamente, se ha observado un incremento notable en la publicación de informes de sostenibilidad, tal y como indican Moneva y Ortas (2009). Así, mientras que entre los años 1995 y 2000 el número de memorias publicadas por empresas españolas era de 20 informes, actualmente superan las 650 unidades, por lo que se puede afirmar que el compromiso de las compañías con la sostenibilidad se está consolidando.

Pero, ¿por qué ha aumentado la publicación de dichos informes? La razón puede estribar en el incremento de la sensibilidad ciudadana en los últimos años hacia determinados problemas sociales y medioambientales relacionados con las empresas, lo que ha generado que la rendición de cuentas, vinculada hasta el momento principalmente a la vertiente económica, se haya extendido también hacia las áreas social y medioambiental de la organización (Prado *et al.* 2009), dando lugar a un continuo proceso de legitimación de la empresa. Es en dicho proceso de legitimación en el que la elaboración de memorias de RSC es un pilar fundamental para reforzar las expectativas y opiniones de los diversos grupos de interés respecto a la responsabilidad de sus gestores [Deegan y Rankin (1996), Husillos (2007), Patten (1992)]. Tal y como indican Fombrun y Shanley (1990) y se recoge en Orlitzky *et al.* (2003), las empresas que destacan en *performance* social pueden usar el informe de RSC como un medio de comunicación e información, a partir del cual los diferentes grupos de interés realizarán sus valoraciones sobre la reputación de la compañía⁶.

Recordemos en este punto que los informes de sostenibilidad tienen como objetivo comunicar a todos los grupos de interés, tanto los compromisos de la organización respecto al desarrollo sostenible, como sus logros, detallando los resultados de las actuaciones desarrolladas en el ámbito económico, social y medioambiental [Moneva (2007), Moneva y Ortas (2009)]. Por

⁶ Este argumento se encontraría en línea con la perspectiva basada en la reputación (*reputation perspective*).

tanto, pueden considerarse el principal referente en materia informativa relativo al impacto total (económico, social y medioambiental) que ejerce una organización. Asimismo, es necesario indicar que, al igual que Moneva y Llena (1996), en el presente estudio se ha utilizado la información de carácter social publicada por la empresa –en este caso los informes de RSC– como medida del nivel de compromiso social de la empresa y, por tanto, como punto de referencia para analizar el efecto de la RSC sobre la *performance* empresarial. Existen otros aspectos como son, por ejemplo, el gasto efectuado en RSC, la política medioambiental implantada en la compañía, el compromiso establecido hacia los diferentes grupos de interés, etc., que también forman parte del amplio concepto de la responsabilidad social corporativa, pero que en este estudio no se han tenido en cuenta al considerar que dichos elementos quedan recogidos en el contenido de las propias memorias de sostenibilidad⁷.

También se ha producido una notable evolución en lo que respecta al contenido de los informes de RSC. Así, mientras que inicialmente estos documentos incluían principalmente información anecdótica [Guthrie y Parker (1989), Hogner (1982)], las prácticas divulgativas sobre información social y medioambiental han aumentado considerablemente (Gray *et al.*, 2001), tanto en volumen como en calidad, pasando de ser simples extensiones de los informes contables anuales, a convertirse en propios documentos con información social corporativa (Prado *et al.*, 2009).

A pesar de la importancia que tanto el gobierno corporativo como la RSC representan para las empresas, es un hecho constatado que no existe unanimidad en los resultados hallados en investigaciones previas, tal y como se ha puesto de manifiesto en este apartado. No obstante, la disparidad de resultados observados en las investigaciones que relacionan gobierno corporativo o RSC con la *performance* empresarial puede deberse a la utilización de enfoques y metodologías inadecuadas. Como señalan Wintoki *et al.* (2008), es necesario considerar el carácter endógeno de las relaciones existentes entre el gobierno corporativo y la *performance* empresarial, debiendo prestar un especial interés al carácter dinámico de la endogeneidad⁸. Estos autores indican que la mayor parte de los trabajos que analizan el efecto de la configuración del consejo sobre la *performance* empresarial obvian el hecho de que la *performance* previa pueda afectar tanto a la *performance* actual como al gobierno corporativo. Asimismo, señalan que a pesar de que algunos autores incorporan retardos de la *performance* en el modelo, no resulta suficiente para una correcta especificación del mismo, puesto que existen otras fuentes de endogeneidad, además de la endogeneidad dinámica, que también

⁷ Como se recoge en Post (1991), el constructo de la *performance* social corporativa se asocia con la rendición de cuentas, los *ratings* de reputación, las auditorías sociales y con los principios y valores inherentes a la cultura corporativa.

⁸ Los argumentos introducidos en Wintoki *et al.* (2008) poniendo de manifiesto la necesidad de considerar las diversas fuentes de endogeneidad existentes se corroboran en el estudio desarrollado por Schultz, Tan y Walsh (2010).

es preciso corregir: la heterogeneidad inobservable y la simultaneidad⁹. Así, la endogeneidad dinámica aparece cuando el valor actual de una variable se encuentra influenciado por su valor en el periodo o periodos precedentes. En este caso, hace referencia al tratamiento de la *performance* previa como factor influyente tanto en la *performance* como en la estructura de gobierno actual. Por su parte, la heterogeneidad inobservable aparece cuando una relación entre dos o más variables está afectada por un factor inobservable. En la relación gobierno corporativo-*performance*, hace referencia a aquellas características específicas de la compañía (efectos fijos de la empresa) que pueden afectar a la estructura de gobierno de la organización, a otras características de la compañía y a la *performance*, pero que no son observables para el investigador resultando, por tanto, difíciles de cuantificar. Para ejemplificar este efecto, Haubrich (1998) señala la habilidad de los gestores o el nivel de aversión del riesgo del CEO (*Chief Executive Officer*) como factores inobservables que pueden afectar a la *performance*. Por último, la simultaneidad aparece cuando dos variables están co-determinadas, de modo que cada variable puede afectar a la otra simultáneamente. En la relación gobierno corporativo-*performance* recoge la posibilidad de que las variables de gobierno corporativo y las características de la empresa se determinen de forma simultánea con el nivel de *performance*. Por ejemplo, puede ocurrir que la empresa elija una determinada estructura de gobierno corporativo basándose en la *performance* esperada de la organización (Schultz *et al.*, 2010). Lo mismo podría aplicarse al concepto de RSC, ya que tal y como señalan Allouche y Laroche (2005), Orlitzky *et al.* (2003), Preston y O'Bannon (1997), Waddock y Graves (1997) o Wu (2006), la relación entre *corporate social performance* y la *performance* financiera puede ser bidireccional y simultánea.

El método econométrico que permite controlar estos problemas es el MGM, desarrollado a partir de los trabajos de Arellano y Bond (1991) y Holtz-Eakin, Newey y Rosen (1988) y posteriormente refinado por Arellano y Bover (1995) y Blundell y Bond (1998). La utilización del MGM resulta ventajosa, puesto que este método mitiga las principales fuentes de endogeneidad que surgen al estimar la relación entre gobierno corporativo/RSC y *performance*. Por un lado, en el MGM se incluyen las variables en primeras diferencias, por lo que de este modo se controla por la heterogeneidad inobservable y se elimina el potencial sesgo de las variables omitidas. Asimismo, al usar el pasado de la empresa como instrumento para el presente, se controla la simultaneidad y la causalidad inversa. Además, esta estimación permite que todas las variables explicativas puedan ser tratadas como endógenas y no requiere unas determinadas hipótesis de partida sobre la perturbación aleatoria.

Por tanto, a partir de los argumentos anteriores se definen a continuación las hipótesis de contraste. Por un lado, se considera que tanto el gobierno corporativo como la RSC son factores

⁹ A pesar de que las fuentes de endogeneidad que citan Wintoki *et al.* (2008) no sean un concepto novedoso desde un punto de vista econométrico, en una gran parte de los trabajos centrados en el área del gobierno corporativo no se ha tenido en cuenta el efecto de dichas fuentes de endogeneidad, por lo que se ha considerado interesante incluir una mención expresa a ello.

determinantes de la *performance* empresarial¹⁰. No obstante, cabría esperar que dicho efecto se anulara al considerar las diferentes fuentes de endogeneidad y, concretamente, el efecto de la endogeneidad dinámica.

H1: Las variables de gobierno corporativo y responsabilidad social corporativa influyen en la performance empresarial.

H2: Las variables de gobierno corporativo y responsabilidad social corporativa no ejercen ningún efecto sobre la performance empresarial tras controlar por la endogeneidad dinámica.

A partir de dichas hipótesis se pretende contrastar si, tras incorporar la endogeneidad dinámica en las estimaciones (H2), desaparece el posible efecto existente del gobierno corporativo y la publicación de memorias de sostenibilidad sobre el valor de la compañía (H1). Para ello se han definido diferentes modelos (estáticos versus dinámicos) con el objetivo de poner en evidencia las diferencias existentes entre los mismos al considerar o no la endogeneidad dinámica.

3 | CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN Y RENDICIÓN DE CUENTAS EN ESPAÑA

3.1. Los consejos de administración en España

Para tener una visión general de la situación de los consejos de administración en España, a continuación se muestran las principales magnitudes relativas al tamaño y la composición de los consejos en el contexto español¹¹.

En términos medios, los consejos están formados por 9.93 miembros, cifra algo inferior al 10.4 correspondiente al tamaño medio del consejo observado en Coles *et al.* (2008), pero similar al tamaño medio del consejo formado por 9.88 miembros observado en Mínguez y Martín (2003) para el mercado español.

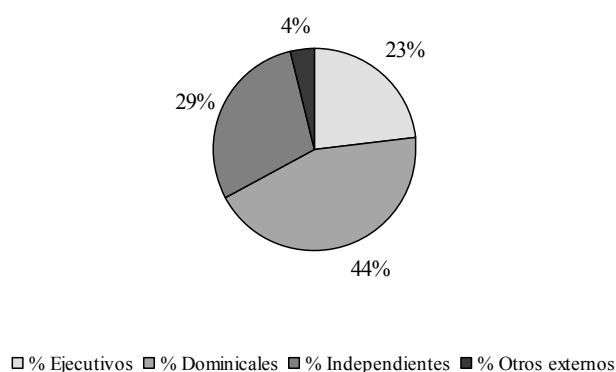
Con relación a la composición de los consejos (Figura 1), se observa que una amplia mayoría son consejeros externos (77%) frente a una minoría de ejecutivos (23%). Dentro de los miembros externos, son los consejeros dominicales los que representan un mayor peso del consejo (44%), siendo la participación de los independientes un 29%, cifra que se sitúa por debajo del límite de un tercio recomendado por el Código Unificado de Buen Gobierno de 2006. Dicha

¹⁰ Debido a la diversidad de resultados observados en los artículos previos, que relacionan gobierno corporativo o RSC con *performance*, que impiden establecer una relación exacta entre dichas variables, se ha considerado oportuno definir la hipótesis 1 en términos neutros sin especificar el carácter de la relación (directa o inversa).

