



DEPARTAMENTO DE CONTABILIDAD Y ECONOMÍA FINANCIERA

**LA RELACIÓN ENTRE LA *PERFORMANCE* SOCIAL Y FINANCIERA:
ANÁLISIS DE LAS EMPRESAS DEL ÍNDICE SOSTENIBLE ESPAÑOL**

TESIS DOCTORAL

Trabajo presentado por **Ana María Muñoz Rubio** para la obtención del Grado de
Doctor en Administración y Dirección de Empresas

Directores: Dra. D^a M^a José Charlo Molina
Universidad de Sevilla

Dr. D. Ismael Moya Clemente
Universidad Politécnica de Valencia

Sevilla, diciembre de 2014

A mi familia

AGRADECIMIENTOS

La realización de este trabajo ha sido posible gracias al impulso y el apoyo que he recibido de muchas personas. A todas ellas les quiero dedicar estas líneas:

En primer lugar a mis directores de tesis, Ismael y María José. Ellos fueron los primeros en confiar en este proyecto y a lo largo de estos años siempre he encontrado en ellos respuestas a mis dudas y palabras de ánimo para seguir adelante. Gracias por vuestra implicación y dedicación, han sido el motor de este trabajo.

También quiero agradecer a mis compañeros su apoyo constante en el día a día. A Arancha, que me animó a iniciar los estudios de Doctorado. A mis compañeros de la Escuela de Empresariales: Rosa, Lucía, María, Pepe, Mariano y Charo. A Sonia, por su comprensión y por sus francas palabras en momentos claves. A Miriam, por compartir los altos y bajos del camino y por su ayuda para darle sentido a muchas de mis ideas y frases. A Cristina, por saber sacar la parte positiva de todo y por sus sabios consejos. A Aurora, por su tiempo. A José Luis y Nuria, por sus orientaciones y aliento en la recta final.

De manera muy especial también quiero manifestar mi agradecimiento a Constancio, por su ayuda y su infinita paciencia con la base de datos y con las variables de mercado. A Bernabé e Ignacio, miembros del tribunal que evaluó mi Tesina, por su minucioso trabajo de revisión y sus comentarios de este primer trabajo de investigación.

Sin duda, no habría conseguido realizar este trabajo sin la implicación y paciencia de mi marido. A Andrés le agradezco que desde el principio haya entendido lo importante que este trabajo es para mí y el cariño con el que ha afrontado mis dudas y cambios de humor en momentos de cansancio y desánimo. También quiero agradecer a mis hijos, Andrés y Alfonso, sus besos de ánimo y su actitud de colaboración. A mis padres y a mi tía Tere su apoyo incondicional y su disposición

permanente a ayudar. Gracias por vuestro cariño y por estar siempre a mi lado. Y a Mapi y Ana, por ser dos pilares en mi vida y ayudarme a afrontar todas las batallas.

Por último, quiero agradecer a los revisores de este trabajo sus comentarios y sugerencias para mejorar el contenido del mismo.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	13
CAPÍTULO 1: LA RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA	
1. Orígenes y evolución de la RSC	25
1.1. Primera etapa: desde los años cincuenta hasta el inicio de la década de los ochenta	26
1.2. Segunda etapa: desde los años ochenta hasta la actualidad	33
2. Motivos o causas de la adopción de la RSC	42
2.1. Las iniciativas públicas y privadas que pretenden impulsar la RSC	43
2.2. Las modificaciones en las pautas de consumo	50
2.3. La corrección de los criterios de inversión en el mercado: la inversión socialmente responsable	51
CAPÍTULO 2: LA <i>PERFORMANCE</i> SOCIAL Y LA <i>PERFORMANCE</i> FINANCIERA EN LA EMPRESA	
1. Marco teórico de la responsabilidad social de la empresa	55
1.1. Enfoque normativo	57
1.2. Enfoque descriptivo	59
1.3. Enfoque instrumental	62
1.4. Enfoque estratégico	64
2. Marco empírico de la relación entre la <i>performance</i> social y financiera de la empresa	70
2.1. Medidas de <i>performance</i> social de la empresa	71
2.1.1. La Auditoría Social: normalización y certificación	72
2.1.2. Principales medidas de <i>performance</i> social empleadas en la investigación empírica	78
2.2. Medidas de <i>performance</i> financiera: medidas contables y de mercado	84
2.3. Resultados empíricos de la relación entre la <i>performance</i> social y financiera de la empresa	97
CAPÍTULO 3: LA <i>PERFORMANCE</i> SOCIAL Y LA <i>PERFORMANCE</i> FINANCIERA EN EL MERCADO	
1. La Responsabilidad Social Corporativa y los mercados bursátiles: la inversión socialmente responsable	117
1.1. Orígenes y evolución de la inversión socialmente responsable	117
1.2. Estrategias de inversión socialmente responsables: <i>screening</i> de los fondos de inversión	122
2. Marco Teórico de la responsabilidad social en los mercados	126
2.1. Modelo Socioeconómico de Teorías de Carteras	126
2.2. Teorías del <i>Behavioral Finance</i> y <i>Sustainable Finance</i>	129
3. Marco empírico de la relación entre la <i>performance</i> social y financiera bursátil	131
3.1. Medidas de <i>performance</i> social y financiera bursátil	131
3.2. Resultados empíricos de la relación entre la <i>performance</i> social y financiera bursátil	133
3.2.1. Impacto de las noticias sobre responsabilidad social en el mercado financiero	134
3.2.2. Percepción de la responsabilidad social de la empresa por el mercado financiero	137
3.2.3. Comparación entre fondos de inversión e índices bursátiles socialmente responsables	139

CAPÍTULO 4: ESTUDIO EMPÍRICO

1. Introducción	147
2. Estudio transversal: análisis de las empresas del índice sostenible español en la fecha de su publicación	149
2.1. Hipótesis de partida	150
2.2. Elaboración de la base de datos	150
2.3. Selección y definición de variables	151
2.4. Metodología y análisis	155
3. Estudio longitudinal: análisis de las empresas del índice sostenible español en el periodo 2008-2013	162
3.1. Hipótesis de partida	162
3.2. Elaboración de la base de datos	162
3.3. Selección y definición de variables	166
3.4. Metodología y análisis	167
3.4.1. Análisis de normalidad	174
3.4.2. Análisis de variables de control	174
3.4.3. Anova Mixto	182
4. Discusión de Resultados	187

CAPÍTULO 5: CONCLUSIONES, LIMITACIONES Y EXTENSIONES FUTURAS

1. Conclusiones y consideraciones finales	195
2. Limitaciones y extensiones futuras	202

ANEXOS

ANEXO 1. PRINCIPIOS, GUÍAS Y ESTÁNDARES DE RSC	207
ANEXO 2. AGENCIAS DE CALIFICACIÓN ÉTICAS E ÍNDICES DE SOSTENIBILIDAD	213
ANEXO 3. TABLAS Y GRÁFICOS DEL ESTUDIO EMPÍRICO	215

BIBLIOGRAFÍA	287
---------------------	-----

INTRODUCCIÓN

La Responsabilidad Social Corporativa (RSC) o Responsabilidad Social Empresarial (RSE) es objeto de un creciente interés tanto en el ámbito académico como profesional, ya que durante las dos últimas décadas los aspectos sociales y medioambientales de la actividad empresarial han adquirido un especial protagonismo en nuestra sociedad a raíz de los grandes escándalos financieros y de las prácticas abusivas de algunas empresas (Bénabou y Tirole, 2010). Nos encontramos por tanto, en un momento de rápida transformación global en el que se demanda a las organizaciones no solo la obtención de buenos resultados financieros, sino además, que actúen como “ciudadanos corporativos”¹ responsables.

Como consecuencia, cada vez son más las empresas que establecen procedimientos de gestión teniendo en cuenta no solo la dimensión económica, sino también los aspectos sociales y medioambientales de sus actividades. Como prueba de la creciente atención prestada a la RSC, se ha producido en las últimas décadas un significativo aumento de los recursos que las compañías dedican a satisfacer las demandas de sus *stakeholders* (Porter y Kramer, 2006).

Entre los motivos por los que las compañías llevan a cabo iniciativas responsables señalados en la literatura sobre RSC, destacan tres grandes argumentos, cada uno de los cuales se relaciona con un enfoque de RSC distinto (Jones *et al.*, 2007; Singer, 2010): obligación moral (enfoque normativo), sostenibilidad y legitimidad (enfoque descriptivo), y reputación como fuente de ventaja competitiva (enfoque instrumental) (Donalson y Preston, 1995). A estos tres enfoques de RSC se añade posteriormente el estratégico (Porter y Kramer, 2006) que complementa a los tres anteriores.

Cada compañía elegirá un enfoque u otro, o bien combinará algunos de ellos, dependiendo de cuáles sean los objetivos a obtener de las distintas iniciativas responsables que lleve a cabo (Boesso, 2013).

¹ Concepción de la empresa como miembro integrante de la sociedad, con el deber de promover su desarrollo y la preservación del entorno vital donde realiza su actividad. El cumplimiento de sus obligaciones como ciudadano corporativo es la forma de alcanzar la legitimidad en la sociedad de la que se forma parte (AECA, 2004).

Siguiendo el enfoque normativo, las empresas tratan de actuar como “buenos ciudadanos” respetando a personas, comunidad y medioambiente, basándose en principios morales o filosóficos, independientemente de cuál sea su impacto en la *performance*² financiera (Young y Thyil, 2008).

Sin embargo, una compañía que adopta el enfoque descriptivo evita comportamientos que supongan un detrimento social y medioambiental movida por la búsqueda de la sostenibilidad y la aprobación de gobiernos, comunidad y resto de *stakeholders* (Fombrun, 1996; Graves y Waddock, 1994). Para ello, las empresas se centran en proporcionar información sobre los indicadores de la *Triple Bottom Line* (social, medioambiental y financiera), describiendo los comportamientos de la empresa en su relación con los grupos de interés (Berman *et al.*, 1999). Por su propia naturaleza, el enfoque descriptivo basado en una estrategia eficiente de inversión en el futuro, podría contribuir a mejorar la *performance* financiera a medio plazo (Boesso *et al.*, 2013).

Por su parte, el enfoque instrumental de la RSC se basa en la reputación como medio para crear una ventaja competitiva y para alcanzar objetivos de *performance* financiera a corto plazo. Bajo este enfoque, las compañías tratarán de comprometerse con aquellos grupos que puedan influir en la *performance* financiera, creando relaciones de confianza que posibiliten conseguir, lo más eficientemente posible, objetivos compartidos (Jones *et al.*, 2007).

Por último, el enfoque estratégico de la RSC, que comparte las justificaciones anteriores, supone identificar aquellas iniciativas de RSC que beneficien a los *stakeholders* a la vez que contribuye a aumentar la competitividad de la compañía

² El término *performance* se puede traducir como la evaluación de los resultados de las actuaciones empresariales. Por tanto, la *performance* es un concepto más amplio que el de resultados, ya que incluye la medida de la eficiencia de la actuación (Balaguer *et al.*, 2007). En esta línea, la evaluación de los resultados sociales o *performance* social corporativa ha sido un concepto objeto de un extenso desarrollo teórico. Sin embargo, en la literatura empírica sobre RSC se emplean indistintamente los términos *performance* social corporativa, responsabilidad social corporativa, comportamiento socialmente responsable y resultados sociales (Margolis *et al.*, 2007). Por su parte, la *performance* financiera o evaluación de los resultados financieros (Balaguer *et al.*, 2007) se define a partir de medidas contables y de mercado, tanto de rentabilidad como de riesgo. No obstante, también es frecuente encontrar en la literatura los términos resultado financiero, desempeño financiero, y rendimiento financiero como sinónimos de la *performance* financiera. También en este trabajo se emplean estos términos indistintamente.

(Porter y Kramer, 2006; 2011). Así, la RSC se integra en las diferentes fases del proceso estratégico empresarial convirtiéndose en un instrumento de generación de valor y herramienta de diferenciación y competitividad, cimentada en criterios de medio y largo plazo (Balaguer *et al.*, 2007).

Exceptuando aquellas compañías guiadas exclusivamente por el enfoque normativo, las empresas implementarán iniciativas responsables por el posible beneficio que de ello puedan obtener. Sin embargo, después de décadas de investigación empírica, sigue existiendo en la actualidad un intenso debate sobre la existencia y naturaleza de la relación entre la *performance* social y la *performance* financiera (Russo y Fouts, 1997; Orlitzky *et al.*, 2003; Hull y Rothenberg, 2008), ya que los resultados encontrados en la literatura no son totalmente concluyentes.

En este debate sobre la relación entre la *performance* social y financiera se pueden diferenciar dos corrientes de opinión. Por un lado, existen autores que, desde las perspectivas de las Teorías de los Recursos y Capacidades y de la Gestión de los *Stakeholders*, argumentan la existencia de una relación positiva, ya que un alto nivel de *performance* social ayuda a establecer buenas relaciones con sus *stakeholders*, obteniendo una respuesta favorable de sus clientes, empleados, gobiernos y medios de comunicación. Esta respuesta se traduce en una mejora de la reputación, del capital humano y de la capacidad de innovación de las empresas, lo cual conlleva una mejora en la *performance* financiera (Surroca *et al.*, 2010). Por otro lado, algunos economistas neoclásicos argumentan que el compromiso en RSC puede disparar los costes de manera desproporcionada, resultando inapreciable el posible retorno proveniente de los mercados (Friedman, 1970; Cornell y Shapiro, 1987; Brammer y Millington, 2008).

Según Moskowitz (1972), la investigación empírica de la relación entre la *performance* social y financiera comienza a principios de los 70 como un antídoto frente a una corriente de opinión escéptica sobre la RSC (Friedman, 1970). Desde entonces, la hipótesis de que las compañías pueden mejorar sus resultados dando respuesta a las preocupaciones de sus *stakeholders* actuando de manera responsable, ha sido contrastada en numerosas investigaciones empíricas dando lugar a trabajos de

revisión o meta-análisis de la evidencia empírica previa (Roman *et al.*, 1999; Orlitzky *et al.*, 2003; Margolis y Walsh, 2003; Laplume *et al.*, 2008; Margolis *et al.*, 2007; Van Beurden y Gössling, 2008; Pelozo, 2009; Martínez *et al.*, 2013).

Tras la revisión de la literatura realizada a lo largo de este trabajo, es posible concluir que existe una extensa evidencia empírica que sustenta el efecto positivo de la RSC en el resultado empresarial. De ahí que, a pesar de que sigue existiendo controversia acerca de si un alto nivel de *performance* social conduce a mejorar los resultados financieros, la visión de que ambas *performance* van de la mano haya conseguido aceptación tanto en el ámbito profesional como académico (García–Castro, 2010).

Así, los resultados de la investigación previa indican que las iniciativas de RSC pueden mantener o fortalecer la relación de la compañía con sus *stakeholders* (Brammer y Millington, 2008), revivir o fortalecer la diferenciación de los productos en el mercado (Klassen y Whybark, 1999), refinar aspectos de eficiencia en los costes de los procesos (Christmann, 2000; King y Lenox, 2002), atraer al mejor capital humano (Johnson y Greening, 1999; Backhaus *et al.*, 2002), o mejorar otros activos intangibles como la reputación empresarial (Margolis *et al.*, 2009).

Además, también se ha argumentado que las prácticas de RSC pueden colocar a la compañía en una posición ventajosa para acceder a los recursos financieros (Hockerts y Moir, 2004). Esto es debido al hecho de que ha aumentado la conciencia de los inversores hacia los criterios sociales y medioambientales en sus decisiones de inversión, impulsando a las empresas a la adopción de la RSC. Es la denominada Inversión Socialmente Responsable (ISR) (Nieto y Fernández, 2004).

A su vez, la creciente incorporación de la RSC a la gestión empresarial fomenta el desarrollo de la ISR. Las empresas, a través de la comunicación de información sobre su RSC, pueden movilizar a los inversores transmitiendo la idea de cómo su estrategia de sostenibilidad puede indicar una gestión de calidad, tratándose por tanto de una relación bidireccional (AECA³, 2009).

³ Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.

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

Como consecuencia del desarrollo de la ISR, surge la necesidad de valorar y calificar el comportamiento socialmente responsable de las empresas cotizadas. Ello ha dado lugar a la aparición de una gran cantidad de agencias de análisis de sostenibilidad social, que realizan una actividad análoga a las agencias de calificación financiera (*rating* crediticio) pero centrando su análisis en los impactos sociales y medioambientales.

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

El único índice bursátil responsable existente en España pertenece a la serie de índices FTSE4Good, creada en 2001. Actualmente cubre cinco mercados: FTSE4Good Global Index para empresas de todo el mundo, el FTSE4Good USA Index para empresas norteamericanas, el FTSE4Good Europe Index para el mercado europeo, el FTSE4Good Japan Index para empresas japonesas, y el FTSE4Good IBEX para el mercado español.

Como prueba del interés de las compañías en la gestión de los temas medioambientales y sociales para su inclusión en los índices éticos como forma de alcanzar su diferenciación competitiva en el mercado global, se constata que desde su creación en el año 2001, ha habido un incremento constante en el número de

compañías españolas en la serie de índices FTSE4Good, y ello a pesar de que los criterios de inclusión son cada vez más rigurosos (Forética⁴, 2011).

En abril de 2008, el grupo FTSE (*Financial Times Stock Exchange*) amplió la serie de índices FTSE4Good para incluir el índice FTSE4Good IBEX de la Bolsa de Madrid. Este índice incluye compañías del Índice IBEX 35, IBEX *Medium*, e IBEX *Small* de Bolsas y Mercados Españoles, y del Índice FTSE *Spain All Cap*.

Sin embargo, tanto la RSC como la ISR también han sido objeto de críticas. En este sentido, existen autores que han evidenciado el empleo de la RSC por las compañías como un ejercicio de relaciones públicas, de campaña en los medios de comunicación y de gestión de la reputación (Burrit *et al.*, 2010; Chatterji *et al.*, 2009; Cooper y Owen, 2007). Otros, han mostrado sus reservas sobre la capacidad de los estándares de divulgación, guías y rankings para influir en el comportamiento responsable de manera constructiva (Edgely *et al.*, 2010; Moneva *et al.*, 2006).

Por su parte, a la ISR se le atribuye ser un tipo de inversión menos rentable y más cara, e incluso ser el producto de un marketing coyuntural, ya que al reducirse la población susceptible de ser incorporada a la cartera, se pierden oportunidades y rentabilidad (Galema *et al.*, 2008). No obstante, la literatura empírica evidencia que las empresas que cumplen criterios RSC no tienen porqué generar menos valor para el accionista, ni los índices de RSC tienen que ser menos rentables que los globales, ni los fondos RSC de peor *ranking* que el resto de fondos de similar exposición o duración, según sean de renta variable o fija (Balaguer y Muñoz, 2003). Además, desde el punto de vista de los índices de sostenibilidad, si se compara la evolución de los índices responsables con la de los índices tradicionales que les sirven de referencia, se constata que no presentan grandes diferencias (Vermeir y Corten, 2001).

⁴ Forética, Foro para la Gestión Ética, es socio español de *CSR Europe*, red de empresas que trabaja para la potenciación de la RSC en Europa y que forma parte de la Alianza Europea para la responsabilidad social de las empresas (<http://www.foretica.es>).

Por tanto, el debate sobre la importancia de la RSC, al margen de su incuestionable desarrollo a través de los mercados financieros de todo el mundo y del impulso llevado a cabo por numerosas instituciones europeas e internacionales, se centra en determinar cuál es su relación, si es que existe, con la *performance* financiera de las compañías cuando ésta se incluye en la estrategia empresarial (Maine *et al.*, 2010). Ello es debido a la falta de consenso en este campo de investigación que se hace patente en la literatura previa y cuyas principales causas son las siguientes (Garriga y Melé, 2004; Van Beurden y Gössling, 2008; García-Castro *et al.*, 2008):

- 1) La falta de un marco teórico sólido que sirva de referencia.
- 2) Las diferencias conceptuales y metodológicas en la definición de la RSC.
- 3) El empleo de metodologías inadecuadas.
- 4) Las limitaciones en la composición y tamaño de las muestras.
- 5) La omisión de variables que puedan influir en la relación estudiada (variables de control).

Además, debido a la importante crisis financiera actual, el contar con medidas precisas de los beneficios que se puedan derivar de las distintas iniciativas de RSC, adquiere una mayor importancia, ya que en esta situación resulta más complicado equilibrar las obligaciones sociales y medioambientales con el imperativo de asignar los recursos escasos de la forma más eficiente posible (Boesso *et al.*, 2013).

Todo ello justifica la necesidad de seguir investigando en el estudio de esta relación (Mishra y Suar, 2010). Así, el principal objetivo de esta investigación es aportar evidencia empírica sobre la relación entre la RSC y el desempeño financiero de las compañías cotizadas españolas. Para ello, se parte del enfoque estratégico de la RSC basado en la creación de valor a medio y largo plazo, y el marco teórico de Preston y O'bannon (1997), que ofrece una rigurosa explicación teórica de la secuencia causal y el signo de la relación entre la RSC y el resultado financiero, y que es el sustento teórico de numerosas investigaciones en este campo (Allouche y Laroche, 2005; Marom, 2006; Yang *et al.*, 2010, entre otros).

Para alcanzar dicho objetivo, se analiza la posible existencia de diferencias en una serie de indicadores contables y de mercado entre las empresas que pertenecen al índice ético español, y el resto de empresas cotizadas que, formando parte del universo elegible del índice responsable, no son incluidas en el mismo.

Partiendo de las empresas de la familia de índices IBEX, se analiza si las empresas de buenas prácticas, empresas que forman parte del índice sostenible FTSE4Good IBEX y se mantienen durante el periodo 2008-2013, obtienen diferencias en el rendimiento empresarial, frente a aquellas empresas del IBEX que nunca han entrado a formar parte del mismo.

Este trabajo pretende contribuir a la amplia literatura existente sobre la relación entre la *performance* social y financiera en los siguientes aspectos:

En primer lugar, respondiendo a la necesidad de una mayor investigación en el ámbito europeo, y en el español en particular, señalada en la literatura (Gómez, 2008; Reverte, 2009; Olcese, 2011). En este sentido, la mayoría de los estudios se centran en el análisis de empresas estadounidenses o inglesas, no existiendo apenas evidencia empírica para el caso español.

En segundo lugar, tomando como indicador de la *performance* social el único índice bursátil de responsabilidad social existente en España. La existencia de un índice sostenible para las empresas cotizadas españolas permite conocer las empresas calificadas como responsables en el mercado bursátil español. A este respecto, la literatura sugiere la necesidad de definir la RSC en un contexto operativo concreto evitando el empleo de medidas universales de esta variable (Simpson y Kohers, 2002; Van Beurden y Gössling, 2008; Mishra y Suar, 2010; Gómez, 2008).

En tercer lugar, realizando un análisis longitudinal, un estudio a largo plazo acorde con el enfoque estratégico de la responsabilidad social. La RSC supone un proceso innovador para las empresas que precisa de largo tiempo de maduración. En este sentido, la literatura previa ha encontrado diferencias en la relación estudiada cuando se analiza el corto y el largo plazo (Van Beurden y Gössling, 2010). Así, en los trabajos

de Ogden y Watson (1999) y García-Castro *et al.* (2008), mientras que en corto plazo la RSC tiene un impacto negativo en la rentabilidad, a largo plazo el signo de la relación se vuelve positivo. No obstante, también existe evidencia empírica que muestra la existencia de un impacto positivo de la RSC en variables relacionadas con la *performance* a corto plazo, como el crecimiento de las ventas, y la no existencia de relación en variables como el precio valor contable representativas del impacto a largo plazo (Prado *et al.*, 2008). En este trabajo se incluye el estudio previo realizado para la misma población en el año en que surge el índice bursátil sostenible, lo que permitirá sacar conclusiones en este sentido.

Para identificar la posible existencia de diferencias en la evolución temporal de las distintas medidas de *performance* financiera entre los dos grupos de empresas, se emplea una metodología apropiada dentro de los métodos de dependencia. El análisis de la varianza denominado Anova Mixto, permite evaluar el efecto individual y conjunto de los dos factores estudiados (la pertenencia al índice de responsabilidad social y el tiempo) sobre las distintas variables de *performance* financiera.

Para alcanzar el objetivo propuesto, el trabajo se estructura en los siguientes apartados:

El primer capítulo se dedica al análisis de la Responsabilidad Social Corporativa. Para ello, se incluye una aproximación al concepto de RSC, señalando los principales acontecimientos económicos, políticos y sociales que a lo largo del siglo XX y hasta nuestros días, dan lugar a la evolución de dicho concepto y, por tanto, a sus definiciones. A continuación, se ofrece una visión de la situación actual de la RSC, donde se especifican los motivos por los que las empresas se involucran en las prácticas responsables. Para finalizar, se desarrolla el concepto y la evolución de la Inversión Socialmente Responsable por el relevante papel que representa como factor de impulso de la RSC.

A continuación, los capítulos segundo y tercero contienen el estudio de la relación entre la *performance* social y financiera, distinguiendo entre *performance* financiera empresarial (Capítulo 2) y la *performance* financiera de los mercados de valores o

bursátil (Capítulo 3). En ambos capítulos se analiza en primer lugar, el marco teórico de la responsabilidad social de la empresa y la responsabilidad social en los mercados de valores y, en segundo lugar, el marco empírico de la relación estudiada. Dentro del marco empírico se incluyen las distintas medidas de *performance* empleadas, así como los resultados obtenidos en la literatura existente sobre dicha relación.

El cuarto capítulo se destina al trabajo de investigación empírico donde se incluyen dos estudios diferenciados. El primero de ellos se trata de un estudio de corte transversal en el que se analiza la posible existencia de diferencias en el comportamiento financiero de las empresas pertenecientes al FTSE4Good IBEX en el 2008, año en el que surge este índice responsable, frente a aquellas otras empresas que no fueron incluidas en el mismo. Como continuación de este trabajo se realiza el análisis longitudinal descrito anteriormente, en el que se estudia si las empresas que se mantienen durante el periodo 2008-2013 en el FTSE4Good IBEX obtienen diferencias en la *performance* financiera frente a aquellas compañías que nunca han entrado a formar parte de dicho índice. Al ampliar el horizonte temporal de estudio, se observan diferencias en los resultados obtenidos.

Por último, el capítulo quinto incluye las conclusiones obtenidas, las implicaciones y desarrollos futuros, así como las limitaciones identificadas en el trabajo realizado.

CAPÍTULO 1

LA RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA

Este capítulo aborda el estudio de la RSC. En primer lugar se incluye una aproximación al concepto de RSC, señalando los principales acontecimientos económicos, políticos y sociales que a lo largo del siglo XX y hasta nuestros días dan lugar a la evolución de dicho concepto y, por tanto, a sus definiciones. A continuación, se ofrece una visión de la situación actual de la RSC, donde se especifican los motivos por los que las empresas se involucran en las prácticas responsables.

1. ORÍGENES Y EVOLUCIÓN DE LA RSC

En la actualidad la RSC se configura como un elemento clave en la gestión empresarial (Jensen, 2001; Porter y Kramer, 2006; Martinuzzi, 2010). Sin embargo, la RSC no siempre ha sido entendida de la misma manera. Desde sus inicios, en la década de los cincuenta, la RSC era mayoritariamente entendida como una actividad que asumía el directivo desde el punto de vista ético y cuya naturaleza era básicamente filantrópica. Desde entonces, el concepto de RSC ha sido objeto de estudio, y su definición ha ido evolucionando hasta llegar a convertirse en una estrategia empresarial en nuestros días.

Siguiendo a Carroll (1999), quien describe la evolución de la RSC dividiéndola en décadas, se pueden distinguir dos grandes etapas. Desde los años cincuenta hasta el inicio de la década de los ochenta, que se caracteriza por la extensa literatura sobre el concepto. Davis (1967), Sethi (1975), y Carroll (1979) son algunos de los autores que propusieron una definición de RSC en estos años. Al final de esta primera etapa se consolidan dos elementos que se mantienen hasta nuestros días: su carácter voluntario y la visión de la misma como una filosofía empresarial que impregna a toda la organización.

A partir de los años ochenta, la investigación se orienta hacia otros términos relacionados con la RSC, como la medición del rendimiento social, la teoría y la gestión de los *stakeholders*, la comunicación de la RSC, y el desarrollo sostenible, entre otros. En esta etapa, la conceptualización de la RSC ya no es el eje central de los trabajos de investigación y el interés académico se dirige hacia otros temas más relacionados con sus implicaciones prácticas, como es su posible relación con la *performance* financiera (Carroll y Shabana, 2010).

A continuación se desarrollan las dos etapas en la evolución del concepto de RSC, en las que se destacan las principales aportaciones en su definición y los hitos que han marcado dicha evolución.

1.1. Primera etapa: desde los años cincuenta hasta el inicio de la década de los ochenta

Ya desde el inicio de la Economía como ciencia, se puso de manifiesto la relación ineludible entre los aspectos sociales y la actividad económica. En el siglo XVIII, Adam Smith ya expone en dos de sus reconocidas obras *Investigación de la Naturaleza y Causas de la Riqueza de las Naciones* y la *Teoría de los Sentimientos Morales*, el entramado que configuran la vida económica y la vida social, comprendiendo ésta última las costumbres, las actitudes morales y los hábitos sociales (Carneiro, 2004).