¹¹ Como se indica en el siguiente apartado relativo a la muestra del estudio, se han analizado 171 sociedades cotizadas españolas durante el periodo 2004-2008.

distribución de la composición de los consejos españoles se encuentra en línea con la hallada en el estudio de García y Gil de Albornoz (2005), donde la presencia de consejeros ejecutivos, dominicales e independientes representa un 22.9%, 40.5% y 36.4% respectivamente. Estas evidencias también son similares a las encontradas en Bathala y Rao (1995), Boone *et al.* (2007), Coles *et al.* (2008) o Rediker y Seth (1995), para el mercado norteamericano, donde el porcentaje de consejeros externos en las muestras analizadas supera el 70%. Sin embargo, estos datos contrastan con los observados en Peasnell, Pope y Young (2003), donde se evidencia un porcentaje de consejeros no ejecutivos del 44% para una muestra de empresas del Reino Unido, o la proporción del 57% de consejeros externos observada por Mak y Li (2001) para una muestra de empresas de Singapur. Asimismo contrastan con el porcentaje de consejeros externos (46.4%) observado en Linck *et al.* (2008).

FIGURA 1. COMPOSICIÓN DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN EN ESPAÑA



Como complemento a los datos anteriores se ha considerado interesante analizar la estructura de los consejos de administración para cada uno de los años de estudio. Aunque en líneas generales se observa estabilidad en la configuración de los consejos en el periodo analizado, también existen algunas pequeñas variaciones tal y como muestra la tabla 1. En este sentido, a pesar de que el tamaño del consejo se mantiene en 10 consejeros por término medio para todos los años, se observa cómo se produce en el periodo de análisis un ligero descenso en el porcentaje de consejeros ejecutivos a favor de los externos, al aumentar tanto la proporción de dominicales como de otros externos. Por el contrario, el porcentaje de consejeros independientes disminuye ligeramente.

TABLA 1. ESTRUCTURA DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN (2004-2008)

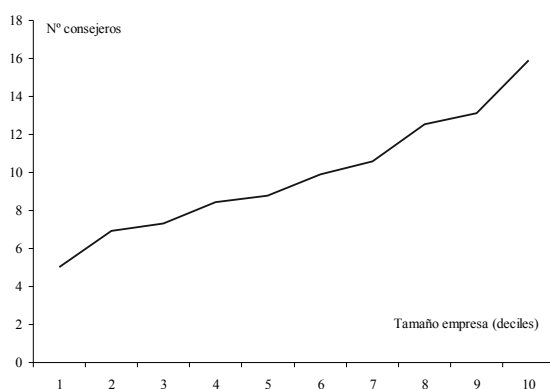
(Media)	2004	2005	2006	2007	2008
Tamaño del Consejo	9.84	9.72	9.84	10.03	10.19
% Ejecutivos	23.53	23.22	23.33	22.05	20.95
% Externos	76.47	76.78	76.67	77.95	79.05
➤ % Dominicales	43.06	43.64	43.01	45.03	44.92
➤ % Independientes	30.18	29.88	29.45	26.97	28.35
➤ % Otros externos	3.23	3.26	4.21	5.95	5.78

Dentro de la literatura especializada, las estructuras de gobierno de las empresas se vinculan frecuentemente con su tamaño. Como han concluido diversos autores (Boone *et al.*, 2007, Coles *et al.*, 2008 y Linck *et al.*, 2008, entre otros), la complejidad de la compañía, medida entre otros factores a través de su tamaño, es un determinante clave en la configuración de los consejos de administración. Así, cabe esperar que existan diferencias en la estructura de los consejos según cuál sea el tamaño de la organización.

Para constatar dicha relación, en la figura 2 se representan las observaciones relativas al tamaño del consejo en función de la variable que representa el tamaño de la empresa¹², clasificando esta última en diez deciles. De dicha figura se desprende que existe una clara relación positiva entre ambas variables. Se observa una tendencia claramente creciente, de modo que conforme se incrementa el tamaño de la empresa, deciles superiores, se incrementa también el tamaño del consejo, lo que podría estar indicando que el tamaño de la empresa es un determinante clave del tamaño de los consejos. Se constata que en el primer decil los consejos están formados por un número medio de 5 miembros, mientras que a partir del sexto decil se superan los 10 consejeros, alcanzando una media de 16 participantes en el último decil.

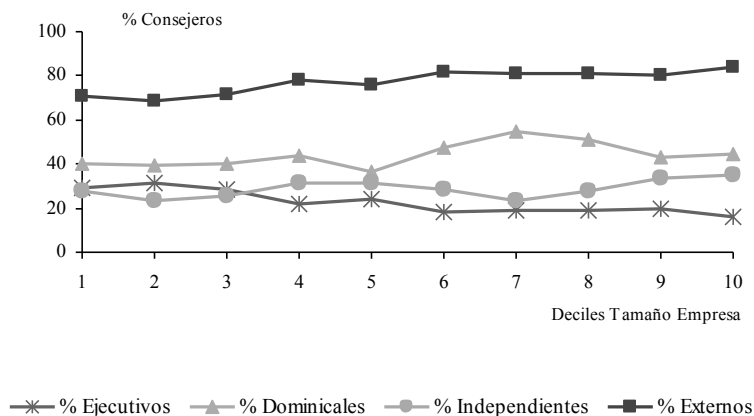
¹² El tamaño de la empresa corresponde al logaritmo del volumen de activos en cada uno de los años de análisis.

FIGURA 2. TAMAÑO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y TAMAÑO DE LA EMPRESA



Respecto a la composición de los consejos según el tamaño de la empresa, en la figura 3 se muestra la proporción de cada uno de los tipos de consejeros para cada uno de los deciles del tamaño de la organización. Se observa que el porcentaje de consejeros externos sigue una tendencia similar al tamaño total del consejo, de modo que conforme aumenta el tamaño de la empresa, se incrementa también el porcentaje de consejeros externos de la misma, pasando de una media de 70.53% externos en el primer decil de la muestra a casi un 84% en el último decil. Los ejecutivos, por su parte, se encuentran en niveles inferiores a los externos para todos los deciles y muestran una tendencia decreciente. Por otro lado, dentro del grupo de consejeros externos, resulta interesante comentar el comportamiento del porcentaje de dominicales e independientes. En la figura 3 se observa claramente cómo ambas categorías de consejeros siguen una evolución bastante opuesta. Asimismo, el porcentaje de consejeros dominicales es en todos los deciles superior en términos medios al de independientes, reflejando la importancia de los dominicales en la composición de los consejos de las empresas españolas. No obstante, a partir del séptimo decil se observa una fuerte tendencia creciente en el porcentaje medio de independientes.

FIGURA 3. COMPOSICIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y TAMAÑO DE LA EMPRESA

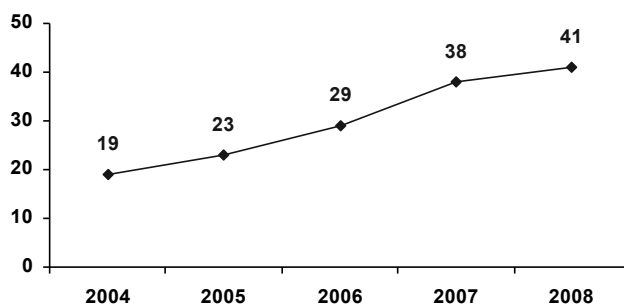


3.2. La publicación de Informes de RSC en las sociedades cotizadas españolas

En este apartado se muestra un breve análisis de carácter descriptivo con el objetivo de presentar una panorámica sobre la situación de la publicación de los informes de RSC en las sociedades cotizadas españolas¹³.

Tal y como se observa en la figura 4, se ha producido un incremento en el número de memorias de sostenibilidad publicadas por las entidades analizadas en el periodo de estudio. Mientras que solo 19 empresas publicaron un informe de RSC relativo al ejercicio 2004, fueron el doble (41 compañías) las que elaboraron dicho informe para 2008.

FIGURA 4. EVOLUCIÓN EN LA PUBLICACIÓN DE INFORMES DE RSC (NÚMERO DE INFORMES POR AÑO)

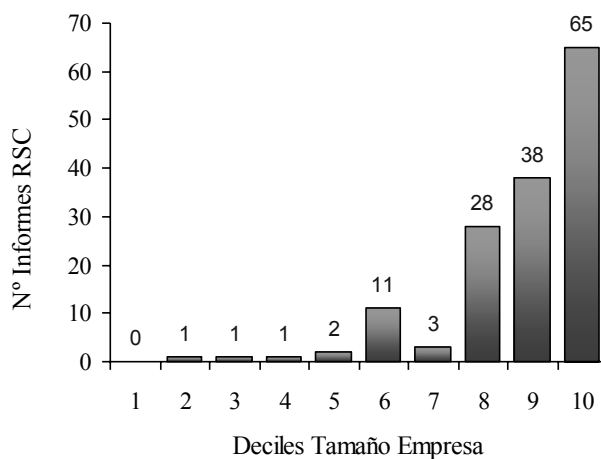


¹³ Ver nota 11 a pie de página.

Por otro lado, y tal y como indican Waddock y Graves (1997), el tamaño de la organización es una variable relevante en el análisis de la RSC, ya que la información sobre conductas socialmente responsables suele ser más abundante en empresas grandes que en pequeñas. Asimismo, existen numerosos trabajos que avalan una relación positiva entre el tamaño de la empresa y la divulgación de información sobre RSC [Archel y Lizarraga (2001), Belkaoui y Karpic (1989), Hackston y Milne (1996), Moneva y Ortas (2009), Ochoa y Aranguren (2005), Patten (1991), Stanwick y Stanwick (1998), Trotman y Bradley (1981)]¹⁴.

Para corroborar dicha relación se ha dividido la muestra en deciles atendiendo al tamaño de la empresa y se ha examinado el número de informes publicados por las empresas de cada decil. Tal y como recoge la figura 5, se constata una clara relación positiva entre el tamaño de la compañía y la publicación de informes de RSC. Podemos observar que conforme aumenta el tamaño de la organización (deciles superiores) se incrementa también el número de informes publicados. Estos resultados se encuentran en línea con las evidencias halladas en Archel (2003), donde se indica que son las grandes empresas las que divulgan un mayor volumen de información.

FIGURA 5. PUBLICACIÓN DE INFORMES DE RSC EN
RELACIÓN CON EL TAMAÑO DE LA EMPRESA



¹⁴ No obstante, como también apuntan Moneva (2007) y Moneva y Ortas (2009), “cada vez son más el número de pymes que encuentran incentivos para la realización de las mismas”. Asimismo, existe un manual destinado únicamente a las PYMES (pequeñas y medianas empresas) elaborado por GRI.

Por último, se ha considerado interesante analizar el comportamiento de la publicación de informes de RSC en relación con el sector de procedencia de la compañía, puesto que la pertenencia a determinados sectores de actividad ha sido considerada en ocasiones como un factor explicativo del nivel de divulgación de información sobre RSC [Adams, Hill y Roberts (1995 y 1998), Archel (2003), Cowen, *et al.* (1987), Deegan y Gordon (1996), Freedman y Jaggi (1988), García Ayuso y Larrinaga (2003), Hackston y Milne (1996), Kelly (1981), Moneva y Llena (1996), Moneva y Ortas (2007), Roberts (1992)]. Así, tradicionalmente, han sido las empresas con actividades medioambientales sensibles las más implicadas en la publicación voluntaria de información social y medioambiental (Moneva y Llena, 2000). Además, tal y como se recoge en Gómez (2008), los estudios que relacionan RSC y *performance* serían más consistentes si se concentraran en una industria o sector concreto (Chand y Fraser, 2006), lo que pone de manifiesto la necesidad de considerar la influencia de los sectores industriales en este tipo de estudios.

Para realizar este análisis se han considerado los datos del ejercicio 2008 y se ha calculado el número de informes publicados en ese año en cada uno de los sectores industriales¹⁵.

TABLA 2. PUBLICACIÓN DE INFORMES DE RSC SEGÚN EL SECTOR (AÑO 2008)

	Sector 1	Sector 2	Sector 3	Sector 4	Sector 5	Sector 6	Sector 7	Sector 8	Total
Nº Informes RSC	12	0	5	5	7	4	7	1	41
Nº Empresas Sector	59	11	8	16	13	10	49	5	171
Proporción que representan	20.34%	0.00%	62.50%	31.25%	53.85%	40.00%	14.29%	20.00%	23.98%

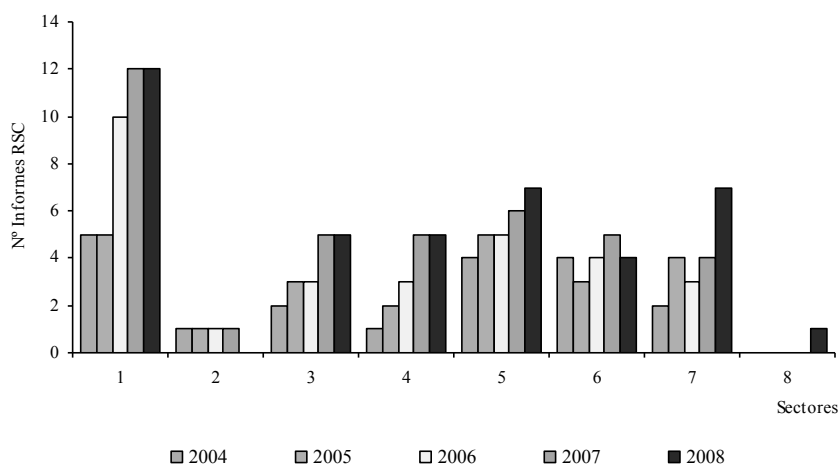
En términos absolutos se observa que el mayor número de memorias (12) corresponden a empresas dedicadas a actividades inmobiliarias y servicios empresariales (sector 1). No obstante, el porcentaje de empresas de dicho sector que han publicado un informe de RSC relativo al ejercicio 2008 ha sido tan sólo un 20.34%. Por otro lado, las industrias en las que se manifiesta una mayor ratio de publicación de informes de RSC son las relacionadas con los transportes y comunicaciones (sector 3), la construcción (sector 5) y la producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua (sector 6), con una proporción de empresas que publican estos informes para el ejercicio 2008 superior al 40%. Por último, se observa que tan sólo un 24% de las empresas analizadas ha publicado un informe de sostenibilidad para el año

¹⁵ Consultar la tabla 3 en la que se incluye una breve definición de los sectores que forman parte de la muestra de estudio.

2008. Estos datos se encuentran en línea con los observados en Moneva y Ortas (2009), donde los resultados constatan que son los sectores de la construcción y la electricidad en los que se manifiesta un mayor volumen de memorias de sostenibilidad¹⁶.

Por otro lado, se ha examinado también la evolución del número de informes de RSC publicados por las compañías de cada sector. En la figura 6 podemos observar que, en términos generales, existe una cierta tendencia positiva en relación con el número de informes de RSC publicados en todos los sectores. Sin embargo, el mayor incremento ha sido el producido en las empresas del sector 1, pasando de 5 informes en el año 2004 a 12 en el último ejercicio. No obstante, estas cifras son bastante reducidas, por lo que todavía existe un importante margen de mejora en lo que se refiere a la publicación de memorias de sostenibilidad para las empresas de la muestra.

FIGURA 6. EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE INFORMES DE RSC POR SECTORES



4 MUESTRA, METODOLOGÍA Y RESULTADOS

4.1. Selección de la muestra

Para llevar a cabo el estudio y analizar el efecto de la estructura de los consejos de administración y la publicación de informes de RSC sobre la *performance* empresarial, se ha examinado una muestra de 171 sociedades españolas cotizadas durante el periodo 2004-2008.

¹⁶ En Moneva y Ortas (2009) el sector con mayor número de memorias de sostenibilidad publicadas corresponde a la banca, pero debemos señalar que en nuestro estudio se han eliminado de la muestra las entidades bancarias.

Para seleccionar la muestra se partió inicialmente del conjunto de compañías incluidas en los Informes de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, elaborados por la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), correspondientes a los ejercicios 2004 a 2008¹⁷. De las 189 empresas iniciales se eliminaron de la muestra las entidades bancarias¹⁸ (15) y, asimismo, se reajustó la información de 3 empresas que durante el periodo analizado cambiaron de denominación social. Así, la muestra final la componen 171 entidades que constituyen un panel no balanceado para los 5 años de análisis. El panel está formado por 765 observaciones para las variables relativas al consejo de administración y 855 observaciones para la variable ficticia que recoge la elaboración de memorias de RSC.

Para cada una de las empresas y de los años de estudio, la información que aparece en estos informes relativa a la estructura del consejo se completó con la información económica y financiera proporcionada por la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos). La información utilizada procedente de la base de datos SABI fue la relativa al activo (como medida del tamaño de la empresa), los códigos CNAE (Clasificación Nacional de actividades Económicas) para definir la clasificación sectorial de la muestra y la información necesaria para el cálculo de la variable relativa a la *performance*. Por su parte, los datos sobre la publicación de los informes de RSC se obtuvieron de la información proporcionada por GRI en su página web.

Para tener una visión general de la composición de la muestra atendiendo al tipo de industria, en la tabla 3 se indica el número de empresas pertenecientes a cada sector.

En un primer momento, se usaron los códigos de la clasificación CNAE 93 Rev.1 al nivel de dos dígitos para definir los sectores industriales. Debido al elevado número de sectores que tenían lugar en la muestra al utilizar la clasificación anterior, se tuvo en cuenta también la agrupación de sectores industriales propuesta por la CNMV, de modo que finalmente se obtuvieron ocho segmentos sectoriales.

¹⁷ El ejercicio 2004 es el primer año en el que se publicaron los IAGC (Informes Anuales de Gobierno Corporativo) con un formato homogéneo, por lo que se ha tomado dicho periodo como punto de partida para la selección de la muestra. Asimismo debido a que los IAGC correspondientes al ejercicio 2009 no estaban disponibles en el momento del estudio para muchas de las compañías de la muestra, el periodo de análisis finaliza con el ejercicio económico 2008.

¹⁸ Se consideró adecuado eliminar del estudio las entidades bancarias por sus peculiaridades y por la dificultad para encontrar información financiera de las mismas en la base de datos SABI que fuera homogénea con el resto de entidades analizadas.

TABLA 3. DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LA MUESTRA (N = 171)

DENOMINACIÓN DEL SECTOR	Códigos CNAE 93 que incluye	Nº empresas	Porcentaje que representan sobre total muestra
(1) Actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	70, 71, 72 y 74	59	34.5%
(2) Intermediación financiera	65 y 67	11	6.43 %
(3) Transportes y comunicaciones	60, 62, 63 y 64	8	4.68 %
(4) Comercio, hostelería y otros servicios	51, 52, 55, 73, 85, 92 y 93	16	9.36%
(5) Construcción	45	13	7.60%
(6) Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	40 y 41	10	5.85%
(7) Industria manufacturera	15, 16, 17, 18, 21, 22, 23, 24, 26, 27, 28, 29, 31, 32, 33, 35 y 37	49	28.66%
(8) Extracción de productos energéticos y otros minerales y agricultura, ganadería, caza y selvicultura	1, 10, 11 y 14	5	2.92%
Total		171	100%

Así, en la tabla 3, se muestra el número de empresas incluidas en cada grupo con una breve definición sobre el mismo. Se observa que el mayor número de empresas pertenece al sector de actividades inmobiliarias y de servicios empresariales, que representa más de un 34% sobre el total, seguido de las empresas dedicadas a la industria manufacturera, que alcanzan casi una tercera parte de la muestra también (28.66%).

4.2. Definición de las variables

Para contrastar las hipótesis del estudio, la ecuación tomada como punto de partida para la estimación de los modelos estáticos incluye, como variable dependiente, la medida de *performance* Q y, como variables explicativas, las variables relacionadas con el gobierno corporativo¹⁹ (tamaño del consejo y porcentaje de independientes²⁰) y la RSC (publicación de memorias

¹⁹ La estructura de los consejos de administración (tamaño y composición) se ha tomado como medida del gobierno corporativo de las compañías al considerar que la figura de los consejos es el eje principal de la literatura en torno al gobierno corporativo.

²⁰ Resulta conveniente aclarar que para la realización del estudio se ha tomado como medida de la composición de los consejos de administración el porcentaje de consejeros independientes, en lugar del porcentaje de externos utilizado por otros autores en la literatura internacional. La razón de esta elección reside en el hecho de que la figura de los consejeros externos en España no es comparable a los externos del contexto anglosajón, puesto que en España, el papel de los denominados consejeros externos dominicales es muy relevante. Por ello, se ha tomado para el análisis la figura de los consejeros independientes, ya que tal y como indican García y Gil de Albornoz (2005), los consejeros independientes son equivalentes a los consejeros no-ejecutivos en el contexto anglosajón.

de sostenibilidad). Posteriormente, se incluye también el tamaño de la empresa²¹ como variable explicativa. Por su parte, para la estimación de los modelos dinámicos, se incorpora un retardo de la variable Q como variable explicativa²².

La definición de las variables utilizadas se muestra a continuación:

- *Performance*: cociente entre la suma de la capitalización bursátil y el valor en libros de la deuda, sobre el activo total (Q). Se ha considerado conveniente tomar como medida de *performance* una medida basada en el mercado, en lugar de utilizar variables contables, ya que estas últimas pueden verse afectadas por la manipulación de los gestores y pueden dar lugar a resultados no comparables entre empresas si estas aplican diferentes procedimientos contables (Aras *et al.*, 2010).
- Tamaño del consejo: logaritmo del número de miembros que componen el consejo de administración. (TÑOCJO)
- Composición del consejo: porcentaje de consejeros independientes sobre el total del consejo. (INDEP)
- Informe RSC: variable ficticia que toma el valor de 1 si la empresa ha publicado un informe de RSC en ese ejercicio y 0 en caso contrario. (INFORSC). Como también señalan Prado *et al.* (2009), determinar las prácticas divulgativas de las empresas a partir del informe de RSC está justificado por ser este el documento individual más importante de información sobre responsabilidad social corporativa para el público (Adams *et al.*, 1998), estando además disponible para la generalidad de los usuarios [Abbott y Monsen (1979), Gray, Owen y Maunders (1987), Zehgal y Ahmed (1990)], y siendo ampliamente utilizado en los estudios sobre el tema en diferentes países.
- Tamaño de la empresa: logaritmo del volumen de activos para cada uno de los ejercicios analizados. (TÑO)
- Variables de control: como variables de control se incluyen variables ficticias para identificar los diferentes años y sectores industriales en la muestra.