Desde la perspectiva de los autores clásicos, defensores a ultranza del libre mercado, el directivo carece de vinculaciones éticas y morales que impliquen ir más allá de la obtención del máximo beneficio. La función social queda reservada, por tanto, a las Administraciones Públicas y la acción política, así como a la Iglesia y a organizaciones no lucrativas, y la única responsabilidad de las empresas es de tipo económico. Esta postura, imperante en los años treinta y cuarenta del siglo XX, limita la función del directivo a actuar lo más eficientemente posible en los mercados, respetando la ley y las costumbres mercantiles.

No obstante, a principios del siglo XX ya se practicaba la filantropía empresarial consistente en donaciones que realizaban las grandes empresas a la comunidad. Los directivos de esa época ya eran conscientes de la relación que se establecía entre las organizaciones y la sociedad, si bien ésta era entendida como una acción voluntaria frente a las demandas sociales. De ahí que, en este sentido, se pueda vincular el origen de la Responsabilidad Social a la filantropía o generosidad empresarial (Frederick *et al.*, 1996).

Sin embargo, estos planteamientos de comienzos de siglo se ven modificados a partir de los años cincuenta, cuando tras la Segunda Guerra Mundial, los países occidentales adoptan el modelo de Estado del Bienestar, basado en las políticas públicas como garantes de la ampliación de los derechos sociales aunque sin dejar de procurar la creación de capital.

En esta época, a finales de los años cincuenta y principios de los sesenta, es cuando se puede situar la aparición de las primeras manifestaciones de la RSC, fruto del ambiente político vivido en Estados Unidos (Lydenberg, 2000). Frente al imparable aumento de poder de las grandes multinacionales americanas surgieron grupos de presión social y asociaciones ciudadanas con la intención de influir en la conciencia de las empresas para abordar problemas urgentes como la pobreza, el paro, la relación entre razas y la contaminación. La responsabilidad social de las empresas se convirtió en un clamor de diversos grupos que exigían cambios en los negocios americanos (Boatright, 1993).

Como resultado de estos movimientos sociales, se creó en 1971 el primer fondo de inversión socialmente responsable (FISR), el *Pax World Fund*, ante la demanda de los inversores de excluir de sus operaciones a todas las empresas estadounidenses que estuvieran vinculadas económicamente con el mantenimiento de la guerra de Vietnam (Sparkes, 2002).

Desde el punto de vista académico, aunque las primeras referencias literarias sobre el concepto de RSC aparecen en los años treinta y cuarenta⁵, es la publicación del libro de Bowen en 1953, *Social Responsibilities of Businessman*, la que marca el inicio de la era moderna de la Responsabilidad Social (Carroll, 1999). Según Bowen, las responsabilidades de los directivos “se refieren a las obligaciones de buscar políticas, tomar decisiones, o seguir líneas de actuación que sean deseables para los objetivos y valores de nuestra sociedad” (Bowen, 1953; p.6).

Pese a que la utilización del término se relaciona con el hombre de negocios y no con las empresas, la definición de la Responsabilidad Social que propone este autor sirve como punto de partida para muchos estudios posteriores cuyo objetivo es desarrollar el concepto (Davis y Blomstrom, 1966; Mason, 1960; McGuire, 1963).

La década de los sesenta se caracteriza por el creciente interés en formalizar o establecer el significado de la RSC. Uno de los autores más influyentes de esta época

⁵ Referencias de esta época son: Chester Barnard (1938): *The functions of the Executive*, J.M. Clark (1939): *Social Control of Business* y Theodore Kreps (1940): *Measurement of the Social Performance of the Business*.

es Davis (1960; pp. 70-71), quien estableció “La Ley de Hierro de la Responsabilidad Social”, según la cual “las responsabilidades sociales de los directivos necesitan ser acordes a su poder social”, y define la RSC como “las decisiones y acciones de los directivos tomadas por razones, al menos parcialmente más allá del mero interés económico o técnico”.

Dos años más tarde, Milton Friedman (1962) profundiza en el debate sobre la RSC, argumentando que cualquier tendencia que quiera situar a la empresa en la sociedad más allá del mero intercambio eficiente, supone acabar con los fundamentos de la sociedad libre. Además, el cometido del Estado se reduce a garantizar al mercado el ejercicio de sus funciones, así como protegerlo de cualquier injerencia del exterior.

Acorde con la filosofía clásica, Friedman afirmó en varias ocasiones (1962 y 1970) que la única responsabilidad de la empresa es maximizar el beneficio, siendo los efectos sociales generados por ese comportamiento el pago de impuestos, el cumplimiento de las normas y la contribución al empleo.

Entre los autores que manifiestan su interés por la dimensión social de la empresa en estos años, destaca Peter Drucker (1965), quien consideraba como objetivos atribuibles a un directivo promover el bien público, así como contribuir a la estabilidad, fortaleza y armonía de la sociedad.

Otra de las mayores contribuciones a la definición de la RSC es la aportación de McGuire (1963), quien en su libro *Business and Society* afirmó que “la idea de las responsabilidades sociales implica que la corporación no tiene solamente obligaciones económicas y legales, sino también ciertas responsabilidades con la sociedad que van más allá de esas obligaciones” (McGuire 1963; p.144). Su aportación consiste en que precisa que la corporación debe interesarse en la política, en el bienestar de la comunidad, en la educación, en la “felicidad” de sus empleados, y de hecho, en todo el mundo social que le rodea. Por tanto, el directivo debe actuar exactamente como debería hacerlo un ciudadano. Esta afirmación da lugar años más tarde a las nociones de ética empresarial y de ciudadanía corporativa.

Como consecuencia de estas aportaciones, la RSC se va configurando como un concepto complejo y amplio que supera la mera acción social o filantropía y las medidas relacionadas con el medioambiente.

También Kenneth Andrews se opuso abiertamente a las ideas de Friedman. En su obra, *El Concepto de Estrategia Corporativa*, ya recoge una definición de la responsabilidad social de las empresas, considerándola como un compromiso con el bienestar general de la sociedad, “que reprime en el comportamiento individual y de la empresa toda actividad destructiva, aunque sea económicamente muy provechosa, y que los dirigen hacia contribuciones positivas para la mejora del hombre” (Andrews, 1977; p.120). Este nuevo enfoque socioeconómico de la empresa implica la superación de los planteamientos de la teoría neoclásica de la escuela de Friedman, el cual limitaba la responsabilidad de la empresa al ámbito económico.

En los años setenta es cuando proliferan las definiciones de RSC. Un hecho que supuso una gran contribución a su definición, fue la publicación en 1971 del informe elaborado por el Comité para el Desarrollo Económico (CED) de Estados Unidos: *Social Responsibilities of Business Corporations*, ya que fue una de las primeras instituciones en proporcionar una definición de responsabilidad social.

El informe de la CED señala que el propósito de las empresas es dar respuesta a las necesidades de la sociedad para su satisfacción, y define la RSC a partir de tres círculos concéntricos. El círculo central corresponde a las responsabilidades básicas para la ejecución eficiente de la función económica: productos, empleos y crecimiento económico. El círculo intermedio incluye junto a la función económica, la conciencia sobre los valores y prioridades que posee la sociedad; por ejemplo el respeto al medioambiente, el cuidado de las relaciones con los empleados y la rigurosidad con los clientes en cuanto a información, trato igualitario y protección. Por último, el círculo exterior marca las responsabilidades emergentes en la sociedad que las empresas deberían asumir para llegar a estar más involucradas en mejorar activamente el entorno social, por ejemplo la pobreza.

También en destacable en la década de los setenta, el empleo en la literatura del término *Corporate Social Performance (CSP)* junto con el de *Corporate Social Responsibility (CSR)*.

Uno de los primeros autores que dedica su atención al desarrollo de este concepto es Sheti (1975), quien define las dimensiones de la *Performance Social*, distinguiendo entre el comportamiento de la compañía que deber ser denominado como “obligación social”, “responsabilidad social” y “respuesta social”. La “obligación social”, es entendida como “el comportamiento que la compañía desarrolla en respuesta a las fuerzas del mercado o a las limitaciones legales” (Sheti, 1975; p.70). Se trata de un comportamiento sujeto a motivos económicos o legales, mientras que la “responsabilidad social implica elevar el comportamiento empresarial al nivel en el que es congruente con las normas sociales prevalentes, valores y expectativas de actuación” (Sheti, 1975; p.62). Por último, la tercera dimensión es la “respuesta social”, definida como la adaptación del comportamiento empresarial a las demandas sociales. Se trata de una responsabilidad con carácter anticipatorio y preventiva.

Posteriormente, en 1979 Carroll elabora el primer modelo conceptual de *Corporate Social Performance*. Argumentando que la “responsabilidad” sugiere motivación y ésta no es medible, opta por sustituirla por el término “*performance*” como forma de hacerla operativa. Según este modelo, para que una empresa pueda comprometerse en una “actuación socialmente responsable” tiene que contar con: a) una definición básica de RSC, b) una enumeración de las cuestiones o asuntos sociales por las que la responsabilidad social existe en la compañía, es decir, los *stakeholders* con los que la empresa tiene una responsabilidad, relación o dependencia, y c) la especificación de la filosofía de respuesta a estas cuestiones. Este modelo, ampliamente aceptado en la literatura de RSC, fue desarrollado por Wartick y Cochran (1985) y posteriormente por Wood (1991) dando lugar a un modelo más completo.

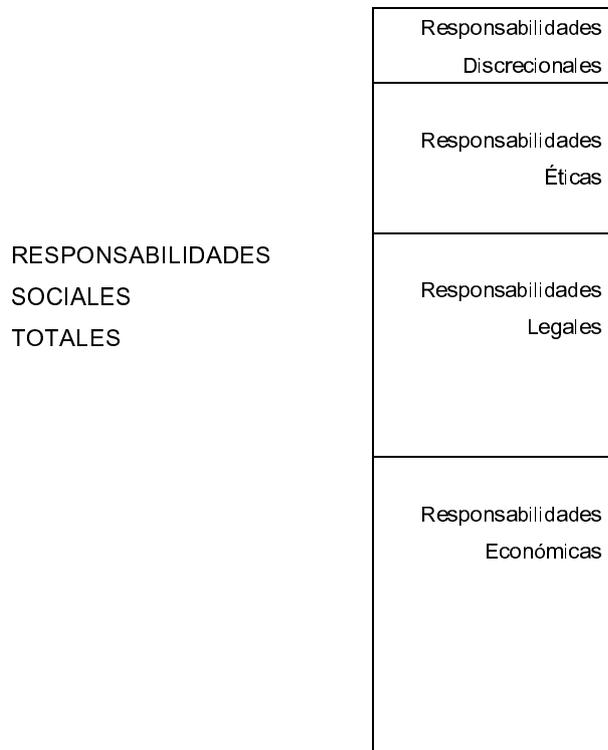
Una de las definiciones proporcionada en los años setenta que más trascendencia ha tenido en la literatura, es la ofrecida por Carroll (1979; p.500), la cual se enmarca en su modelo de *CSP*: “La Responsabilidad Social abarca las expectativas económicas,

legales, éticas y discrecionales que la sociedad tiene de las organizaciones en un momento dado" (Gráfico 1).

Para este autor, la responsabilidad económica supone la producción de bienes y servicios de manera eficiente, logrando la calidad y la innovación en los mismos. La responsabilidad legal implica la obligación en el cumplimiento de la normativa laboral, fiscal, sectorial o medioambiental. La responsabilidad ética hace referencia a todos los aspectos que no están recogidos en la ley, pero que la sociedad espera de la actividad empresarial, como la prevención y control de la polución, la gestión de los residuos, la información al consumidor, etc...Por su parte, la responsabilidad discrecional, supone dar un paso más allá de la ética y engloba todas las acciones sociales, altruistas y filantrópicas que tienen como objetivo el contribuir a una sociedad mejor. Entre estas acciones se encontrarían las donaciones y la financiación de proyectos en países en vías de desarrollo.

En sus propias palabras, "el diferente tamaño de las responsabilidades refleja la magnitud relativa y el orden de su evolución, pero no son aditivas o acumulativas, ni mutuamente excluyentes" (Carroll, 1979; p.499).

Gráfico 1: Categorías de RSC. Adaptación de Carroll (1979)



Por otra parte, también destaca en esta década, el cambio de orientación del término de Responsabilidad “Social” hacia el de Responsabilidad “Pública” impulsado por Preston y Post (1975) para enfatizar la importancia de las políticas públicas, más que las conciencias u opiniones personales de los directivos. Aunque esta perspectiva supuso una aportación importante, no sustituyó al término Responsabilidad Social en la literatura.

De manera paralela al interés por la definición de la RSC, diversos autores como Bauer *et al.* (1972), buscan una medida objetiva de la “actuación social de la empresa” para someterla a alguna clase de auditoría. En esta época comienza a difundirse la Contabilidad Social y el Balance Social (Gray *et al.*, 1996) como instrumento de medición de la actuación de las empresas en el ámbito social, decayendo su uso en los años ochenta, por razones institucionales -escaso interés gubernamental-, razones sociales -no hay concienciación sobre el impacto social de las empresas- y

económicas -se observa como un obstáculo a la actividad de las organizaciones- (Moneva, 2005).

En este intento por medir la RSC, algunos investigadores llevaron a cabo estudios de la información sobre la responsabilidad social contenida en los informes anuales de las empresas. Entre ellos destaca el trabajo de Bowman y Haire (1975) que describe diferentes tópicos contenidos en dichos informes y que representan a la RSC, como son: Responsabilidad Corporativa, Responsabilidad Social, Acción Social, Servicio Público, Ciudadanía Corporativa, Responsabilidad Pública y Respuesta Social.

En esta misma línea, el trabajo de Holmes (1977), que al igual que el anterior no contiene una definición de RSC, se aproxima a ella a través de la investigación de las percepciones que los directivos tienen de la misma. Así, elige una serie de afirmaciones para comprobar el grado de acuerdo o desacuerdo que presentan los directivos. Entre ellas, la presión regulatoria, la participación en la resolución de problemas sociales, y el impacto a corto o largo plazo de dichas actividades en los beneficios. Su aportación al concepto de RSC consiste en identificar los “resultados” que los directivos esperan de sus implicación social y los “factores” que los ejecutivos utilizan en la selección de las áreas sobre las que actúan.

1.2. Segunda etapa: desde los años ochenta hasta la actualidad

La preocupación por desarrollar nuevas definiciones de RSC que caracterizó a los setenta, dio paso en la década de los ochenta a la investigación en RSC y a una multitud de conceptos y temas alternativos, como: respuesta social corporativa, *CSP*, políticas públicas, ética empresarial y gestión de los *stakeholders*.

Entre las principales aportaciones de esta década, destaca la consideración de la RSC como un proceso (Jones, 1980). Argumentando la dificultad que entraña conseguir un consenso sobre lo que constituye un comportamiento socialmente responsable, propone que la RSC no debería considerarse como un conjunto de resultados sino

como un proceso, ilustrando cómo una compañía puede comprometerse en un proceso de toma de decisiones de RSC que podría constituir un comportamiento socialmente responsable.

Carroll redefine su concepto de RSC, sustituyendo la responsabilidad discrecional por la denominada responsabilidad voluntaria o filantrópica, argumentando que esa es la procedencia en la práctica de la responsabilidad discrecional (Carroll, 1983).

En 1984, Freeman propuso la denominada *Teoría de los Stakeholders* en su famosa obra "*Stakeholder Management: A Stakeholder approach*". En ella, Freeman intenta ofrecer un enfoque estratégico instando a las organizaciones a ser conscientes de los grupos implicados para conseguir unos mejores resultados. En sus inicios, por tanto, la consideración de los intereses de los grupos implicados juega un papel instrumental en la mejora de los resultados de la firma (Laplume, 2008). En su nivel más básico, esta teoría es propuesta como una alternativa a las teorías de organización basadas en los accionistas (Freeman, 1984).

Más tarde, el propio Freeman desarrolla esta teoría sugiriendo una base moral para la gestión de los *stakeholders* (Evan y Freeman, 1988; Freeman y Gilbert, 1988). En ambos trabajos se entremezclan la gestión de los *stakeholders* con las filosofías morales, poniendo las bases para lo que en las últimas décadas se ha denominado la Teoría Normativa de los *Stakeholders* (Donaldson y Preston, 1995). Esta doble consideración de los grupos de interés como medios para alcanzar fines y como fines en sí mismos, es una de las principales críticas que ha recibido esta teoría por su paradójica naturaleza (Goodpaster, 1991).

En respuesta a esta crítica, el propio Freeman sostuvo que el problema de esta teoría era que mezclaba negocios y moralidad. Su argumento básico fue que no debería esperarse que la pluralidad de las narrativas morales expuestas por varios filósofos convergiesen, ni tampoco era deseable que la gestión de los *stakeholders* quedase atrapada por ninguna de esas narrativas. Por tanto, el origen de la solución pasaba por lo que Freeman (2000) define como "*Managerial Stakeholder Theory*", esto es, como una teoría "íntimamente conectada con la práctica empresarial, con la creación de valor y el negocio. Ese es su ímpetu original, en el sentido de redescubrir la práctica de

la creación de valor y el negocio para asegurar que a todos los que tienen un interés en esta práctica, les sea prestada atención” (Freeman, 2000; p.173).

En trabajos posteriores, Freeman y Phillips (2002), Philips, Freeman y Wicks (2003) y Freeman, Wicks y Parmar (2004) han continuado defendiendo esta teoría de algunas interpretaciones y críticas, como la formulada por Sundaram e Inkpen (2004) que argumentaron que la Teoría de los *Stakeholders* impide la toma de riesgos empresariales y complica el gobierno corporativo.

En 1984, Peter Drucker, autor que ya había escrito sobre RSC en los años 50, propuso un nuevo concepto. Su nueva idea radicó en la compatibilidad entre las nociones de rentabilidad y responsabilidad. Esta noción ya se había hecho explícita en las primeras definiciones de la RSC y de modo implícito en otras tantas. Sin embargo, su aportación consistió en la idea de que la empresa debería “convertir sus responsabilidades sociales en oportunidades de negocio” (Drucker, 1984; p.62).

En ésta época existe un creciente interés por hacer operativa la RSC y por estudiar la posible existencia de alguna relación con la *performance* financiera. Prueba de ello son los trabajos de Cochran y Wood (1984), que usaron como medida de la RSC un índice de reputación, y el de Aupperle *et al.* (1985), que fue uno de los primeros en poner en práctica el modelo teórico de Carroll (1979), a partir de las opiniones de una muestra de directivos.

Un indicio importante de que en los años 80 se amplía el interés más allá de la RSC, es la creciente aceptación de la noción *Corporate Social Performance* como una teoría más amplia bajo la cual la RSC debe ser clasificada o enmarcada. En este sentido, Wartick y Conchran (1985) desarrollan el modelo de Carroll (1979) haciendo corresponder el componente ético de la definición con los principios de RSC, la respuesta social con los procesos de RSC, y la gestión de las cuestiones sociales con las políticas de RSC.

En los años noventa, sin embargo, se producen muy pocas contribuciones al desarrollo del concepto de RSC. En concreto, el concepto de RSC sirve para desarrollar otros temas y conceptos relacionados como el de la Teoría de Ética Empresarial, la Ciudadanía Corporativa y la *Corporate Social Performance* (Swanson, 1995).

Una de las mayores contribuciones al concepto de RSC provino de la revisión del modelo de *CSP* de Carroll realizada por Wood (1991), ofreciendo un modelo más completo definido a partir de tres dimensiones: principios de RSC, procesos de respuesta social y resultados del comportamiento o actuación empresarial (Gráfico 2). Este modelo ha sido ampliamente aceptado en la literatura, aunque también objeto de ulteriores revisiones por Mitnick (1993, 1995 y 2000) y Swanson (1999) entre otros.

Gráfico 2: Modelo de *Corporate Social Performance* de Wood (1991)

PRINCIPIOS DE RESPONSABILIDAD SOCIAL	PROCESOS DE RESPUESTA SOCIAL	RESULTADOS & IMPACTOS DE LA ACTUACIÓN EMPRESARIAL
INSTITUCIONAL Legitimidad social: las compañías que abusen de su poder social lo perderán.	EVALUACIÓN DEL ENTORNO Información para analizar los entornos social, político, legal y ético.	IMPACTO SOCIAL Efectos en personas y organizaciones.
ORGANIZACIONAL Responsabilidad pública: Las empresas son responsables de las demandas sociales del entorno de la empresa.	GESTIÓN DE LOS <i>STAKEHOLDERS</i> Activar y construir un compromiso en las relaciones con los <i>stakeholders</i> .	PROGRAMAS SOCIALES Efectos en entornos natural y físico.
INDIVIDUAL Discrecionalidad de los directivos: como actores morales tienen obligación de ejercer su criterio hacia resultados socialmente responsables.	GESTIÓN DE LAS CUESTIONES SOCIALES Conjunto de procesos que permite a la compañía identificar, analizar y actuar en cuestiones sociales y políticas que podrían afectarle significativamente.	POLÍTICAS SOCIALES Efectos en sistemas sociales e instituciones.

Su aportación fundamental radica en el énfasis de los resultados sociales que, aunque ya habían sido incluidos en modelos previos, se hacen más explícitos en esta revisión.

En 1991, Carroll revisó de nuevo su definición de RSC y sugirió que el componente filantrópico contempla el concepto de “ciudadanía corporativa”. Así, estableció que la RSC empresarial debe esforzarse en “buscar beneficios, obedecer la ley, ser ético, y ser un buen ciudadano corporativo”. En este mismo trabajo planteó una transición de la RSC hacia la Teoría/Gestión de los *Stakeholders*, observando que “el concepto de *Stakeholder* personaliza las responsabilidades sociales, definiendo los grupos específicos o las personas que deberían considerar en su orientación o en las actividades de Responsabilidad Social” (Carroll, 1991; pp. 40-43).

En esta misma línea, Boatright (1993) diferencia tres áreas como propias de la RSC. En primer lugar, la responsabilidad económica, la cual afecta a la búsqueda del máximo beneficio, así como al logro del mayor valor posible para el accionista; ello se consigue a través de la mejora de la eficiencia y productividad. En segundo lugar, la responsabilidad sociocultural, que se concreta en la realización de obras de interés social o cualquier otro tipo de prácticas que suponga un beneficio social. Desde este punto de vista, el respeto a la ley, a las costumbres, y a la herencia cultural es imprescindible. Por último, la responsabilidad medioambiental, que constituye la conexión con el planteamiento más ambicioso del desarrollo sostenible. Esta responsabilidad se identifica, como su nombre indica, con la obligación que mantiene cualquier empresa de preservar tanto el entorno como la naturaleza en su conjunto.

Según Castillo (1985), cada empresa deberá hacer un análisis sistemático de las tres áreas de actividad definidas anteriormente y de los agentes sociales afectados por las mismas para definir su contenido. En este proceso se deberán tener en cuenta dos límites:

1. Inferior o mínimo de responsabilidad, que será la observancia de las normas jurídicas más restrictivas.

2. Superior o máximo de responsabilidad, aquél en el que la responsabilidad pueda suponer la pérdida de competitividad, incluso pueda poner en peligro su existencia. Tampoco abarcará aquellos aspectos que sean competencia de otros organismos.

Un hito que marcó la década de los noventa es la celebración de la Cumbre de la Tierra de Río de Janeiro en 1992. En esta cumbre se asienta institucionalmente el concepto de desarrollo sostenible o sostenibilidad del Informe Brundtland⁶ y supuso un gran impulso para el control ecológico de los impactos ambientales de las empresas. La interpretación habitual de este concepto se centra en considerar como objetivos de la organización, junto con el desarrollo económico, la protección del medioambiente y el bienestar social (Moneva, 2005).

Como consecuencia de la aceptación del concepto de desarrollo sostenible, se amplía el interés medioambiental con aspectos sociales y resurgen los informes sociales o de responsabilidad social. Prueba de ello, es el estudio que periódicamente realiza la consultora KPMG sobre la publicación de este tipo de información. Dicho estudio muestra el incremento sustancial en la comunicación que las grandes empresas realizan sobre información medioambiental y social. Además, se detecta que se han ido sustituyendo los informes exclusivamente medioambientales por informes de sostenibilidad, es decir aquellos que informan tanto de aspectos medioambientales como sociales.

También a finales de la década de los noventa, un concepto muy empleado en la literatura de RSC es el propuesto por John Elkington. El término *Triple Bottom Line* se encuentra vigente en la actualidad y hace referencia a que las empresas deben lograr un equilibrio entre los resultados económicos, sociales y medioambientales (Elkington, 1997).

A comienzos del siglo XXI, siguiendo la tendencia de la década anterior, comienzan a cobrar importancia en el terreno empresarial los conceptos de sostenibilidad y

⁶ Es el nombre con el que se conoce el primer Informe de la Comisión Mundial de Medioambiente y Desarrollo ("Nuestro futuro común", *Oxford University Press*) en el que se define por primera vez el concepto de desarrollo sostenible.

desarrollo sostenible, convirtiéndose en una parte integral de la RSC (Carroll y Shabana, 2010). De hecho, los términos RSC y sostenibilidad corporativa se empiezan a utilizar indistintamente, lo que se pone de manifiesto en la terminología empleada por la guía de elaboración de memorias de sostenibilidad que goza de mayor aceptación a nivel mundial, la *Global Reporting Initiative*⁷ (Montiel, 2008).

Sin embargo, y aunque se sigue abordando la conceptualización de la RSC, no es una preocupación central en los trabajos de investigación de estos años. La atención se dirige hacia otros temas más relacionados con sus implicaciones prácticas (Carroll y Shabana, 2010). Entre ellos destaca el desarrollo de la Teoría de la Ciudadanía Corporativa cuyos máximos exponentes son los trabajos de Logsdon y Wood (2002) y de Matten y Crane (2005).

En esta época, las principales aportaciones en la definición de RSC son el énfasis en su papel estratégico, la implicación de los *stakeholders* y su carácter voluntario. En este sentido, destaca la definición propuesta por la Comisión Europea en el año 2001, como la integración voluntaria por parte de las empresas de las preocupaciones sociales y medioambientales en sus operaciones comerciales y en las relaciones con sus interlocutores.

“... ser socialmente responsable no significa solamente cumplir plenamente las obligaciones jurídicas, sino también ir más allá en su cumplimiento, invirtiendo “más” en el capital humano, el entorno y las relaciones con los interlocutores” (COM, 2001; p.7).

AECA, por su parte, la define como “el compromiso voluntario de las empresas con el desarrollo de la sociedad y la preservación del medio ambiente, desde su composición

⁷ *Global Reporting Initiative (GRI)*. Fundada en 1997 por la Coalición para las Economías Ambientalmente Responsables (CERES) y el Programa de Medioambiente de las Naciones Unidas (PNUMA). La última versión de la guía de elaboración de memorias de sostenibilidad es conocida como G4, publicada en mayo de 2013 (<http://globalreporting.org>).

social y un comportamiento responsable hacia las personas y grupos sociales con los que interactúa” (AECA, 2004; p.9).

También es definida como el reconocimiento e integración en sus operaciones por parte de las empresas, de las preocupaciones sociales y medioambientales, dando lugar a prácticas empresariales que satisfagan dichas preocupaciones y configuren sus relaciones con sus interlocutores (De la Cuesta y Valor, 2003).

A nivel conceptual, una de las principales aportaciones es el trabajo de Dahlsrud (2008), que a partir del análisis de 37 definiciones de RSC, distingue cinco dimensiones fundamentales: medioambiental, social, económica, *stakeholders* y voluntariedad. También Freeman y Hasnaoui (2011) llevan a cabo una revisión de literatura sobre la evolución del concepto. En ella dan respaldo a la legitimidad de las dimensiones propuesta por Dahlsrud (2008) y confirman la existente falta de consenso en la definición, en la que si bien las dimensiones están claras, el grado de inclusión puede variar en función de la cultura o nación. Esta falta de consenso es apoyada también por Marrewijk (2003), quien defiende que la idea de definición única debe ser abandonada, ya que depende de muchos factores como el desarrollo, la conciencia y los niveles de ambición de las empresas.

Por tanto, siguiendo a Lafuente *et al.* (2003) y Greenberg *et al.* (2011), la RSC supone en la actualidad una nueva filosofía que impregna a toda la organización, es una nueva herramienta estratégica de la empresa, en la que junto a la obtención de beneficios, tiene en cuenta a las personas y al medioambiente, es decir que incorpora la triple línea de resultados (social, ambiental y financiera) en sus estrategias, políticas y operaciones comerciales. Las empresas socialmente responsables no solo cumplen sus obligaciones con los accionistas sino también frente a clientes, proveedores, distribuidores y comunidades locales y conciben a la empresa como un sistema social compuesto por una serie de órganos interrelacionados entre sí.

Sin embargo, hay que tener en cuenta que la RSC es un concepto relativo, ya que presenta distintos significados en función del contexto temporal y cultural al que esté referido (Gjølborg, 2009). Como consecuencia, el único criterio que permite incluir

determinados aspectos como propios de la responsabilidad social, a través del tiempo o de las distintas culturas, es el de la legitimidad de la actuación de las organizaciones, la cual representa la medida en que las organizaciones responden a las demandas y expectativas de la sociedad.