En las tablas 4 y 5 se indican los estadísticos descriptivos de las variables analizadas así como la matriz de correlaciones. Tal y como se ha indicado anteriormente, los consejos de administración analizados están formados por aproximadamente de 10 miembros (9.93) en términos medios, con un porcentaje de consejeros independientes inferior al 30% (28.93%).

²¹ Se ha considerado necesario controlar por el tamaño de la organización ya que esta variable mantiene una estrecha relación con el gobierno corporativo y la RSC, tal y como se recoge en el apartado 3. Asimismo, se incluyen en los modelos estimados variables ficticias para cada uno de los años de análisis, para controlar el efecto temporal, y variables artificiales relativas a los diversos sectores industriales.

²² Se han realizado también pruebas alternativas en las que se han incluido como variables explicativas en los modelos no solo el retardo de Q, sino también los retardos de las variables de gobierno corporativo y RSC. Los resultados de dichas pruebas no modifican las conclusiones del presente trabajo por lo que no se han incluido en el artículo por motivos de espacio. No obstante, se encuentran a disposición de los lectores.

Cabe destacar el escaso número de informes de RSC elaborados por las compañías analizadas en el periodo de estudio, alcanzando dicha variable un valor medio de 0.17.

Respecto a la matriz de correlaciones, se puede apreciar la existencia de una relación positiva y significativa entre la medida de *performance* y las variables de gobierno corporativo (tamaño del consejo y porcentaje de independientes); mientras que la relación con la variable relativa a la elaboración de memorias de RSC resulta no significativa. También se observa una relación positiva y significativa entre la rendición de cuentas y las variables de gobierno corporativo. Por último, cabe destacar la relación positiva y significativa entre el tamaño de la organización y las variables de gobierno corporativo y RSC.

TABLA 4. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS DE LAS VARIABLES EXPLICATIVAS (N = 171 T=5)

Variable	Media	Mediana	Desv. Típica	Mínimo	Máximo
Q	2.25	1.69	1.97	0.10	15.65
TÑOCJO	9.93	9.00	4.27	3.00	24.00
INDEP	28.93	28.57	20.84	0.00	88.90
INFORSC	0.17	0.00	0.38	0.00	1.00
TÑO	12.52	12.48	2.10	6.32	18.30

TABLA 5. MATRIZ DE CORRELACIONES (N = 171 T = 5)

	Q	TÑOCJO	INDEP	INFORSC	TÑO
Q	1				
TÑOCJO	0.091**	1			
INDEP	0.106***	0.106***	1		
INFORSC	0.045	0.387***	0.166***	1	
TÑO	0.031	0.702***	0.129***	0.556***	1

** La correlación es significativa al nivel 0.05

*** La correlación es significativa al nivel 0.01

4.3. Modelos Estáticos versus Modelos Dinámicos

En primer lugar, y centrándonos en el efecto por separado que la rendición de cuentas y la estructura de los consejos ejercen sobre la *performance* de la empresa, se han definido dos modelos estimados a través del método MCO (Mínimos Cuadrados Ordinarios), en los que las únicas variables explicativas que se han incorporado son la variable ficticia que

recoge la existencia de una memoria de RSC, en el primer caso, y las variables relativas a la estructura de los consejos, en el segundo caso. Dichos modelos se corresponden con la siguiente expresión²³:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{it} + e_{it},$$

donde Y_{it} representa la medida de *performance*, X_{it} recoge el conjunto de variables explicativas y e_{it} constituye el término de error.

Tal y como se presenta en la tabla 6, se observa que tanto la publicación de informes de RSC como el tamaño del consejo y la presencia de consejeros independientes, generan un impacto positivo sobre la *performance* de la compañía.

Por otro lado, se ha comprobado si la inclusión del tamaño de la empresa, como variable de control, altera la relación obtenida. Para ello, se ha obtenido el estimador de efectos fijos²⁴ para controlar también por la heterogeneidad inobservable, siendo el modelo estimado el que se muestra a continuación²⁵:

$$Y_{it} = v_i + \beta_1 X_{it} + e_{it},$$

siendo Y_{it} la variable representativa de la *performance*, X_{it} recoge el conjunto de variables explicativas, v_i es un vector de variables artificiales para cada empresa y e_{it} constituye el término de error.

En este caso se observa que se mantiene la significatividad de las variables de interés (INFORSC, TÑOCJO, INDEP), mientras que el tamaño de la empresa también resulta significativo. Así, se constata una relación positiva y significativa entre la publicación de memorias de sostenibilidad y la *performance* empresarial. Del mismo modo se observa que los consejos más grandes²⁶ y con una mayor presencia de independientes son los que muestran una mayor ratio Q. Por otro lado, se evidencia una relación negativa entre el tamaño de la organización y su *performance*.

²³ La ecuación estimada incluye además, tanto variables artificiales para cada uno de los años de análisis, como variables ficticias relativas a los sectores industriales.

²⁴ Inicialmente se realizó tanto una estimación de un modelo de efectos fijos como de un modelo de efectos aleatorios, seleccionando finalmente el modelo de efectos fijos tras un contraste con el test de Hausman.

²⁵ La ecuación estimada incluye tanto variables artificiales para cada uno de los años de análisis como variables ficticias relativas a los sectores industriales.

²⁶ La relación positiva observada entre el tamaño del consejo y la *performance* empresarial pone de manifiesto la relevancia de la figura de los consejos de administración como mecanismo de asesoramiento en las empresas españolas, ya que la literatura en este campo considera que los consejos más grandes son óptimos para el desempeño de la función de asesoramiento, mientras que para la función de control se requieren consejos más pequeños.

TABLA 6. MODELOS ESTÁTICOS (N=171 T=5)

Variable dependiente Q	MCO		Efectos Fijos
	Coeficiente (error estándar)		Coeficiente (error estándar)
INFORSC	0.387** (0.189)	-----	0.083* (0.048)
TÑOCJO	-----	0.546*** (0.165)	0.262*** (0.087)
INDEP	-----	0.009** (0.003)	0.006*** (0.001)
TÑO	-----	-----	-0.061** (0.025)
R ²	0.0660	0.0825	0.0724
Wald chi ² (p-value)	-----	-----	615.03 (0.000)
Nº observaciones	735	728	725

Nota:

* Las estimaciones de los coeficientes son significativas al nivel 0.1

** Las estimaciones de los coeficientes son significativas al nivel 0.05

*** Las estimaciones de los coeficientes son significativas al nivel 0.01

Entre paréntesis se muestran los errores estándar asociados a cada coeficiente.

Los modelos incluyen también, por un lado, variables ficticias para cada uno de los años de análisis y, por otro lado, variables ficticias representativas de los sectores industriales.

Tal y como muestran las estimaciones de los modelos de la tabla 6, existe un efecto positivo de la publicación de informes RSC y de la estructura de gobierno corporativo sobre la *performance* empresarial aplicando modelos estáticos. No obstante, conviene comprobar si tales efectos se mantienen al incorporar el tratamiento de la endogeneidad dinámica haciendo uso de modelos dinámicos. Para ello, se ha estimado nuevamente un modelo a través del método de MCO, pero incluyendo en esta ocasión la variable dependiente retardada como variable explicativa; y también se ha definido un modelo dinámico estimado mediante MGM²⁷. La estimación de dichos modelos se corresponde con la siguiente expresión²⁸:

$$Y_{it} = \alpha + Y_{it-1} \beta_1 X_{it} + e_{it},$$

siendo Y_{it} la variable representativa de la *performance*, Y_{it-1} representa el retardo de la variable dependiente, X_{it} recoge el conjunto de variables explicativas y e_{it} constituye el término de error.

Dado que existe cierto grado de correlación entre las variables de gobierno corporativo y la medida de RSC (ver tabla 5), que podría dar lugar a un problema de multicolinealidad y, por consiguiente, una pérdida de precisión de los estimadores, se ha considerado interesante analizar el efecto que tanto de forma separada como conjunta ejercen dichas variables sobre la *performance* empresarial. Los resultados de dichas estimaciones se recogen en la tabla 7.

²⁷ La estimación mediante el MGM se ha realizado a partir del paquete de software econométrico Stata 10 haciendo uso del comando `xtabond2` utilizando “*system GMM*”.

²⁸ La ecuación estimada incluye tanto variables artificiales para cada uno de los años de análisis como variables ficticias relativas a los sectores industriales.

TABLA 7. MODELOS DINÁMICOS (N=171 T=5)

Variable dependiente Q	MCO			MGM		
	Coeficiente (error estándar)			Coeficiente (error estándar)		
Q t-1	0.903*** (0.019)	0.901*** (0.020)	0.900*** (0.020)	0.823** (0.354)	0.724*** (0.081)	0.723*** (0.077)
INFORSC	0.081 (0.116)	-----	0.082 (0.119)	20.497 (18.927)	-----	0.006 (0.349)
TÑO CJO	-----	0.084 (0.122)	0.087 (0.122)	-----	0.481 (0.739)	0.609 (0.867)
INDEP	-----	0.002 (0.002)	0.001 (0.002)	-----	0.005 (0.012)	0.004 (0.027)
TÑO	0.008 (0.025)	0.003 (0.028)	-0.007 (0.032)	-1.846 (1.883)	-0.001 (0.270)	0.028 (0.172)
R ²	0.8084	0.8077	0.8078	-----	-----	-----
F (p-value)	178.19 (0.000)	162.57 (0.000)	151.62 (0.000)	-----	-----	-----
Wald chi ² (p-value)	-----	-----	-----	12.34 (0.500)	306.27 (0.000)	332.47 (0.000)
AR(1) test (p-value)	-----	-----	-----	-1.10 (0.271)	-3.16 (0.002)	-3.07 (0.002)
AR(2) test (p-value)	-----	-----	-----	-0.52 (0.600)	-1.28 (0.200)	-1.20 (0.228)
Hansen test (p-value)	-----	-----	-----	7.44 (0.190)	17.88 (0.119)	25.90 (0.133)
Nº observaciones	563	557	557	563	557	557

Notas:

*** Las estimaciones de los coeficientes son significativas al nivel 0.01

** Las estimaciones de los coeficientes son significativas al nivel 0.05

Entre paréntesis se muestran los errores estándar asociados a cada coeficiente. Los modelos incluyen también, por un lado, variables ficticias para cada uno de los años de análisis y, por otro lado, variables ficticias representativas de los sectores industriales.

Los resultados del método de estimación generalizado de momentos planteado corresponden con la estimación en dos etapas y robusta, ya que como señalan De Andrés y Rodríguez (2009), la estimación en dos etapas proporciona estimadores robustos a la autocorrelación y heterocedasticidad. Asimismo, se ha introducido la corrección de Windmeijer en la estimación MGM y se han utilizado como instrumentos los retardos de la variable dependiente así como del tamaño de la empresa y de la variable ficticia relativa a la publicación de informes de RSC. En concreto, para la ecuación en primeras diferencias se incluyen como instrumentos los retardos segundo y tercero de las variables Q, TÑO, INFORSC así como las variables ficticias relativas al sector y al periodo temporal en diferencias. Por otro lado, en la ecuación en niveles, se incluyen como instrumentos las variables Q, TÑO, INFORSC en diferencias, así como las variables ficticias relativas al sector y al periodo temporal.