Así lo recoge la definición de RSC de la Comisión Europea en el año 2011: "...la responsabilidad de las empresas por su impacto en la sociedad..." (COM, 2011; p.7). Además, establece que para cumplir su responsabilidad social de manera plena, las empresas deben integrar las preocupaciones sociales, medioambientales y éticas de los grupos de interés, el respeto de los derechos humanos y las preocupaciones de los consumidores en su estrategia básica. Todo ello con dos objetivos:

1. Maximizar la creación de valor compartido para sus propietarios/accionistas y para el resto de los grupos de interés y la sociedad en general. Para ello, se alienta a las empresas a adoptar un planteamiento estratégico a largo plazo de responsabilidad social, y a desarrollar productos y servicios innovadores que contribuyan al bienestar social y creación de empleos más productivos.
2. Identificar, prevenir y atenuar sus posibles consecuencias adversas. En concreto a desarrollar medidas de diligencia basadas en el riesgo, también en sus cadenas de suministro.

En la actualidad, dada la crisis e incertidumbre económica mundial, parece que se amplía la esfera de actuación y se reabre el debate sobre el papel de los estados como garantes del bienestar y estabilidad de los países desarrollados. Además, puesto que es una opinión generalizada identificar la falta de transparencia y responsabilidad social de algunos agentes económicos como causa de la crisis, algunos grupos de interés consideran necesario regular diversos aspectos sociales, medioambientales y laborales, así como reforzar el papel de supervisión y fiscalización del Estado.

Como consecuencia de ello, se podría esperar una transición de la voluntariedad hacia la obligatoriedad en la regulación de la RSC en los próximos años (Forética, 2011). No obstante, en este sentido, la Comisión Europea sigue apostando por la voluntariedad aunque contempla la posibilidad de regulación en algunos aspectos. Así, establece que “el desarrollo de la Responsabilidad Social Empresarial deben liderarlo las propias empresas. Los poderes públicos deben desempeñar un papel de apoyo ofreciendo una combinación inteligente de medidas voluntarias y, en caso necesario, de acciones reguladoras, por ejemplo para promover la transparencia⁸, incentivar en el mercado un comportamiento responsable de las empresas y asegurarse de que éstas deban rendir cuentas” (COM 2011; p. 9).

2. MOTIVOS O CAUSAS DE ADOPCIÓN DE LA RSC

Se pueden distinguir dos grandes razones por las que las empresas llevan a cabo prácticas de RSC. Por un lado, el incremento de la conciencia social a nivel mundial, que se plasma en la creación de numerosas iniciativas y asociaciones para impulsar su adopción (razones normativas) y, por otro, las ventajas que la RSC aporta a las empresas (razones económicas) (Fuentes-García *et al.*, 2008). Estas ventajas no solo proceden de una estrategia defensiva que las protege de posibles demandas y cambios en las leyes, sino también de una estrategia ofensiva de creación de valor como consecuencia de la influencia de la RSC tanto en las decisiones de compra de los consumidores como de los inversores.

En esta misma línea, se pueden identificar tres importantes cuestiones que presionan a las empresas a llevar a cabo prácticas responsables: la proliferación de iniciativas públicas y privadas para la actuación y la información en el ámbito de la RSC, las modificaciones en las pautas de los mercados de consumo y la corrección de los criterios de inversión en los mercados financieros (Nieto y Fernández, 2004).

⁸ La propuesta legislativa de la Comisión sobre divulgación de información no financiera y diversidad es desarrollada en el epígrafe 1.2.

2.1. Las iniciativas públicas y privadas que pretenden impulsar la RSC

Numerosos organismos de carácter internacional -ONU, OCDE, UE-, gobiernos, organizaciones privadas, redes de empresas y fundaciones han planteado iniciativas dirigidas a establecer una serie de principios y códigos de conducta que promueven un comportamiento más solidario, ético y sostenible con la sociedad y el medioambiente. A nivel europeo, un referente es el Libro Verde de la Comisión Europea (2001)⁹. Su objetivo es fomentar un marco europeo para la responsabilidad social de las empresas. Para ello, la Comisión Europea ha ido desarrollando diversos proyectos como “La Alianza Europea para la Responsabilidad Social de las empresas”, creada para contribuir al objetivo de hacer de Europa el centro de la excelencia en RSC (COM, 2006).

Este proyecto engloba varias líneas de trabajo, entre las que destacan los Laboratorios RSE, formados por representantes de la Comisión, organizaciones y grupos de interés que trabajan conjuntamente para explorar nuevos modelos de cooperación y desarrollar nuevos productos que contribuyan al desarrollo sostenible de Europa y del mundo. Fruto de este trabajo, se presentó el *CSR toolbox*, como herramienta de gestión responsable en julio de 2009, centrada en cinco áreas de trabajo: la integración en el lugar de trabajo, producción y consumo sostenible, transparencia y comunicación, capital humano y evolución de los modelos de negocio. Dentro de cada área se tratan temas como la diversidad, la igualdad de género, la integración de empleados extranjeros, la ecoeficiencia, las redes de innovación en I+D, y la gestión de la cadena de suministro.

Desde la publicación del Libro Verde (2001), la Comisión Europea ha sido pionera en el desarrollo de políticas públicas para promover la RSC. En octubre de 2011, la Comisión presentó, dentro del compromiso adquirido en el marco de la Estrategia Europa 2020, la “Estrategia renovada de la UE para 2011-2014 sobre la responsabilidad social de las empresas” en la que se instaba a los gobiernos de los

⁹ Los Libros Verdes son documentos de reflexión publicados por la Comisión Europea sobre un ámbito político específico, destinados a iniciar un proceso de consulta y debate (<http://europa.eu/documents>).

Estados miembros a la elaboración de sus propios planes nacionales de RSC. En ellos, los gobiernos deben concretar las acciones prioritarias para promover la RSC en sus respectivos países. En el caso español, el Borrador de dicho plan se publicó en diciembre de 2013 y su versión definitiva se previó para el primer trimestre de 2014¹⁰.

A nivel internacional, la iniciativa institucional que ha tenido mayor eco es el Pacto Mundial (*Global Compact*) promovido por el secretario general de la ONU en el año 2000. Este pacto supone la publicación de un Código de Conducta de carácter mundial, para la implicación en los comportamientos socialmente responsables que deben asumir las empresas y organizaciones en el ámbito de los Derechos Humanos, de las normas laborales, del medio ambiente y de la corrupción. En la actualidad cuenta con la adhesión de más de 4.000 empresas procedentes de 116 países.

En esta misma línea han surgido iniciativas en la definición de normas y de procedimientos de elaboración de informes o memorias que faciliten la verificación de los resultados conseguidos en materia de RSC, si bien no existe actualmente un único criterio que permita la homogeneización de la información suministrada por las empresas a favor de una mayor calidad informativa. Según AECA (2009a), son dos las tendencias existentes en este sentido:

1. Los estándares para la elaboración de la información, tanto de carácter nacional como internacional.

Como ya se ha hecho referencia en este trabajo, uno de los modelos o guías más reconocidos a nivel mundial para la elaboración de los informes de sostenibilidad es el *Global Reporting Initiative (GRI)*.

También a nivel internacional, el *Internacional Integrated Reporting Council (IIRC)* presentó en diciembre de 2013 las directrices de la “Guía del Informe Integrado”, tras cuatro años de elaboración. Los objetivos de la presentación integrada de la información son obtener una mayor cohesión y eficiencia en la rendición de cuentas.

¹⁰ En abril de 2014 aún no se ha hecho efectiva esta publicación.

Sus directrices prestan especial atención al modelo de negocio y a la creación de valor, y se incluyen principios como el del enfoque estratégico y la orientación futura del negocio, así como el de la materialidad. Las oportunidades, riesgos, rendimientos y perspectivas futuras son elementos clave.

En el ámbito europeo, también constituye un marco de referencia las recomendaciones sobre los principios, criterios y temas que deben incluir los informes o memorias, publicadas en 2011 por el Consejo Estatal de Responsabilidad Social de las Empresas¹¹.

Con el objetivo de contribuir a la armonización de la información sobre RSC, cabe destacar el proyecto de AECA presentado en 2009 para el intercambio electrónico de información de RSC utilizando una taxonomía XBRL (*eXtensible Business Reporting Language*) (AECA, 2009b). Los avances tecnológicos han permitido desarrollar sistemas informáticos capaces de procesar gran cantidad de datos de distinta naturaleza. En concreto, el estándar XBRL permite la representación, remisión y tratamiento de la información en formato digital. Con su uso se pretende mejorar la comparabilidad entre empresas y el incremento de la transparencia informativa. El cuadro general de indicadores propuesto (CGI-RSC), cuenta con 491 indicadores sobre distintos aspectos medioambientales, sociales, laborales y de gobierno corporativo.

Sobre la base de la investigación desarrollada por AECA en este proyecto, y en el marco conceptual apuntado por el *Internacional Integrated Reporting Council*, AECA presentó un nuevo proyecto en 2012 para avanzar hacia la denominada “Información Integrada”, sobre la base tecnológica del XBRL, en línea con las nuevas tendencias en reporte corporativo (Bonsón *et al.*, 2009; Bonsón, 2011). Se propone un nuevo cuadro integrado de indicadores clave, donde la dimensión financiera se une a las otras tres dimensiones: ambiental, social y de gobierno corporativo (AECA, 2012).

¹¹ Creado por el RD 221/2008, de 15 de febrero. Adscrito al Ministerio de Trabajo e Inmigración, es el organismo encargado del impulso y fomento de las políticas de Responsabilidad Social de las empresas, y el marco de referencia para su desarrollo en España.

2. Las legislaciones que pretenden una homogeneización de la información sin dejar de reconocer el carácter voluntario de la RSC, a través de las denominadas “regulaciones blandas”¹² como es el caso de Francia, Dinamarca, Noruega y Reino Unido. En estos países existe obligatoriedad de informar en sus cuentas anuales sobre la existencia y eficacia de políticas corporativas en materia medioambiental y social para las grandes compañías y para las sociedades cotizadas. Tan solo en el caso francés se establecen requisitos específicos sobre la forma y contenido de la información. Francia es uno de los países con más obligaciones de *reporting* de la Unión Europea y el más claro ejemplo de un enfoque obligatorio de elaboración y comunicación de información social y medioambiental (KPMG, 2013).

Por tanto, en términos generales, en el contexto europeo, el marco regulatorio es flexible y se caracteriza por la voluntariedad frente a la obligatoriedad. La tendencia europea parece ir hacia el modelo flexible danés, que exige a las empresas cotizadas y a las de gran tamaño la incorporación en sus informes anuales, de sus políticas y resultados relacionados con la responsabilidad social o, en el caso de no hacerlo, indicarlo de forma expresa. De esta forma, le otorga relevancia al incorporarla como parte del informe de la compañía, como ocurre en la mayoría de los países menos exigentes en esta materia en relación con el información sobre Gobierno Corporativo (Garrigues Medio Ambiente, 2010).

Sin embargo, como se ha señalado con anterioridad, parece que Europa avanza hacia una mayor regulación en esta materia ya que, en abril de 2014 el Parlamento aprobó la propuesta legislativa¹³ de la Comisión Europea sobre información no financiera y diversidad con el objetivo de mejorar la transparencia de las grandes empresas en materia social y medioambiental. La nueva norma afecta a las compañías cotizadas y las empresas con más de 500 empleados, y cuyo total de balance supere 20 millones de euros o cuyo volumen de negocios neto supere 40 millones de euros, que deberán hacer pública información ambiental y social relevante y útil en sus informes de

¹² Norma que no parece obligatoria, sin efecto o consecuencia jurídica (Garrigues, 2010).

¹³ COM (2013) 207 final- Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE del Consejo en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre la diversidad por parte de determinadas grandes sociedades y determinados grupos.

gestión. La nueva directiva también deberá ser tenida en cuenta por empresas no cotizadas, pero que los Estados miembros consideren que deban asumirla, bien por el tipo de actividad que desarrollan o por el número de empleados que tengan.

Se exigirá a las compañías revelar información útil y concisa (necesaria para la comprensión de su desarrollo, rendimiento y posición, y el impacto de su actividad) en lugar de un informe de pleno derecho y detallado.

El proyecto de directiva se ha diseñado de un modo no prescriptivo, y deja flexibilidad para que las empresas den a conocer la información pertinente de la manera que consideren más útil. Las empresas pueden utilizar las directrices internacionales, europeas o nacionales que consideren apropiadas, como por ejemplo los principios del Pacto Mundial de la ONU, la ISO 26000 o el Código de Sostenibilidad alemán, entre otras directrices.

En España, también la situación legislativa cambió con la Ley de Economía Sostenible de 2011, que introduce la obligatoriedad del informe específico de responsabilidad social empresarial para las sociedades anónimas de más de 1.000 asalariados. Este informe será objeto de comunicación al Consejo Estatal de Responsabilidad Social de las Empresas (CERSE).

Asimismo, desde marzo de 2012, la Ley de Economía Sostenible obligó a las sociedades mercantiles estatales y a las entidades públicas empresariales adscritas a la Administración general del Estado, a presentar informes de gobierno corporativo y memorias de sostenibilidad.

Pero al margen de las exigencias legales, como se ha señalado con anterioridad, la publicación de este tipo de información por parte de las grandes empresas internacionales ha aumentado significativamente en las dos últimas décadas. Los datos del estudio realizado por la consultora KPMG sobre elaboración de memorias de sostenibilidad a escala mundial para el año 2013, son reveladores: el 93 por ciento de

las empresas que forman parte del ranking *Fortune Global 250*¹⁴ y el 71 por ciento de las empresas del N100¹⁵, publican los citados informes de sostenibilidad (Gráfico 3). Como se puede apreciar, desde el año 2002 al 2013, se ha incrementado a más del doble el número de empresas que hacen públicas sus medidas sociales y medioambientales, pasando del 45 al 93 por ciento en el caso del Global 250 y del 23 al 71 por ciento para las empresas del N100.

El dato más significativo de este informe es que el 51%¹⁶ incorpora esta información a sus informes financieros anuales, frente al 20% del año 2011 y el 4% del año 2008. En su mayoría, el 58% lo hacen en una sección o capítulo específico y el 42% lo vincula a la estrategia de negocio, incluyéndolo en el informe del director. Tan solo una minoría, el 10% de las empresas que suministra información sobre Responsabilidad Social, lo hace en un informe integrado. De ellas, tan solo el 3% sigue las directrices del IIRC (*Internacional Integrated Reporting Council*).

En España, la tasa de presentación de este tipo de información en la muestra del N100, ha crecido del 25 por ciento en 2005, al 88 por ciento en 2011, situándose en séptimo lugar del ranking mundial. Los datos del informe realizado en 2013, indican que el 81% de las 100 empresas con mayor facturación elaboran esta información¹⁷.

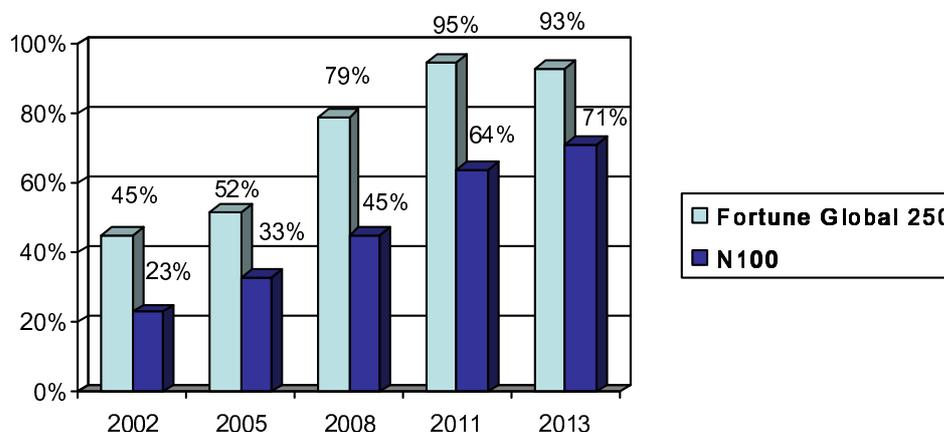
¹⁴ Ranking publicado por la revista Fortune. Está constituido por las primeras 250 empresas con mayores ingresos incluidas en otro ranking de la misma revista, que incluye a las 500 empresas con mayores ingresos del mundo (Fortune 500) en 2012.

¹⁵ Las 100 empresas nacionales de mayores ingresos de los 34 países que integran la muestra en 2012.

¹⁶ Porcentajes referidos a la muestra N100.

¹⁷ El motivo del descenso entre los años 2011 y 2013 se debe al cambio en la composición de la muestra N100 (KPMG, 2013).

Gráfico 3: Empresas que publican un informe de responsabilidad corporativa independiente



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos publicados por *KPMG Global Sustainability Services*, diciembre 2013.

La publicación de los informes de sostenibilidad es un aspecto más dentro del enfoque estratégico de gestión de la responsabilidad corporativa, el cual incluye la definición de la estrategia, el desarrollo e implementación de políticas y procedimientos y la evaluación del desempeño alcanzado. La relevancia de los datos ofrecidos por el estudio de KPMG depende por tanto, de si la publicación de los informes está ligada a una estrategia de gestión de mayor alcance que la mera comunicación del compromiso de la sociedad en cuestiones sociales y medioambientales.

Por ello, el estudio de KPMG incluye en su última versión de 2013, un análisis de la calidad de los informes, verificando que el 87% de las empresas europeas del Global 250 comunican públicamente una estrategia de sostenibilidad con objetivos definidos. Como parte de este análisis, destaca el hecho de que el 87% de las compañías del G250 identifica oportunidades de negocio derivadas de su actuación en materia social o medioambiental. Entre ellas se identifican por orden de importancia la innovación en productos y servicios (72%), la mejora de la reputación (51%), la mejora en la cuota de mercado (36%), el ahorro en costes (30%), la motivación de los empleados (24%), acceso al capital (12%) y la mejora de las relaciones con gobiernos y reguladores (11%).

Por tanto, el estudio realizado por KPMG viene a confirmar la creciente importancia que tiene en la actualidad para las empresas informar de forma transparente y precisa sobre los impactos que su actividad genera sobre las comunidades y entornos en los que operan. Este trabajo apunta a que los informes de sostenibilidad son el resultado, en la mayoría de las empresas, de un enfoque sistemático de responsabilidad corporativa, incluyendo una estrategia definida, la presentación formal de la información (el 82 por ciento de las empresas de la muestra G250 aplica la versión del *GRI* (G3.1) para la elaboración de los informes) y la certificación externa de los mismos (el 59 por ciento del G250 somete los informes a la opinión de un experto independiente).

2.2. Las modificaciones en las pautas de los mercados de consumo

En cuanto al segundo aspecto considerado como causa de desarrollo de la RSC, Nieto y Fernández (2004) indican que los consumidores incorporan consideraciones sociales o medioambientales a los procesos de selección del producto o la marca, a través del denominado consumo responsable o consumo RSC.

De acuerdo con Lafuente *et al.* (2003), las actividades de consumo responsable responden a tres categorías. En primer lugar, los productos “verdes” o “ecológicos”, en los que la valoración RSC se centra en el respeto medioambiental. En segundo lugar, el denominado comercio justo, en los que se pretende asegurar a los consumidores que los productores han recibido un precio “justo” por la materia prima con la que han sido elaborados y por último, las campañas sociales o boicots activos contra marcas o empresas identificadas por comportamientos contrarios a los principios RSC.

Desde un enfoque positivo, el informe de Forética (2011) afirma que el 82% de los consumidores españoles muestra una clara preferencia por productos y empresas sobre los que tenga una buena imagen en términos de Responsabilidad Social. El estudio realizado en nuestro país por Fernández y Merino (2005) indica que un 89 % de los consumidores encuestados sustituiría un producto ético por otro con las mismas

características, siempre y cuando el precio fuera el mismo. En el caso de que el precio fuera superior, un 65% pagaría una prima adicional.

A nivel europeo, según un estudio realizado por *Market and Opinion Research International* (MORI, 2000) para *CSR Europe*, las prácticas de RSC son un factor importante a la hora de adquirir un producto para el 70% de los consumidores europeo y el 44% de los consumidores estaría dispuesto a pagar más por adquirir productos o servicios socialmente responsables.

Como respuesta a esta tendencia del mercado de consumo, cada vez es más frecuente la creación de etiquetas sociales por parte de distintos fabricantes, sectores industriales y administraciones. No obstante, el funcionamiento del mercado de productos hace difícil la articulación de incentivos a la RSC, ya que existe una gran variedad de sellos y certificaciones que son, en muchos casos, establecidos por las organizaciones que venden los productos certificados, lo cual limita la credibilidad ante el consumidor. Además, cabe destacar la inexistencia de un marco regulador que promueva el consumo responsable.

2.3. La corrección de criterios de inversión en los mercados financieros: la Inversión Socialmente Responsable (ISR)

Por último, como tercer factor y quizás el de mayor peso en la difusión de las prácticas de RSC, destaca el hecho de que cada vez más los inversores tengan en cuenta criterios sociales y medioambientales en sus decisiones de inversión. Ello favorece a que las empresas adopten de manera creciente prácticas de RSC, colocándose, en este sentido, en una posición ventajosa para acceder a los recursos financieros.

La forma más extendida de invertir con criterios de responsabilidad social es la participación en fondos de inversión o fondos de pensiones socialmente responsables. Estos fondos dirigen los ahorros de sus inversores hacia empresas que han sido seleccionadas con algún criterio de responsabilidad social corporativa.

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

Junto a los tres motivos ya señalados, la Comisión Europea en el Libro Verde (2001), identifica un factor adicional que ha contribuido al desarrollo de la RSC: la mayor transparencia de las actividades empresariales propiciada por los medios de comunicación y las nuevas tecnologías de la información. En este sentido, los numerosos escándalos, fraudes contables y catástrofes ecológicas y medioambientales, relacionados con la falta de transparencia y ética, que han protagonizado empresas multinacionales durante los últimos años, han aumentado la presión social hacia prácticas responsables por parte de las empresas.

CAPÍTULO 2

LA *PERFORMANCE* SOCIAL Y LA *PERFORMANCE* FINANCIERA EN LA EMPRESA

En este capítulo estudia la relación entre la *performance* social y financiera empresarial. En primer lugar, se incluye el marco teórico de referencia donde se analizan los distintos enfoques en el estudio de la relación y las teorías subyacentes en cada uno de ellos. A continuación, se ofrece una visión de las distintas medidas de *performance* social y financiera empleadas en la literatura empírica. También se muestran los principales resultados obtenidos en el estudio de dicha relación a partir de las distintas hipótesis que se han contrastado en la literatura previa.

1. MARCO TEÓRICO DE LA RESPONSABILIDAD SOCIAL DE LA EMPRESA

Desde el comienzo del debate académico sobre la RSC a mediados del siglo pasado, una corriente de pensamiento defiende que los objetivos económicos y sociales son incompatibles. Representativa de esta perspectiva es la visión del economista neoclásico Milton Friedman (1962), quien afirmaba que el hecho de introducir prácticas de responsabilidad social para satisfacer los intereses de otros grupos perjudicaría los intereses de los accionistas. Para este autor, la única responsabilidad de la empresa con la sociedad es la maximización del beneficio de los accionistas con el respeto a la ley y a las costumbres del país. Si los directivos quieren colaborar para mejorar la sociedad, deben hacerlo como individuos y no como agentes de los accionistas (Friedman, 1970).

En esta teoría, denominada Teoría de Valor para el Accionista o Capitalismo Fiduciario, subyace una idea funcional de la sociedad, donde cada grupo social tendría una única función que cumplir. El impacto social producido por la actividad empresarial no sería responsabilidad de la empresa sino del Estado, promulgando leyes y estableciendo políticas sociales que limiten el daño social ocasionado por las empresas. Por tanto, en el enfoque de Friedman no hay necesidad de que la RSC exista. Esta teoría es todavía hoy ampliamente aceptada (Frooman, 1997; Carter *et al.*, 2000; Jensen, 2002; Chand *et al.*, 2006).

En el extremo opuesto de la Teoría de Valor para el Accionista, se sitúan los que mantienen que no es incompatible ser socialmente responsable y crear valor para la empresa. Desde esta perspectiva se incluye, junto con los intereses de los accionistas, al resto de los grupos con los que interactúa la empresa (*stakeholders*). Como señalan Donalson y Preston (1995) y Freeman (1984), precursor de la Teoría de los *Stakeholders*, cuanto mejor gestiona la empresa sus relaciones con los grupos que tienen algún interés en la empresa, mejor es su resultado financiero a largo plazo. Según este autor, un *stakeholder* puede ser definido como cualquier grupo o individuo que puede afectar o ser afectado por el desarrollo de la actividad empresarial (Freeman, 1984).

El concepto de empresa que subyace bajo este enfoque es el de una empresa plural, donde existen perspectivas recíprocas de comportamiento entre los distintos *stakeholders* que configuran la empresa y que deben ser satisfechas dentro del marco de las relaciones empresariales. Estas expectativas no son solo económicas sino también sociales, incluso éticas o morales y de ellas se deriva necesariamente la existencia de una responsabilidad social de la organización empresarial.

La RSC y las teorías relacionadas con la gestión de los *stakeholders* han sido justificadas en la literatura basándose en tres grandes enfoques (Donalson y Preston 1995): normativo, descriptivo e instrumental. Posteriormente, Porter y Kramer (2006) proponen un enfoque que integra los tres enfoques anteriores y que denominan enfoque estratégico.

Cada enfoque de RSC se relaciona con argumentos o justificaciones distintas (Jones *et al.* 2007; Singer, 2010): obligación moral (enfoque normativo), sostenibilidad y legitimidad (enfoque descriptivo) y reputación corporativa (enfoque instrumental). Por último, el enfoque estratégico se fundamenta en los tres argumentos anteriores.

Cada compañía elegirá un enfoque u otro, o bien combinará algunos de ellos, dependiendo de cuáles sean los objetivos a obtener de las distintas iniciativas responsables que lleve a cabo (Boesso, 2013).

Exceptuando aquellas compañías guiadas por el enfoque normativo exclusivamente, el resto de enfoques de RSC incluyen argumentos de carácter económico. Es el denominado enfoque de la voluntariedad o *business case* (razón de ser empresarial), defendido en el entorno anglosajón, basado en la relación existente entre la calidad de las relaciones de la empresa con sus grupos de interés y sus resultados financieros.

En esta línea y de acuerdo con Garralda (2008), la RSC puede considerarse una palanca clave de creación de valor y gestión de los grupos de interés, buscando la excelencia en la relación de empresa con todos sus *stakeholders*, a través de la superación de las exigencias legales y de la máxima calidad de sus comportamientos en los ámbitos laboral, social y medioambiental.

El argumento económico es el que utilizan los inversores que ven en la RSC una buena práctica de gestión empresarial y reclaman información no financiera de las empresas en las que participan para intervenir a través del voto o del diálogo en las decisiones de RSC. También es utilizado por los directivos y gestores de empresas que han asumido un compromiso público en materia de RSC, mediante su adhesión a pactos, incorporando principios de derechos humanos, laborales y medioambientales, y que cada vez más comunican las políticas y resultados de su estrategia de RSC con el objetivo de ser más transparentes (De la Cuesta, 2004).

Por tanto, dejando al margen el enfoque normativo, la existencia de una relación positiva entre la RSC y los resultados financieros obtenidos es justificada desde distintas ópticas en los enfoques descriptivos, instrumental y estratégico. De ahí que existan numerosos argumentos esgrimidos en la literatura sobre cómo la *performance* social de la compañía puede influir en los resultados financieros (Wood, 1991; McWilliams *et al.*, 2006).

Las principales teorías sobre RSC pueden agruparse en función de su enfoque predominante, según se conciba la relación entre la sociedad y la empresa. Hay que señalar que estos enfoques no son excluyentes sino que pueden resultar complementarios. Por tanto, en una misma teoría pueden coexistir distintos enfoques (Garriga y Melé, 2004).

1.1. Enfoque normativo

Bajo el argumento de la obligación moral, las empresas tienen el deber de comportarse como “buenos ciudadanos” de acuerdo con valores éticos y respetando a las personas, comunidades y medioambiente (Falck y Heblich, 2007). Así, en La Teoría Normativa de los *Stakeholders* esta obligación moral prescribe cómo deben ser tratados los *stakeholders* basándose en algún principio moral o filosófico subyacente (Young y Thyl, 2008). Esta teoría ha sido objeto de distintos desarrollos en función de diversos argumentos o principios morales: Kantianismo (Bowie, 1991; Evan y

Freeman, 1988), Utilitarismo (Freeman y Philips, 2002) y Teorías de la Justicia Distributiva (Donaldson y Preston, 1995), entre otras (Melé, 2007).

Entre las teorías o argumentos que se basan en “lo correcto” para conseguir una sociedad mejor, destacan junto con la Teoría Normativa de los *Stakeholders*, Los Derechos Universales (*The Global Sullivan Principles*, 1999), El Desarrollo Sostenible (Comisión Mundial de Medioambiente y Desarrollo, 1987) y la Teoría del Bien Común (Alford y Naughton, 2002; Melé, 2002, Kaku, 1997). Son las denominadas teorías éticas en la clasificación que realiza Garriga y Melé (2004).

Como se ha señalado anteriormente, la motivación de las primeras manifestaciones de la responsabilidad social respondía únicamente a planteamientos éticos o morales. Se trata de individuos que siguiendo criterios éticos, religiosos o sociales desean como consumidores, inversores o gestores, que todas sus actuaciones y decisiones se correspondan con esos valores y reclaman un comportamiento responsable de la empresa con sus productos, procesos y clientes.