AR(1) y AR(2) son los tests utilizados para comprobar la existencia de correlación serial de primer y segundo orden. La hipótesis nula indica ausencia de correlación serial. Se constata –tal y como corresponde al método de estimación generalizado de momentos– la existencia de correlación de primer orden pero no de segundo orden. En la tabla aparecen indicados los *p-value* entre paréntesis.

El test de Hansen comprueba si las restricciones de sobre identificación del modelo son correctas o no. En este sentido, un *p-value* mayor que 0.10 indica que no se puede rechazar la hipótesis nula y por tanto las restricciones de sobre-identificación son válidas. Asimismo, Roodman (2009) afirma que un número excesivo de instrumentos puede ser casi tan perjudicial como la elección de elementos no idóneos y, como regla práctica, aconseja un *p-value* para el estadístico de Hansen entre 0.1 y 0.25. Se utiliza como medida de la bondad de ajuste el test de Hansen ya que es robusto en las estimaciones en dos etapas y ante un número de instrumentos reducido (en este caso el número de instrumentos es 35). Además, el panel utilizado no es lo suficientemente amplio como para que el test de Sargan sea robusto.

Tal y como se comprueba en la tabla 7, al incluir la variable dependiente retardada como variable explicativa, se pierde la significatividad del resto de variables explicativas en todos los modelos estimados, lo que constata la importancia de considerar todas las fuentes de endogeneidad al analizar variables de gobierno corporativo y RSC. Las evidencias halladas señalan que la publicación de informes de RSC y la estructura de los consejos de administración no generan ningún impacto en la *performance* de la compañía tras controlar por la *performance* previa, de tal modo que el retardo de la variable Q ya estaría recogiendo el efecto indirecto del resto de factores. Asimismo, se observa que los resultados se mantienen al incorporar las variables en los modelos tanto de forma separada como de forma conjunta.

La ausencia de relación entre la rendición de cuentas y la *performance* empresarial, podría estar indicando que más que para los mercados, las empresas divulgan información de RSC dirigiéndose a otros colectivos como los agentes sociales, grupos de presión... (Archel, 2003), de modo que el efecto de la divulgación de información de RSC no se recoge en el mercado. Por otro lado, la ausencia de relación entre la publicación de los informes de RSC y la *performance* empresarial podría deberse también a que la información incluida en las memorias de RSC no tenga su reflejo en unas verdaderas actuaciones de responsabilidad social corporativa por parte de las compañías –siendo un mero instrumento de imagen–, por lo que los mercados no valoran la divulgación de esta información.

Asimismo, ni el tamaño del consejo, ni el porcentaje de miembros independientes, ni el tamaño de la organización, parecen influir directamente sobre Q cuando se tiene en cuenta el carácter endógeno del modelo. Estos resultados avalarían el enfoque de endogeneidad propuesto, considerando que cada organización determina el tamaño y la composición de su consejo que resulta óptimo en función de las características internas y externas de la compañía desapareciendo, por tanto, el efecto sobre la *performance*.

5 | CONCLUSIONES

A pesar del alto número de artículos publicados en torno a las áreas de gobierno corporativo y responsabilidad social corporativa, es necesario poner de manifiesto la falta de homogeneidad que existe en los resultados alcanzados por los diversos estudios en este campo. Así, tal y

como se recoge en la revisión de la literatura realizada, son muchos los autores que han tratado de analizar el impacto que determinadas prácticas de gobierno corporativo o RSC ejercen sobre la *performance* de la compañía, por lo que es necesario preguntarse el porqué de tales discrepancias en las evidencias halladas. Siguiendo los argumentos de Wintoki *et al.* (2008), puede ocurrir que el enfoque metodológico aplicado en muchas de las investigaciones realizadas no sea el más adecuado cuando se analiza el gobierno corporativo o la RSC y su efecto sobre el valor de la compañía. En este sentido, dichos autores señalan la importancia de considerar la endogeneidad dinámica en los modelos, es decir, es necesario incorporar el efecto que la *performance* previa ejerce sobre la *performance* del momento actual, ya que su no-inclusión puede dar lugar a resultados engañosos.

El presente artículo constata la importancia de considerar la dinamicidad en los modelos. Los resultados obtenidos muestran que los efectos de la estructura de los consejos de administración y la publicación de informes de sostenibilidad sobre la *performance* desaparecen cuando se controla por la *performance* previa.

El artículo contribuye, por tanto, a la literatura sobre gobierno corporativo y responsabilidad social corporativa aportando nuevas evidencias para el contexto español. Además arroja luz sobre la diversidad de resultados observados en los estudios que analizan los binomios gobierno corporativo-*performance* o RSC-*performance*, poniendo de manifiesto la necesidad de abordar el problema de la endogeneidad dinámica para llevar a cabo un correcto análisis.

Asimismo, se desprenden de él importantes implicaciones prácticas: por un lado, se manifiesta que no existen estructuras de consejo que sean óptimas para todas las compañías, de modo que cada organización definirá el tamaño y la composición del consejo en función de una serie de factores internos y externos a la misma, sin existir por ello ningún efecto sobre su *performance*. Por tanto, no es óptimo imponer estructuras de consejo comunes para todas las organizaciones. Por otra parte, se constata que tras controlar por la endogeneidad dinámica tampoco existe ningún efecto de la publicación de informes de RSC sobre los resultados de la compañía.

El trabajo cuenta también con ciertas limitaciones. En primer lugar, el estudio se ha centrado en el análisis de la RSC a partir de la publicación de memorias de sostenibilidad por parte de las compañías. No obstante, existen otras líneas de investigación que consideran otros aspectos relacionados con la RSC como, por ejemplo, la política medioambiental desarrollada, el gasto efectuado en actuaciones de RSC, la pertenencia de la empresa a un índice de RSC, etc. que en este estudio no se han tenido en cuenta. Por tanto, el análisis podría ampliarse incorporando otros aspectos de la responsabilidad social corporativa y no sólo la rendición de cuentas. Asimismo, es posible que exista una relación causal en doble sentido entre la RSC y la *performance* empresarial, pudiendo ser más adecuado en este caso aplicar otros enfoques metodológicos como podría ser el uso de ecuaciones estructurales.

Por otro lado, aunque las empresas analizadas son todas aquellas sociedades emisoras de valores que publican IAGC, existen otro conjunto de empresas, como por ejemplo las pymes, que no están incorporadas en el estudio y cuyo análisis también podría resultar de interés. Por ello, podría ser interesante adaptar el análisis a este tipo de organizaciones tratando de examinar no tanto el efecto de la estructura de gobierno corporativo²⁹ sobre el valor de la compañía, sino la influencia que ejerce, por ejemplo, la rendición de cuentas sobre los resultados de las compañías. Asimismo, podría ser interesante considerar otros aspectos relativos al gobierno corporativo como por ejemplo la presencia de mujeres en los órganos de gobierno o el sistema de retribuciones de los consejeros y altos directivos, con el objetivo de analizar su efecto en la *performance* de las compañías.

BIBLIOGRAFÍA

- Abbott, W. y Monsen, R. (1979). On the measurement of corporate social responsibility: self-reported disclosures as a method of measuring corporate social involvement. *Academy of Management Journal*, 22 (3), 501-515.
- Adams, C., Hill, W. y Roberts, C. (1995). Environmental employee and ethical reporting in Europe. ACCA Research Report 41, Chartered Association of Certified Accountants, London.
- Adams, C., Hill, W. y Roberts, C. (1998). Corporate social reporting practices in Western Europe: Legitimizing corporate behaviour? *British Accounting Review*, 30 (1), 1-21.
- Adams, R. y Mehran, H. (2005). Corporate performance, board structure and its determinants in the banking industry. *Working Paper*, Federal Reserve Bank of New York. (Disponible en http://papers.ssrn.com/Sol3/papers.cfm?abstract_id=302593)
- 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.
- Anderson, J.C. y Frankle, A.W. (1980). Voluntary social reporting: An iso-beta portfolio analysis. *Accounting Review*, 55, 467-479.
- Angla, J. y Seto, D. (2009). Responsabilidad social corporativa y resultado financiero: un análisis empírico. Administrando en entornos inciertos, coord. por Francisco José Cossío Silva.
- Aras, G., Aybars, A. y Kutlu, O. (2010): Managing corporate performance. Investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging markets. *International Journal of productivity and Performance management*, 59 (3), 229-254.

²⁹ Hay que señalar que las pequeñas sociedades no emisoras de valores admitidos a negociación no publican IAGC y por tanto no existe para ellas información comparable sobre sus estructuras de gobierno corporativo.

- Archel, P. (2003). La divulgación de la información social y medioambiental en la gran empresa española en el periodo 1994-1998: Situación actual y perspectivas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 32 (117), 571-601.
- Archel, P. y Lizarraga, F. (2001). Algunos determinantes de la información medioambiental divulgada por las empresas españolas cotizadas. *Revista de Contabilidad*, 4 (7), 129-153.
- Arellano, M. y Bond, S. (1991). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *Review of Economic Studies*, 58, 277-297.
- Arellano, M. y Bover, O. (1995). Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-Component Models. *Journal of Econometrics*, 68, 29-51.
- Aupperle, K., Carroll, A. y Hatfield, J. (1985). An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. *Academy of Management Journal*, 28 (2), 446-463.
- Baglioni, A. y Colombo, L. (2009). The Efficiency View of Corporate Boards: Evidence from Italian Listed Firms. *Working Paper*. (disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1341612>)
- Barnett, M. y Salomon, R. (2006). Beyond dichotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance. *Strategic Management Journal*, 27, 1101-1122.
- Bathala, Ch. y Rao, R. (1995). The Determinants of Board Composition: An Agency Theory Perspective. *Managerial and Decision Economics*, 16, 59-69.
- Bauer, R.; Otten, R. y Rad, A. (2006). Ethical investing in Australia: Is there a financial penalty? *Pacific-Basin Finance Journal*, 14, 33-48.
- Baysinger, B. y Butler, H. (1985). Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics and Organization*, 1, 101-124.
- Beiner, S.; Drobetz, W.; Schmid, F. y Zimmermann, H. (2004). Is board size an independent corporate governance mechanism? *Kylos*, 57, 327-356.
- Beiner, S.; Drobetz, W.; Schmid, M. y Zimmermann, H. (2006). An integrated framework of corporate governance and firm valuation. *European Financial Management*, 12, 249-283.
- Belkaoui, A. y Karpik, P. (1989). Determinants of the corporate decision to disclose social information. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 2 (1), 36-51.
- Bello, Z. (2005). Socially responsible investing and portfolio diversification. *The Journal of Financial Research*, 28, 41-57.
- Bennedsen, M., Kongsted, H. Ch. y Meisner, K. (2008). The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms. *Journal of banking and finance*, 32 (6), 1098-1109.
- Benson, K.; Brailsford, T. y Humphrey, J. (2006). Do socially responsible fund managers really invest differently? *Journal of Business Ethics*, 65, 337-357.
- Bhagat, S. y Black, B. (2001). The non-correlation between board independence and long term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 27 (2), 231-274.