Son ciudadanos o grupos de ciudadanos que abogan por un modelo económico social donde prime el interés colectivo sobre el individual y les exigen a las empresas el mismo comportamiento que les exigirían a cualquier individuo. Entre ellos, denominados activistas de la RSC, podemos encontrar a las organizaciones sociales de defensa de la naturaleza y los derechos humanos, de cooperación al desarrollo de países del tercer mundo, a las organizaciones religiosas, a las organizaciones sindicales y de consumidores, que trabajan por defender los derechos de los más débiles y perjudicados por los efectos contradictorios de la globalización y la liberalización (De la Cuesta, 2004).

Desde este punto de vista social o moral, se hace necesaria una cierta intervención pública a través de la regulación de la RSC que proteja al pequeño inversor o consumidor, ya que el impacto de la actividad de la empresa recae tanto en el ámbito de lo privado como de lo público o común, como es el medioambiente, la sanidad o la educación. Este modelo del marco regulador viene impulsado por países de nuestro entorno europeo, como Francia y Holanda.

Aunque hasta ahora el enfoque predominante ha venido siendo el de la voluntariedad, como ya se ha señalado anteriormente, se está produciendo un progresivo cambio hacia la obligatoriedad o regulación de ciertos aspectos de la RSC, impulsado por movimientos sociales que vienen defendiendo un enfoque mixto, en el que los poderes públicos deben intervenir para fomentar y promover la responsabilidad social, así como aumentar la información y transparencia en el mercado.

Entre los autores que consideran la RSC como un aspecto o cuestión pública destacan Preston y Post (1975) y Buchholz (1977), quienes sostienen que el impacto social de las empresas debe ser regulado dentro de las políticas públicas. En este sentido, la ley y las políticas públicas existentes serán tomadas como referencia para la actuación social de las empresas.

1.2. Enfoque descriptivo

Una compañía que adopta el enfoque descriptivo, actúa movida por la búsqueda de la sostenibilidad y la aprobación, “licencia para operar”, tanto de gobiernos, comunidad, como del resto de *stakeholders* (Fombrun, 1996). Se centra en proporcionar información sobre los indicadores de la *Triple Bottom Line* (social, medioambiental y financiera), describiendo los comportamientos de la empresa en su relación con los *stakeholders* (Berman *et al.*, 1999). La sostenibilidad se basa en el respeto y servicio a la comunidad y al medioambiente, que se pone en práctica evitando comportamientos que supongan un detrimento social o medioambiental (Clement, 2005). La legitimidad entiende la RSC como una manera de obtener la aprobación de gobiernos, comunidades y del resto de *stakeholders* relacionados con su actividad empresarial (Fombrun, 1996; Graves y Waddock, 1994).

Una de las teorías que da soporte a este enfoque es la Teoría Institucional y el Nuevo Institucionalismo, escuela de pensamiento focalizada en el modo en el que las instituciones interactúan y sus efectos en la sociedad. Según esta teoría, las empresas, en su búsqueda para conseguir la legitimidad social llevarán a cabo

acciones, prácticas o procesos que sean considerados como apropiados o deseables dentro del sistema de normas, valores y creencias del entorno institucional.

Para los institucionalistas, Udy (1970) y Berger y Luckmann (1968), las organizaciones tienden a adoptar la misma estructura organizativa (isomorfismo) por la influencia de los fenómenos sociales que se desarrollan en sus ambientes. Esto supone que incorporen elementos que son aceptados exteriormente, como en el caso de la RSC, para asegurarse una cierta legitimidad en su entorno, que a su vez le facilite el acceso a los recursos necesarios para la supervivencia y el éxito.

En esta línea, los principios de responsabilidad social podrán ser asumidos por las empresas según los tres mecanismos que la Teoría Institucional recoge como origen del isomorfismo y, por tanto, de la adaptación institucional. En primer lugar el isomorfismo mimético que resulta de la respuesta de los directivos ante la incertidumbre sobre la dirección en la que evolucionará su entorno específico. Así, cuando éstos observan que una práctica innovadora es exitosa en otras empresas, la adoptan sin tener en cuenta si de una manera efectiva mejorarán los resultados de la propia organización. Como consecuencia, un grupo de empresas empiezan a actuar de la misma manera.

En segundo lugar, el isomorfismo coercitivo, que surge a partir de la influencia política. Las organizaciones sufren una presión tanto formal como informal de los agentes que componen su entorno. Entre estos se encuentran los gobiernos que ejercen su presión a través de la regulación legal. Este isomorfismo no implica que las organizaciones se hagan más eficientes sino que parezcan más eficientes y sean aceptadas como legítimas en su entorno. Ejemplo de este isomorfismo es la adopción de prácticas ambientales responsables como consecuencia de la gran cantidad de legislación en materia medioambiental existente.

Por último, el isomorfismo de carácter normativo que procede de la capacitación profesional de los directivos. En este sentido, adoptar prácticas o técnicas que la comunidad profesional considera efectivas, hace que se adopten valores y estándares

similares, buscando así la legitimidad que le ofrece acatar dichas prácticas (DiMaggio y Powell, 1983).

Desde la perspectiva de la legitimidad social también se sitúa la Teoría de la Gestión de los *Stakeholders*, en la que se pretende integrar en la toma de decisiones las demandas de los grupos que tienen intereses en la empresa como resultado de las exigencias de ONGs, comunidades, medios de comunicación y administraciones públicas.

En cuanto a la posible vinculación entre el enfoque descriptivo con objetivos de *performance* financiera, parece poco probable que las empresas pretendan asociarlo a corto plazo, ya que las compañías pretenden construir unas relaciones de confianza con sus grupos de interés que lleva tiempo construir (Choi y Wang, 2009).

De ahí que, por su propia naturaleza, el enfoque descriptivo basado en una estrategia eficiente de inversión en el futuro, podría contribuir a mejorar la *performance* financiera a medio plazo (Boesso *et al.*, 2013). En este sentido, Falck y Heblick (2007) observaron que bajo este enfoque, la RSC es normalmente concebida como un propósito a largo plazo, una inversión planeada y supervisada en el futuro de la compañía. Son inversiones comparables a inversiones en I+D y en formación de empleados, ya que dichas iniciativas conducen al potencial crecimiento futuro de forma similar (Fombrum, 1996).

1.3. Enfoque instrumental

Por su parte, el enfoque instrumental de la RSC se basa en la reputación como medio para crear una ventaja competitiva y para alcanzar objetivos de *performance* financiera. Desde esta perspectiva, las compañías tratarán de comprometerse con aquellos grupos de *stakeholders* que puedan influir en la *performance* financiera, creando relaciones de confianza que posibiliten conseguir, lo más eficientemente posible, objetivos compartidos (Jones *et al.*, 2007).

Una de las teorías que subyace en este enfoque es la Teoría de la Agencia (Ross, 1973; Jensen y Meckling, 1976), la cual sostiene que existe una relación fiduciaria entre directivos y propietarios, presentando a los accionistas como principales y los directivos como agentes de los propietarios o accionistas. Según Beliveau *et al.* (1994), los directivos pueden actuar en su propio interés o en el de los accionistas. Uno de los intereses de la dirección es conseguir una buena reputación ante los accionistas, aplicando prácticas socialmente responsables, y consiguiendo así reducir los conflictos derivados de la relación principal-agente. Por tanto, el criterio supremo para evaluar las iniciativas responsables sería la maximización del valor para el accionista, único grupo de interés que los directivos tendrán en cuenta en su gestión.

Sin embargo, si se toman en consideración las preferencias de otros grupos además de los intereses de los accionistas, la toma de decisiones adquiere una mayor complejidad. En este sentido, la Teoría de los *Stakeholders*-Agencia (Hills y Jones, 1992; Shankman, 1999) propone que los directivos pueden considerarse como agentes de todos los *stakeholders*. Sin embargo, éstos últimos se diferencian por la importancia de su participación en la firma y su poder *vis-á-vis* con los directivos (Greenley *et al.*, 2004). Por tanto, existen considerables fricciones en la relación *stakeholders*-directivos debido a “alguna habilidad de los *stakeholders* para retrasar los ajustes equilibradores que no les sean favorables” (Donalson y Preston, 1995: p. 78). Así, los *stakeholders* se relacionan con los directivos para lograr objetivos mutuos, lo más eficientemente posible.

Por último, y estrechamente relacionada con la visión de la reputación como fuente de ventajas competitivas, se encuentra el denominado Marketing con Causa, definido como “el proceso de formular e implementar actividades de marketing que se caracterizan por una oferta de la firma a contribuir a una causa designada cuando los clientes entablan un intercambio proporcionando ingresos que satisface tanto a los objetivos de la organización como los individuales” (Varadarajan y Menon, 1988; p. 20).

El objetivo del marketing con causa es aumentar las ventas e ingresos de la empresa, creando una imagen de marca mediante la adquisición o asociación con la dimensión

ética o de responsabilidad social (Murray y Montanari, 1986; Varadarajan y Menon, 1988).

Según McWilliams y Siegel (2001), el marketing con causa crea una reputación sobre la firma como empresa en la que se puede confiar y es honesta, y como consecuencia el consumidor lo relaciona con una mayor calidad. Por ejemplo, productos elaborados sin pesticidas o que no usen pieles de animales son preferidos por algunos consumidores sobre otros de la competencia.

Por tanto, los resultados sociales de una firma pueden ser considerados como “productos sociales” que son ofrecidos por las empresas para satisfacer las necesidades y expectativas de los grupos de interés o de la sociedad en general (Preble, 2005). Con este argumento también ha sido explicada la Teoría de la Gestión de los *Stakeholders*, entendida la relación entre la compañía y sus *stakeholders* como un proceso de intercambio a través de los productos sociales (Rowley y Berman, 2000).

Entre los autores que han tomado este enfoque en sus investigaciones sobre RSC podemos encontrar a Murray y Montanari (1986), Eisenhardt (1988), Sen y Bhattacharya (2001) y Hoeffler y Keller (2002).

Según Falck y Heblich (2007), el enfoque instrumental puede proporcionar a la empresa ventajas para identificar tendencias o cambios en el mercado, permitiéndole actuar rápidamente para estabilizarse y situarse a la vanguardia del cambio. También puede ayudar a la empresa a construir competencias de manera proactiva mediante el análisis de sus habilidades, procesos y sistemas que incrementen la capacidad de la organización para el cambio, las turbulencias y las crisis (Orlitzky *et al.*, 2003).

De ahí que, según Greenley *et al.* (2004), los directivos que adoptan un enfoque instrumental de la RSC pretendan conseguir objetivos de *performance* a corto plazo, ya que dichos objetivos son variables en el tiempo, debido a que éstos serán las preferencias de uno u otro grupo de *stakeholders* según su capacidad de contribuir a

los objetivos que la empresa intente lograr. En este sentido, Boesso *et al.* (2013) encuentran evidencia empírica de la relación entre el enfoque instrumental de RSC y la obtención de una *performance* financiera superior en términos de medidas a corto plazo.

1.4. Enfoque estratégico

Según Donalson y Preston (1995), los tres enfoques de gestión de los *stakeholders* son complementarios. El aspecto externo de la RSC, enfoque descriptivo, que presenta y explora las relaciones con sus grupos de interés, se complementa con el enfoque instrumental, que muestra que si ciertas iniciativas son incorporadas en el curso de la gestión de los *stakeholders*, la compañía puede obtener algún resultado de éstas. El enfoque estratégico de la RSC, que comparte las justificaciones anteriores, supone dar un paso más, identificando aquellas iniciativas de RSC que benefician a los *stakeholders* a la vez que contribuye a aumentar la competitividad de la compañía (Porter y Kramer, 2006).

En este sentido, la RSC va más allá de comportarse como un “buen ciudadano” o mitigar los posibles impactos negativos de las organizaciones sobre la sociedad, incorporando las iniciativas concretas que generan beneficios para la empresa y su entorno o contexto en el que compiten. Como consecuencia, los efectos de la sociedad sobre la empresa y de la empresa sobre la sociedad, se unen para construir un valor compartido: “Cuando las prácticas de la cadena de valor y las inversiones en el contexto competitivo están completamente integradas, la RSC se hace difícil de distinguir del negocio del día a día de la compañía” (Porter y Kramer, 2006; p. 89).

Según este planteamiento, la RSC se integra en las diferentes fases del proceso estratégico empresarial convirtiéndose en un instrumento de generación de valor y herramienta de diferenciación y competitividad, cimentada en criterios de medio y largo plazo (Balaguer *et al.*, 2007).

Entre los autores que comenzaron a interesarse por una visión estratégica de la RSC destaca Andrews (1977), quien identificó la relación entre estrategias corporativas y las contribuciones de carácter no económico que la empresa intenta hacer a sus accionistas, empleados, clientes y comunidad, y Ansoff (1983), quien puso de manifiesto la necesidad de articular estrategias sociales por parte de las empresas. Como ya se ha señalado anteriormente, es en la década de los ochenta cuando muchos autores comienzan a contemplar la RSC como un proceso compatible con la rentabilidad económica de la empresa.

En esta misma línea, y como ya se ha apuntado en el apartado dedicado a los orígenes de la RSC, Freeman (1984) planteó el argumento de que la atención sistemática a los intereses de los distintos grupos es crítica para el éxito de la empresa, ya que incorporar sus demandas en las decisiones de la empresa podría generar activos intangibles valiosos porque podrían ser fuente de ventajas competitivas. En este sentido, los beneficios potenciales de una buena, han sido asociados en la literatura con el desarrollo de una apropiada relación con los distintos *stakeholders* (Choi y Wang, 2009; Roberts y Dowling, 2002; Hillman y Keim, 2001; Harrison y St. John, 1996).

Así, una buena relación con los clientes puede contribuir a crear una cartera de clientes más estable y comprometida con la organización y potenciar el valor de la marca (Clement, 2005). Una buena reputación puede ser asociada con una mayor calidad de los productos y servicios de la compañía, y los clientes pueden pagar un sobreprecio por sus productos (Shapiro, 1983).

También, una adecuada relación de las compañías con la comunidad y el gobierno, se considera como una base para la mejora de la competitividad de las empresas, ya que proporcionarán el apoyo y la infraestructura necesaria para el crecimiento de la compañía (Burke *et al.*, 1986; Prahalad y Hamel, 1994; Epstein y Widen, 2011).

Respecto a los empleados, las empresas que practican la RSC aparecen como más atractivas para los trabajadores, por ello tienen mayor capacidad para atraer y retener

los recursos humanos más competentes (Backhaus *et al.*, 2002; Johnson y Greening, 1999; McGuire *et al.* 1988). En este sentido, unas relaciones laborales positivas pueden facilitar un incremento de la productividad, una disminución de los abandonos y una disminución de los conflictos internos (Freeman, 1984; Colbert y Kurucz, 2007). En esta línea, el trabajo de Wirtz (1999) encuentra evidencia empírica del vínculo positivo entre la adopción de principios éticos en las relaciones con los empleados y la mejora de la productividad.