- Bhagat, S. y Bolton, B. (2008). Corporate Governance and Firm Performance. *Journal of Corporate Finance*, 14, 257-273.
- Blacconiere, W.G. y Northcut, W.D. (1997). Environmental information and market reactions to environmental legislation. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 12, 149-178.
- Blacconiere, W.G. y Patten, D.M. (1994). Environmental disclosures, regulatory costs, and changes in firm value. *Journal of Accounting and Economics*, 18, 357-377.
- Blundell, R. y Bond, S. (1998). Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models. *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.
- Boone, A.L.; Field, L.C.; Karpoff, J.M. y Raheja, Ch.G. (2007). The Determinants of Corporate Board Size and Independence: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 85 (1), 66-101.
- Boutin, F. y Savaria, P. (2004). Corporate Social Responsibility and Financial Risk. *Journal of Investing*, 13 (1), 57-67.
- Bowman, E. (1978). Strategy, annual reports and alchemy. *California Management Review*, Spring, 64-71.
- Bowman, E. y Haire, M. (1975). A strategic posture toward corporate social responsibility. *California Management Review*, 18(2), 49-58.
- Bragdon, J. y Marlin, J. (1972). Is pollution profitable? *Risk Management*, 19 (4), 9-18.
- Brine, M.; Brown, R. y Hackett, G. (2006). Corporate social responsibility and financial performance in the Australian context. *Australian Treasury*. (Disponible en http://www.treasury.gov.au/documents/1268/PDF/04_CSR.pdf)
- Cabeza, L., Martínez, A. y Marbella, F. (2010). Corporate social responsibility and business performance: the case of social work at Spanish savings banks. *Revista Innovar*, 20 (37), 33-46.
- Callado, F. y Utrero, N. (2005). El impacto de la Responsabilidad Social Corporativa en el valor de mercado de la empresa: un análisis para el mercado español. *Working Paper*. (disponible en <http://www.webmeets.com/files/papers/SAE/2005/264/GOBCORP2.pdf>)
- Carmona, S. y Carrasco, F. (1988). Información de contenido social y estados contables: Una aproximación empírica y algunas consideraciones teóricas. *Actualidad Financiera*, noviembre, 2175-2192.
- Chand, M. y Fraser, S. (2006). The Relationship between Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance: Industry Type as a Boundary Condition. *The Business Review*, 5, 240-245.
- Cheung, P. y Mak, W. (2010). The Relation between Corporate Social Responsibility Disclosure and Financial Performance: Evidence from the Commercial Banking Industry. *Working Paper*, Simon Fraser University (Disponible en <http://lib-ir.lib.sfu.ca/bitstream/1892/11014/1/FRM%202010%20Cheung,%20P.%20and%20Mak,%20W..pdf>)
- Chong, J.; Her, M. y Phillips, G. (2006). To sin or not to sin? Now that's the question. *Journal of Asset Management*, 6, 406-417.

- Christmann, P. (2000). Effects of “Best Practices” of Environmental Management on Cost Advantage: The Role of Complementary Assets. *Academy of Management Journal*, 43, 663-680.
- Coles, J.L.; Daniel, N.D. y Naveen, L. (2008). Boards: does one fit all?. *Journal of Financial Economics*, 87 (2), 329-356.
- Conyon, M. y Peck, S. (1998). Board size and corporate performance: evidence from European countries. *The European Journal of Finance*, 4 (3), 291-304.
- Core, J.; Guay, W. y Rusticus, T. (2006). Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors’ expectations. *Journal of Finance*, 56, 655-687.
- 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*, 62 (3-4), 613-626.
- Cowen, S.; Ferreri, L. y Parker, J. (1987). The impact of corporate characteristics on social responsibility disclosure: A typology and frequency-based analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 12 (2), 111-122.
- De Andrés, P. y Rodríguez, (2009). Friendly or Controlling Boards? Documento de Trabajo N° 438/2009, *Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS)*.
- Deegan, C. y Gordon, B. (1996). A study of the environmental disclosure practices of Australian corporation. *Accounting and Business Research*, 26 (3), 187-199.
- Deegan, C. y Rankin, M. (1996). Do Australian companies report environmental news objectively? An analysis of environmental disclosures by firms prosecuted successfully by the Environmental Protection Authority. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 9 (2), 50-67.
- Derwall, J.; Guenster, N.; Bauer, R. y Koedijk, K. (2005). The ecoefficiency premium puzzle. *Financial Analysts Journal*, 61, 51-63.
- Dhaliwal, D.; Li, O.; Tsang, A. y Yang, Y. (2011). Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review*, 86 (1), 59-100.
- Dowell, G.; Hart, S. y Yeung, B. (2000). Do Corporate Global Environmental Standards Create or Destroy Market Value? *Management Science*, 46, 1059-1074.
- Fernández, A.I.; Gómez-Ansón, S. y Fernández-Méndez, C. (1998). El papel supervisor del Consejo de Administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español. *Investigaciones Económicas*, 22 (3), 501-516.
- Fernández, J.L. y Luna, L. (2010). Mayor transparencia y credibilidad para hacer frente a la crisis de confianza de la RSE. En Morata, Vilà y Suárez (Eds.), *La Responsabilidad Social de las Empresas a debate: lecciones de la crisis*, (pp. 58-68). Institut Universitari d’Estudis Europeus.
- Fiori, G.; Donato, F. e Izzo, M.F. (2007). Corporate social responsibility and firms performance: and analysis on Italian listed companies. *SSRN Working Paper Series* (disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1032851)

- Fombrun, Ch. y Shanley, M. (1990). What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal*, 33, 233-258.
- Freedman, M. y Jaggi, B. (1988). An analysis of the association between pollution disclosure and economic performance. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 1 (2), 43-58.
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, 13, septiembre, 122-126.
- García Ayuso, M. y Larrinaga, C. (2003). Environmental disclosure in Spain: Corporate characteristics and media exposure. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 115, 184-214.
- García, B. y Gil de Albornoz, B. (2005). El Gobierno Corporativo y las Prácticas de Earnings Management: Evidencia empírica en España. *Working Paper*, WP-EC 2005-11, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.
- Geczy, C; Stambaugh, R. y Levin, D. (2005). Investing in socially responsible mutual funds. *Working Paper*, Wharton University (Disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=416380)
- Gómez, F. (2008). Responsabilidad social corporativa y performance financiero: treinta y cinco años de investigación empírica en busca de un consenso. *Principios*, 11, 5-22.
- Gray, R., Javad, M., Power, D. y Sinclair, C. (2001). Social and environmental disclosures and corporate characteristics: A research note and extension. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 28 (3 y 4), 327-356.
- Gray, R, Kouhy, R y Lavers, S. (1995). Methodological themes: constructing a research database of social and environmental reporting by UK companies. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 8 (2), 78-101.
- Gray, R., Owen, D. y Maunders, K. (1987). *Corporate social reporting: Accounting and Accountability*. Prentice-Hall, Hemel Hempstead.
- Guest, P. (2008). The determinants of board size and composition: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 14, 51-72.
- Guest, P. (2009). The impact of board size on firm performance: evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 15 (4), 385-404.
- Guthrie, J. y Parker, L. (1989). Corporate social reporting, a rebuttal of legitimacy theory. *Accounting and Business Research*, 19 (76), 343-352.
- Hackston, D. y Milne, M. (1996). Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 9(1), 77-108.
- Haubrich, J.G. (1998). Bank diversification: Laws and fallacies of large numbers. *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Cleveland, Q2, 2-9.
- Heinze, D. (1976). Financial correlates of a social involvement measure. *Akron Business and Economic Review*, 7 (1), 48-51.
- Hogner, R. (1982). Corporate social reporting: eight decades of development at US Steel. *Research in Corporate Social Performance and Policy*, 4, 45-55.

- Holtz-Eakin, D.; Newey, W. y Rosen, H. (1988). Estimating Vector Autoregressions with Panel Data. *Econometrica*, 56, 1371-1395.
- Hong, H. y Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, 93 (1), 15-36.
- Husillos, F. (2007). Una aproximación desde la teoría de la legitimidad a la información medioambiental revelada por las empresas españolas cotizadas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 36 (133), 97-122.
- Jensen, M. (2002). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business Ethics Quarterly*, 12, 235-256.
- Jones, R. y Murrell, A. (2001). Signalling Positive Corporate Social Performance. *Business and Society*, 40, 59-78.
- Kelly, G. (1981). Australian social responsibility disclosure: some insights into contemporary measurement. *Accounting and Finance*, 21 (2), 97-104.
- Lehn, K.; Patro, S. y Zhao, M. (2008). Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards: 1935-2000. *Working Paper*. Center for Economic Institutions Working Paper Series, n° 2008-13, Japón.
- Linck, J.S.; Netter, J.M. y Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87 (2), 308-328.
- Mak, Y.T. y Li, Y. (2001). Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore. *Journal of Corporate Finance*, 7, 235-256.
- Margolis, J. y Walsh, J. (2003). Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business. *Administrative Science Quarterly*, 48, 268-305.
- Marom, I. (2006). Toward a Unified Theory of the CSP-CFP Link. *Journal of Business Ethics*, 67, 191-200.
- McWilliams, A. y Siegel, D. (1997). The role of money managers in assessing corporate social responsibility research. *Journal of Investing*, 6 (4), 98-107.
- McWilliams, A. y Siegel, D. (2001). Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification? *Strategic Management Journal*, 21, 603-609.
- Mínguez, A. y Martín, F. (2003). El Consejo de Administración como mecanismo de control: Evidencia para el mercado español. *Working Paper*, WP-EC 2003-02. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.
- Miras, M.M.; Carrasco, A. y Escobar, B. (2011). Una revisión de los meta-análisis sobre Responsabilidad Social Corporativa y Rendimiento Financiero. *Revista de Estudios Empresariales. Segunda época*, 1, 118-132.
- Moneva, J.M. (2007). El marco de la información sobre responsabilidad social de las organizaciones. *Ekonomiaz*, 65, 284-317.
- Moneva, J.M. y Llena, F. (1996). Análisis de la información sobre responsabilidad social en las empresas industriales que cotizan en Bolsa. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 25 (87), 361-401.
- Moneva, J.M. y Llena, F. (2000). Environmental disclosures in the annual reports of large companies in Spain. *The European Accounting Review*, 9 (1), 7-29.

- Moneva, J.M. y Ortas, E. (2007). Información de sostenibilidad y performance financiera en el mercado español: especial referencia al sector financiero. *Ekonomiaz*, 66, 246-265.
- Moneva, J.M. y Ortas, E. (2009). Desarrollo sostenible e información corporativa. Evolución y situación actual. *Economía Industrial*, 371, 139-154.
- Moneva, J.M., Rivera, J.M. y Muñoz, M.J. (2007). The corporate stakeholder commitment and social and financial performance. *Industrial Management and Data Systems*, 107 (1), 84-102.
- Moore, G. (2001). Corporate Social and Financial Performance: An Investigation in the U.K. Supermarket Industry. *Journal of Business Ethics*, 34, 299-315.
- Moussavi, F. y Evans, D. (1986). An attributional approach to measuring corporate social performance. *Working Paper*. Presentado en Academy of Management meetings, San Diego.
- Ochoa, E. y Aranguren, N. (2005). Divulgación de información social y medioambiental. Un estudio empírico de las empresas del IBEX 35. *Comunicación presentada al XIII Congreso AECA, Oviedo*.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. y Rynes, S. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Organization Studies*, 24 (3), 403-411.
- Patten, D. (1990). The market reaction to social responsibility disclosures: The case of the Sullivan Principles signings. *Accounting, Organizations and Society*, 15, 575-587.
- Patten, D. (1991). Exposure, legitimacy and social disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 10 (4), 297-308.
- Patten, D. (1992). Intra-industry environmental disclosures in response to the Alaskan oil spill: a note on legitimacy theory. *Accounting, Organizations and Society*, 17 (5), 471-475.
- Peasnell, K., Pope, P. y Young, S. (2003). Managerial Equity Ownership and the Demand for Outside Directors. *European Financial Management*, 9 (2), 231-250.
- Peloza, J. (2006). Using Corporate Social Responsibility as Insurance for Financial Performance. *California Management Review*, 48 (2), 51-72.
- Post, J. (1991). *Research in corporate social performance and policy*. Vol. 12. Greenwich, CT: JAI Press.
- Prado, J., García, I. y Gallego, I. (2009). Características del consejo de administración e información en materia de responsabilidad social corporativa. *Revista española de financiación y contabilidad*, 141, 107-135.
- Preston, L. (1978). Analyzing corporate social performance: Methods and results. *Journal of Contemporary Business*, 7, 135-150.
- Preston, L. y O'Bannon, D. (1997): The Corporate Social-Financial Performance Relationship. *A Typology and Analysis*. *Business and Society*, 36 (4), 419-429.
- Rediker, K. y Seth, A. (1995). Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms. *Strategic Management Journal*, 16 (2), 85-99.
- Roberts, R. (1992). Determinants of corporate social responsibility disclosure: an application of stakeholder theory. *Accounting, Organizations and Society*, 17 (6), 595-612.

- Roodman, D. (2009). A note on the theme of too many instruments. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 71 (1), 135-158.
- Salama, A. (2005). A Note on the Impact of Environmental Performance on Financial Performance. *Structural Change and Economics Dynamics*, 16 (3), 413-421.
- Schultz, E., Tan, D. y Walsh, K. (2010). Endogeneity and the corporate governance-performance relation. *Australian Journal of Management*, 35 (2), 145-163.
- Shank, T.; Manullang, D. y Hill, R. (2005). Is it better to be naughty or nice?. *Journal of Investing*, 14, 82-87.
- Small, A. y Graff Zivins, J. (2002). A Modigliani-Miller Theory of Corporate Social Responsibility. *Working Paper*. Columbia University.
- Stanwick, P. y Stanwick, S. (1998). The Relationship between Corporate Social Performance and Organization size, financial Performance and Environmental Performance: An Empirical Examination. *Journal of Business Ethics*, 17, 195-204.
- Statman, M. (2006). Socially responsible indexes: Composition, performance and tracking error. *The Journal of Portfolio Management*, 32, 100-109.
- Sturdivant, F. y Ginter, J. (1977). Corporate Social Responsiveness: Management Attitudes and Economic Performance, *California Management Review*, 19 (3), 30-39.
- Suntraruk, Ph. (2009). Boards of Directors, Ownership and Firm's Performance: A study of SET100 Firms in Thailand. *Working Paper*.
- Trotman, K. y Bradley, G. (1981). Associations between social responsibility disclosure and characteristics of companies. *Accounting, Organizations and Society*, 6 (4), 355-362.
- Ullmann, A. (1985). Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure and economic performance. *Academy of Management Review*, 10, 540-577.
- Vance, S. (1975). Are socially responsible firms good investment risks? *Management Review*, 64, 18-24.
- Van de Velde, E.; Vermeir, W. y Corten, F. (2005). Corporate social responsibility and financial performance. *Corporate Governance*, 5, 129-138.
- Waddock, S.A. y Graves, S.B. (1997). The corporate social performance: financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18 (4), 303-319.
- Wintoki, M.B.; Linck, J.S. y Netter, J.M. (2008). Endogeneity and the Dynamics of Corporate Governance. *Working Paper*. 4th Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper. (Disponible en : <http://ssrn.com/abstract=970986>)
- Wu, M. (2006). Corporate Social Performance, Corporate Financial Performance and Firm Size: A Meta-Analysis. *Journal of American Academy of Business*, 8 (1), 163-171.
- Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors". *Journal of Financial Economics*, 40 (2), 185-212.
- Zeghal, D. y Ahmed, A. (1990). Comparison of social responsibility information disclosure media used by Canadian firms. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 3 (1), 38-53.

INSTRUCCIONES PARA LOS AUTORES

Información general

RC-SAR es una publicación de la Asociación Española de Profesores Universitarios de Contabilidad. Editada ininterrumpidamente desde 1997 con una periodicidad semestral, RC-SAR utiliza el sistema de revisión externa anónima (doble ciego) por expertos en el área de investigación y en las metodologías utilizadas. RC-SAR adopta y se adhiere a las normas de publicación establecidas en el manual de la APA (American Psychological Association). Cada número de la revista se edita tanto en versión impresa como en versión electrónica, esta última disponible en acceso abierto en www.rc-sar.es.

Línea editorial

Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review (RC-SAR) es la revista internacional de investigación de la Asociación Española de Profesores Universitarios de Contabilidad. Establecida para contribuir al desarrollo del conocimiento de la contabilidad, la Revista de Contabilidad proporciona un foro para la publicación de artículos de investigación de alta calidad. Sensible a la necesidad de trabajos que propicien un análisis crítico de teorías, líneas de investigación, políticas y prácticas, la Revista de Contabilidad es plural, flexible y abierta, no sólo por cuanto a los temas tratados, sino también por los paradigmas y metodologías de los artículos publicados. La Revista de Contabilidad publica artículos empíricos y teóricos, a menudo con enfoques interdisciplinarios, que proporcionan nuevas perspectivas en la investigación contable y que se abordan con un enfoque internacional, nacional u organizativo. Todos los trabajos están sometidos a un doble proceso de evaluación anónimo.

Los manuscritos enviados a RC-SAR deben ser originales, no habiéndose publicado ni remitido a ningún tipo de publicación para su revisión. Las afirmaciones contenidas en los artículos es responsabilidad exclusiva de los/las autores/as.

Serán considerados para publicación los siguientes tipos de trabajos: artículos de investigación, revisiones bibliográficas y notas de investigación.

Artículos de investigación. Serán investigaciones originales que, de acuerdo con la línea editorial, contribuyan al desarrollo del conocimiento de la contabilidad, aportando observaciones empíricas

o proponiendo nuevos enfoques metodológicos. RC-SAR es plural en cuanto a los paradigmas y metodologías de los artículos publicados.

Revisiones. Serán trabajos que a partir de una revisión del estado de la cuestión sobre un determinado tema proporcionen síntesis o nuevas perspectivas que realicen una contribución al conocimiento de la contabilidad y/o permitan abrir nuevas líneas de investigación.

Notas de investigación. Una nota de investigación es un artículo de investigación abreviado que suele incluir los resultados preliminares de un proyecto de investigación en curso de realización. Generalmente, contiene menos de 3.500 palabras, incluyendo bibliografía, cuadros y gráficos.

Presentación y estructura de los trabajos

Las siguientes normas de publicación están basadas en el manual de la APA (American Psychological Association). Para cualquier aspecto no recogido en las siguientes indicaciones debe utilizarse dicho manual. Los originales, cuyas páginas deberán numerarse correlativamente, se presentarán a doble espacio y ordenados conforme a lo establecido a continuación en un archivo informático que se remitirá a la RC-SAR a través de su sistema editorial (services.bepress.com/sar/), como se indica en el apartado posterior (proceso editorial). El manuscrito no deberá exceder de las 8.000 palabras, incluyendo bibliografía, cuadros y gráficos.

Página de Título. A modo de portada del manuscrito la primera página contendrá el título del artículo (conciso pero informativo), en castellano e inglés, conformado con el mayor número de términos significativos posibles. En el manuscrito que se carga en el sistema editorial no podrá aparecer ningún nombre, dato o referencia que permita identificar a los/las autores/as. Tampoco se incluirán agradecimientos hasta que el artículo haya sido aceptado.

Resumen y palabras clave. Una segunda página independiente debe contener el título del artículo, un resumen del contenido y el listado de palabras clave, tanto en castellano como en inglés. Con una extensión de entre 150 y 250 palabras, el resumen del trabajo describirá de forma precisa y breve el objetivo de la investigación, la metodología empleada, los resultados más destacados y sus principales implicaciones, con énfasis en la contribución original. En una nueva línea se especificarán entre 5 y 10 palabras clave que identifiquen el contenido del trabajo para su inclusión en los repertorios y bases de datos nacionales e internacionales. Se deben utilizar términos controlados de referencia, como los propuestos por el Journal of Economic Literature (JEL) Classification System.

Texto del manuscrito. En una nueva página comenzará el texto del manuscrito. En las referencias bibliográficas que se utilicen en el texto si el número de autores es igual o inferior a dos se citará el primer apellido de los autores seguido del año de publicación. Si los autores son tres, cuatro o cinco

en la primera ocasión que aparezca en el texto se citará el primer apellido de todos los autores; en el resto de citas a la misma referencia sólo se señalará el primer apellido del primer autor seguido de “et al.”. Si el número de autores es igual o superior a seis siempre se citará el primer apellido del primer autor seguido de “et al.”. Si se citan simultáneamente varias referencias bibliográficas se ordenarán alfabéticamente por el apellido de los autores. Si hay varias referencias del mismo autor y año se distinguirán añadiendo al año una letra minúscula.

En la medida de lo posible, y siempre que lo permita la naturaleza del trabajo de investigación, es deseable que la estructura de los artículos se ajuste a los siguientes apartados:

Introducción. Debe incluir los fundamentos y el propósito del estudio, utilizando las citas bibliográficas estrictamente necesarias. Deberá explicar la naturaleza de la contribución del trabajo.

Desarrollo teórico, revisión de la literatura o desarrollo de hipótesis. Se explicarán de forma sintética y precisa aquellos desarrollos previos que son necesarios para apreciar la naturaleza de la contribución del trabajo de investigación.

Material y métodos. En la medida que sea necesario, los métodos utilizados y la evidencia analizada habrán de presentarse de forma precisa, de modo que el lector comprenda y confirme el desarrollo de la investigación.

Resultados. Los resultados se describirán de forma sintética, en una secuencia lógica, utilizando tablas cuando sea necesario, evitando en cualquier caso la repetición de observaciones. Si es necesario incluir tablas, es deseable que en el texto sólo aparezca una referencia y que las tablas se sitúen al final del documento de forma correlativa. Se describirán, sin interpretar ni hacer juicios de valor, las observaciones efectuadas con el material y métodos empleados.

Discusión. Resumirán los hallazgos, relacionando las propias observaciones con otros estudios de interés y señalando las aportaciones y limitaciones de unos y otros. No se deben repetir con detalle los datos u otro material ya comentado en otros apartados. Mencionar las inferencias de los hallazgos y sus limitaciones, incluyendo las implicaciones para futuras investigaciones. Enlazar las conclusiones, que pueden incluirse en un apartado específico, con los objetivos del estudio, evitando las afirmaciones especulativas y las conclusiones no apoyadas completamente por los datos del trabajo.

Agradecimientos. Únicamente se agradecerá su colaboración a personas que hayan hecho contribuciones sustanciales al estudio pero sin llegar a merecer la calificación de autor, debiendo disponer de su consentimiento. Asimismo, debe declararse explícitamente la fuente de financiación de la investigación. A fin de evitar la identificación de los autores durante el proceso de revisión, esta información solo se incluirá en la última versión que se envíe a RC-SAR, una vez aceptado el trabajo.

Bibliografía. El listado bibliográfico con las referencias completas debe reseñarse a continuación de la discusión, o de los agradecimientos si los hubiere, y por orden alfabético de los apellidos de los autores. El listado bibliográfico debe ser corregido por el autor, comparándolo con la copia en su poder y poniendo especial cuidado en la exactitud de las referencias. La bibliografía siempre hará referencia a trabajos publicados. Los trabajos aceptados pero aún no publicados se incluirán en las citas bibliográficas especificando el nombre de la revista y con la expresión “en prensa”. Las referencias bibliográficas completas seguirán el formato indicado por los siguientes ejemplos (en otro caso se estará a lo establecido en el sistema de Referencias Bibliográficas de la American Psychological Association):

Edwards, J.R., Dean, G., & Clarke, F. (2009). Merchants' accounts, performance assessment and decision making in mercantilist Britain. *Accounting, Organizations and Society*, 34 (5), 551-570.

MacKenzie, D. (en prensa). Making things the same: Gases, emission rights and the politics of carbon markets. *Accounting, Organizations and Society*. doi:10.1016/j.aos.2008.02.004.

Scott, W.R. (1995). *Institutions and Organizations*. Thousand Oaks, California: Sage.

Powell, W.W. (1991). Expanding the scope of institutional analysis. En W.W. Powell and P.J. DiMaggio (Eds.), *The new institutionalism in organizational analysis* (pp. 183-203). Chicago: The University of Chicago Press.

Laplace, P. S. (1951). *A philosophical essay on probabilities* (Trads., F. W. Truscott y F. L. Emory). New York: McGraw-Hill. (Trabajo original publicado en 1814).

Tablas. Deben presentarse en hojas independientes numeradas según su orden de aparición en el texto con números arábigos. Se emplearán para clarificar puntos importantes no aceptándose la doble documentación bajo la forma de tablas y figuras. Los títulos o pies que las acompañen deben explicar perfectamente el contenido de las mismas.

Figuras. Serán consideradas figuras todo tipo de fotografías, gráficas o dibujos. Se les asignará un número arábigo según orden de aparición en el texto, siendo identificadas por el término abreviado fig.(s). Los pies o leyendas de cada una deben ir mecanografiados y con el número correspondiente en una hoja aparte. El texto en las figuras debe ir en mayúsculas. Las figuras deben clarificar de forma importante el texto y su número estará reducido al mínimo necesario.

Abreviaturas. Solo deberán ser empleadas abreviaturas estándar universalmente aceptadas. Cuando se pretenda acortar un término frecuentemente empleado en el texto, la abreviatura correspondiente, entre paréntesis, debe acompañarse la primera vez que aparezca. No serán usados números romanos en el texto, empleándose para los decimales el punto a la derecha del cero y no la coma. Los nombres comerciales no serán utilizados salvo necesidad, en cuyo caso la primera vez que se empleen irán acompañados del símbolo.

Notas a pie de página. Se limitará el uso de las notas a pie de página a las estrictamente necesarias, en cuyo caso se numerarán correlativamente con números arábigos.

Expresiones matemáticas. Se numerarán correlativamente con números arábigos entre corchetes y justificados al margen derecho de las mismas.

Proceso editorial

Los manuscritos originales, en idioma español o inglés, se remitirán a la RC-SAR a través del sistema editorial (services.bepress.com/sar/). La remisión de un trabajo implica que los/las autores/as no lo han enviado simultáneamente a otras revistas y la confirmación de las autorías firmantes.

Tras acceder al sistema editorial el/la autor/a responsable del trabajo debe crear una cuenta de usuario (create a free account), completando sus datos y activando posteriormente su cuenta mediante un correo electrónico enviado por el sistema. Si ya dispone de una cuenta deberá seleccionar la opción “submit an article” y seguir las instrucciones que aparecen en la siguiente pantalla. En la tercera pantalla deberá aceptar el acuerdo de remisión del artículo donde se declara la autoría del mismo y su originalidad. En la cuarta pantalla habrá de revisar los datos del autor/a responsable, mientras que en la quinta los datos del resto de autores/as (incluyendo su orden de aparición).

En la sexta pantalla (con fondo azul) se introducirá el título del trabajo, las palabras clave que se han extraído de los códigos del Journal of Economic Literature (JEL code; se pueden seleccionar a través del enlace), el resumen (abstract) y el propio documento del artículo elaborado conforme a las normas descritas anteriormente y que se puede cargar en cualquiera de los formatos indicados. Antes de remitir el artículo, deberá incluirse una carta de presentación (cover letter), en la que se solicitará la evaluación para su publicación en la Revista, con indicación expresa del tipo de trabajo de que se trata y de que éste no ha sido difundido ni publicado anteriormente y ha sido enviado únicamente a la RC-SAR para su evaluación y publicación si procede. También se indicarán las aportaciones en cuanto a originalidad y novedad que, a juicio de los autores, plantea el trabajo. Finalmente, la remisión del artículo se completará al seleccionar la opción submit.

La remisión del artículo a la RC-SAR significa que sus autores/as aceptan las normas de revisión y de publicación de trabajos de investigación de la RC-SAR.

La redacción de RC-SAR acusará recibo de los trabajos mediante un correo electrónico y los autores/as pueden conocer en todo momento la situación de los artículos enviados, accediendo a su cuenta de usuario en el sistema editorial (services.bepress.com/sar/).

Si el trabajo recibido cumple con las normas de publicación la redacción de RC-SAR asignará dos expertos/as en el área de investigación y/o metodología empleada que revisarán el trabajo de forma

anónima (doble ciego). A la vista de los informes externos, la redacción de RC-SAR aceptará, rechazará o propondrá modificaciones en los artículos en un plazo máximo de diez semanas desde la recepción del artículo. El protocolo utilizado por los/las revisores/as de la revista se hace público a través del enlace www.rc-sar.es/documentos/protocolo_revisores_as.doc.

En el caso de juicios dispares entre los dos revisores/as, los trabajos serán remitidos a un tercer evaluador/a. Los trabajos que sean revisados y pudieran ser considerados para publicación previa modificación, deberán ser devueltos en el plazo de dos meses tanto si se solicitan correcciones menores como mayores. Los/las autores/as recibirán los informes de evaluación de los/las revisores/as, de forma anónima, para que estos puedan realizar (en su caso) las correcciones o réplicas oportunas.

En la última versión del artículo, una vez este ha sido definitivamente aceptado, los/las autores/as incluirán el apartado de agradecimientos, según se explica en las normas de presentación de los trabajos.

Los autores/as de artículos aceptados recibirán las pruebas de imprenta para su corrección por correo electrónico en formato PDF. Deberán devolverlas corregidas a la redacción de la revista mediante fax o PDF dentro de las 48 horas siguientes a su recepción. Únicamente se pueden realizar correcciones mínimas.

Responsabilidades éticas

Los/las autores/as de la RC-SAR deberán respetar las siguientes normas:

- a) Evitar sesgos culturales en el lenguaje tratando a los individuos y grupos con precisión y sensibilidad.
- b) Asegurarse de que cuentan con permiso de publicación por parte de la institución que ha financiado la investigación.
- c) Asegurarse de que disponen de los oportunos permisos para reproducir parcialmente material (texto, tablas o figuras) de otras publicaciones y de citar su procedencia correctamente.
- d) Declarar cualquier asociación comercial que pueda suponer un conflicto de intereses en conexión con el artículo remitido.
- e) En la lista de autores/as firmantes deben figurar únicamente aquellas personas que han contribuido intelectualmente al desarrollo del trabajo. Haber ayudado en la obtención de datos o haber participado en alguna técnica no son, por sí mismos criterios suficientes para figurar como autor/a.

La Revista declina cualquier responsabilidad sobre posibles conflictos derivados de la autoría de los trabajos que se publican en la Revista.

Información Adicional

Los juicios y opiniones expresados en los artículos publicados en la Revista son del autor(es) y no necesariamente del Comité Editorial. Tanto el Comité Editorial como ASEPUC declinan cualquier responsabilidad sobre el material publicado.

FUNCIONES DEL EQUIPO EDITORIAL

DIRECCIÓN

Ostenta la máxima responsabilidad de la Revista en la definición de la línea editorial, las decisiones editoriales, la supervisión de su calidad y el fomento de su difusión. Se nombra por el Consejo de ASEPUC por un periodo de cuatro años, renovable como máximo una vez.

CONSEJO DE REDACCIÓN

Además de por la Dirección, está integrado por los/as editores/as asociados/as, uno/a de los cuales se hará cargo de la Secretaría. Asisten a la Dirección en todas sus funciones, la configuración de la línea editorial, la captación y evaluación de originales, la selección de evaluadores, las decisiones editoriales basadas en los informes de los evaluadores, la gestión de las relaciones con los evaluadores y con los autores y la preparación de cada número. Se nombran por el Consejo de ASEPUC y cesarán en su cargo al cesar la Dirección.

SECRETARÍA

Asiste a la Dirección en el proceso de evaluación de originales, la publicación electrónica y en papel de cada número, así como en la adecuada difusión de la Revista en bases de datos.

COMITÉ CIENTÍFICO

Formado por investigadores nacionales e internacionales de reconocido prestigio que asesoran al Consejo de Redacción en la selección de evaluadores y en la captación de originales, para asegurar la calidad. Asimismo, contribuirán a la difusión de la revista en sus respectivos ámbitos y la representarán en distintos foros académicos y científicos. Los miembros del Consejo Científico son nombrados por el Consejo de ASEPUC y cesarán en su cargo al cesar la Dirección.

COMITÉ ASESOR

Funcionará como grupo de reflexión y de consulta del Consejo de Redacción, tanto para la definición de la línea editorial de la revista, como para cualquier otra cuestión relacionada con su funcionamiento y desarrollo que redunde en la mejora de su calidad. Asimismo, colaborarán activamente en la difusión de la revista. Está integrado por los anteriores directores de la revista y los presidentes y secretarios de ASEPUC. Sus miembros son nombrados por el Consejo de ASEPUC y cesarán en su cargo al cesar la Dirección.