Desde el punto de vista de los inversores, también se justifica las facilidades de acceso al capital que han obtenido las compañías socialmente responsables (Hockerts y Moir, 2004). A este respecto, se ha observado que las empresas que revelan una mayor cantidad de información sobre RSC disfrutan de menores coste de capital (Dhaliwal, *et al.*, 2011) y resultan más atractivas para inversores institucionales y analistas que las empresas que no hacen pública este tipo de información (Ioannou y Serafeim, 2010). Por otro lado, según Archel *et al.* (2011) las proyecciones de los analistas para estas empresas son de mayor calidad y menos dispersas, favoreciendo el acceso al endeudamiento.

Por su parte, al mismo tiempo que se reduce el impacto negativo en el entorno, las prácticas ambientalmente responsables reducen el riesgo de accidentes, multas elevadas, e incluso la parada de la actividad (Rees, 1994). Existen estudios cuyos resultados apuntan a que las políticas medioambientales incrementan la eficiencia operativa, reduciendo los costes de los seguros, mejorando el aprendizaje y la innovación, y otros beneficios que superan los costes de implantar mejoras medioambientales (Hart y Ahuja, 1996; King y Lenox, 2002; Kurapatskie y Darnall, 2013). No obstante, también existe evidencia empírica en sentido contrario, si bien se trata de estudios a corto plazo (Ambec y Lanoie, 2007; Makni *et al.*, 2008).

La visión estratégica de la RSC ha ido adquiriendo cada vez más peso a lo largo del siglo XXI. Por ello, la Teoría de los *Stakeholders*, según Freeman *et al.* (2010), ha evolucionado para dar respuesta a tres problemas. En primer lugar, la manera en que se debe entender y gestionar un negocio para generar valor. En segundo lugar, para integrar la ética, la responsabilidad y la sostenibilidad en la perspectiva económica del

capitalismo y, por último, la manera en que los gestores actuales y futuros deben aprender a dirigir la empresa para alcanzar el éxito.

Por tanto, la compañía que decide canalizar sus recursos basándose en las preferencias de sus grupos de interés, puede conducir a construir recursos que son valorados, raros, inimitables y no sustituibles, y que por tanto contribuyen al éxito competitivo de la misma (Choi y Wang, 2009).

Tal y como afirma Smith (2003), no existe una estrategia genérica de RSC, ya que para desarrollar una estrategia adecuada es necesario entender la misión, valores y actividades principales de una empresa e identificar los grupos de interés sobre los que se tienen responsabilidades. Las diferentes características de estos factores provocan estrategias de RSC muy diferentes, incluso entre empresas muy similares. Además, los resultados obtenidos por las prácticas de RSC van a depender de cómo sean entendidas éstas por parte de los *stakeholders*, por lo que las percepciones de éstos se convierten en un elemento decisivo para la evaluación del resultado (Costa y Menichini, 2003).

Además de la Teoría de los *Stakeholders*, según Russo y Fouts (1997), el enfoque predominante en el estudio de la relación entre la RSC y la *performance* financiera es la Teoría de los Recursos y Capacidades, que presenta un enfoque estratégico basado en las propiedades y atributos internos de las empresas como herramienta de diferenciación y competitividad en el mercado. Así, diversos autores (Peloza, 2006; Pil y Holweg, 2003; Smith, 2003; Fernández *et al.*, 1998), identifican la reputación corporativa como una de las claves del éxito competitivo y la definen como la imagen que se va formando de la empresa a lo largo del tiempo por parte de los diferentes grupos de interés. Según Fombrun y Shanley (1990), uno de los elementos clave para generar una buena reputación corporativa es tener un adecuado comportamiento corporativo en materia de RSC.

Por tanto, la Responsabilidad Social Corporativa se identifica como un recurso a disposición de las empresas para conseguir una mayor reputación corporativa como fuente de ventajas competitivas sostenidas a largo plazo. (Porter, 1980; Barney, 1991).

Existen distintas clasificaciones y definiciones de los recursos y capacidades de las empresas en la literatura. Grant (1991) los define como los *inputs* que utiliza la empresa para desarrollar sus actividades, considerando la reputación como un recurso más junto a los recursos físicos, financieros, humanos, tecnológicos y organizacionales. Hall (1992) identifica la reputación como recurso intangible de la empresa junto con el conocimiento y la destaca como el activo más importante para los directivos por ser en gran medida responsable del éxito económico. También Teece *et al.* (1997) señalan que la reputación se fundamenta en la buena información que los clientes, proveedores y competidores tienen de la compañía, y en la capacidad que tiene ésta para adaptarse a sus necesidades.

Son numerosos los trabajos empíricos que han constatado los beneficios asociados con una buena reputación, entre los que destacan los de Fombrum y Shanley (1990), McGuire *et al.* (1990), Podolny (1993), Hart (1995), Litz (1996), Hillman y Keim (2001), McWilliams y Siegel (2001), Porter y Kramer (2002) y Verschoor (2003).

En cuanto a la vinculación del enfoque estratégico de RSC con la obtención de resultados financieros, autores como Boesso (2013) defienden la obtención de objetivos financieros tanto a corto como a medio plazo, ya que definen el enfoque estratégico como una combinación del enfoque descriptivo e instrumental. Sin embargo, autores como Porter y Kramer (2006) y Wang y Bansal (2012) entre otros, consideran el enfoque estratégico de la RSC como una orientación a largo plazo, no como meras acciones puntuales aisladas de la estrategia empresarial, en las que los inconvenientes como el coste monetario o los problemas de agencia entre propietarios y directivos podrían absorber sus beneficios o ventajas.

Esta es la visión que adopta la Comisión Europea cuando define la Responsabilidad Social como “la responsabilidad de las empresas por su impacto en la sociedad... a fin

de maximizar la creación de valor compartido para sus propietarios/accionistas y para las demás partes interesadas y la sociedad en sentido amplio... Con el fin de maximizar la creación de valor compartido, se anima a las empresas a adoptar un planteamiento estratégico a largo plazo sobre la RSE” (COM, 2011; pp: 7-8).

La responsabilidad social es un proceso dinámico que depende no solo de las acciones actuales, sino también de las pasadas. Por ello, la necesidad de plantear estudios de carácter longitudinal para el análisis de la relación entre la *performance* social y financiera es sugerida en la literatura desde finales de los años 90 (Murray y Vogel, 1997). Hasta entonces, la mayoría de los estudios son de corte transversal y algunos incluyen un periodo de retardo temporal de un año para analizar el efecto de la RSC en los resultados financieros posteriores (Peters y Mullen, 2009).

El estudio empírico que forma parte de este trabajo analiza la posible existencia de una relación positiva entre la *performance* social y financiera a largo plazo. La existencia de dicha relación se podría vincular a un enfoque descriptivo con la intención de obtener la legitimación de sus *stakeholders*. Si estos resultados se confirmasen a largo plazo se podrían relacionar con un enfoque estratégico de la RSC, mientras que si se identifica una relación tan sólo en el corto plazo, podría relacionarse con la adopción de un enfoque instrumental, basado en la consecución de objetivos puntuales.

En este sentido, existe evidencia empírica sobre los efectos acumulativos positivos de la RSC en la *performance* financiera (Peters y Mullen, 2009) para el periodo 1991-1996. Para ello, crean un índice acumulativo de la puntuación obtenida en el *rating* KLD para las 100 mejores empresas estadounidenses incluidas en la revista Fortune. También López *et al.* (2007) en el ámbito europeo encuentran que el vínculo negativo existente en los primeros años entre la *performance* social y financiera, pierde intensidad a medio y largo plazo.

2. MARCO EMPÍRICO DE LA RELACIÓN ENTRE LA *PERFORMANCE* SOCIAL Y LA *PERFORMANCE* FINANCIERA DE LA EMPRESA

Para estudiar la relación entre la *performance* social y financiera es necesario contar con indicadores de ambas magnitudes a partir de la información emitida o disponible sobre las mismas. Así, la *performance* financiera o evaluación de los resultados financieros, se realiza mediante el análisis de la eficiencia de la gestión empresarial, a partir de medidas contables y de mercado, tanto de rentabilidad como de riesgo (Balaguer *et al.*, 2007).

Para la medición de la *performance* financiera, la obtención de datos económico-financieros no plantea problemas, ya que, sea cual sea el indicador elegido, ésta información se incluye dentro de la información financiera tradicional exigida de forma periódica por organismos reguladores y supervisores de los mercados de capitales.

Sin embargo, no es una cuestión fácil la evaluación de los resultados de las actuaciones en materia de RSC o *performance* social, y aún menos encontrar una medida que recoja todas las dimensiones que puede abarcar la misma (Waddock y Graves, 1997). Como se ha apuntado anteriormente, la RSC es un concepto complejo y amplio que abarca múltiples aspectos y con un peso relativo distinto en función del sector en el que la empresa desarrolle su actividad. De ahí que las medidas de la *performance* social sean heterogéneas y no cuenten con consenso (Balaguer *et al.*, 2007).

En este sentido, no existe una única metodología de evaluación, sino que existen una pluralidad de indicadores, todos ellos parciales (De la Cuesta, 2005). De hecho, la heterogeneidad en la medición del grado de realización de objetivos sociales, ha sido una de las causas señaladas en la literatura como responsable de que los resultados obtenidos sobre esta relación no sean concluyentes (Wood, 2010).

2.1. Medidas de *performance* social de la empresa

A nivel teórico, como se ha señalado anteriormente, Carroll fue el primero en proporcionar un modelo de *performance* social, argumentando que la “responsabilidad” no es medible; de ahí que la sustituyese por el término *performance* para hacerla operativa. Desde entonces, la *performance* social corporativa ha sido desarrollada de dos maneras diferentes, dando lugar a dos modelos que son considerados por algunos autores como modelos alternativos (modelo *CSP* y modelo *Stakeholder*), y complementarios por otros (Wood, 2010). La primera de estas definiciones es como un constructo o variable multidimensional que abarca los esfuerzos de las compañías para cumplir con los distintos tipos de responsabilidades (Carroll, 1979; 1999) o que incluye los principios, procesos y resultados sociales (Wartick y Cochran, 1985; Wood 1991). La otra forma de definirla es como una medida de respuesta a las necesidades de sus *stakeholders* (Clarkson, 1995; Campbell, 2007), influenciada por la Teoría de los *Stakeholders*.

Además, como se ha apuntado en la introducción de este trabajo, a pesar de los esfuerzos a nivel teórico por desarrollar el concepto *performance* social, en la literatura empírica se hace referencia indistintamente a los términos Responsabilidad Social Corporativa y Comportamiento Socialmente Responsable como sinónimos de la *performance* social corporativa (Margolis *et al.*, 2007).

Estas diferencias teóricas en la definición de la *performance* social corporativa son la causa de que las medidas empleadas en la literatura empírica sean heterogéneas y no cuenten con consenso. Así, se emplean tanto medidas individuales o específicas, como control de la polución o aportaciones filantrópicas, como medidas multidimensionales, como el *rating* KLD que evalúa a las compañías en función de distintas variables relacionadas con la atención a sus grupos de interés, y que pueden incluir una o varias medidas de principios, procesos y resultados sociales (Wood, 2010).

Por todo ello, las medidas de *performance* social han generado una de las mayores controversias en la investigación empírica en este campo, y todavía sigue abierto el debate sobre si es más apropiado definirla como una variable multidimensional o como una variable específica (Marom, 2006). En este sentido, hay autores que afirman que tomar una medida multidimensional no asegura que abarque todos sus componentes o dimensiones con precisión (Wood, 2010). A este respecto, ratings como el KLD han sido criticados por su falta de sentido teórico y metodológico (Mahon y Wartick, 2012), ya que puede ocurrir que una compañía que obtenga una alta puntuación porque consiga un excelente resultado en alguna dimensión, o que sea baja la puntuación de una compañía que no cause daños pero que no destaque por sus “buenas prácticas”. Además, la literatura también sugiere que podría ser inadecuado emplear una medida universal de la RSC; por un lado, simplificaría en exceso la complejidad del constructo y, por otro lado, implicaría que el período, el sector y las variables contextuales no marcan una diferencia al respecto (Rowley y Berman, 2000; Simpson y Kohers, 2002; Van Beurden y Gössling, 2008). Por ello, se considera necesario medir la RSC en un contexto operativo concreto (Gómez, 2008; Mishra y Suar, 2010).

2.1.1. La Auditoría Social: normalización y certificación

De acuerdo con De la Cuesta y Valor (2003), para poder concluir que una empresa es socialmente responsable hay que someterla a un proceso de auditoría social. De manera análoga a la auditoría de calidad, la auditoría social pasa por dos fases: la normalización que consiste en la elaboración y aplicación de normas que aseguran la RSC y la certificación que es el proceso por el que una agencia independiente garantiza que la empresa está sujeta a la norma o estándar. La certificación, en el caso de la RSC, recibe la denominación de *screening o rating* social. Sin embargo, como se especifica más adelante, la investigación empírica emplea como medidas de *performance* social tanto medidas de evaluación realizada por terceros como la información publicada por la propia compañía.

De las dos fases de la auditoría social, la normalización ha sido la más desarrollada con más de 230 normas o principios RSC relativos a la formalización de estrategias

RSC, a su implementación, y a modelos de comunicación de sus resultados a través de los informes de sostenibilidad.

Las principales iniciativas existentes sobre RSC¹⁸, recogidas en el Cuadro 1, pueden dividirse en dos grandes grupos: generales y específicas o sectoriales, según si comprenden todas las dimensiones de la RSC o se concentran en una dimensión y/o en un sector.

¹⁸ Véase Anexo 1 dedicado al desarrollo de las principales iniciativas sobre RSC.

Cuadro 1: Principales normas, guías y estándares de RSC¹⁹

Generales	- <i>Accountability 1000, AA1000AS y AA1000SES</i>
	- <i>Caux Round Table Principles</i>
	- <u>ISO 26000</u>
	- <i>Global Reporting Initiative (GRI)</i>
	- <i>Global Sullivan Principles</i>
	- <u><i>OECD Guidelines for Multinational Enterprises</i></u>
	- <u>Pacto Mundial de las Naciones Unidas</u>
	- Objetivos del milenio
	- Libro Verde de la Unión Europea
	- Estrategia renovada de la Unión Europea para 2011-2014 sobre la responsabilidad social de las empresas
	- SGE 21(Sistema de Gestión Ética)
	- IQNet SR10 (Sistema de Gestión Responsable)
	Sectoriales
- <i>Clean Clothes Campaign Code of Labor Practices</i> (relaciones laborales en el sector textil)	
- <i>International Labour Organisation: Tripartite Declaration of Principles concerning Multinational Enterprises and Social Policy</i> (relaciones laborales)	
- <i>ICFTU Basic Code of Labour Practice</i> (relaciones laborales)	
- ISO 14001(medio ambiente)	
- <i>Investors in People</i> (relaciones laborales)	
- OHSAS 18001 (riesgos laborales)	
- SA 8000 (relaciones laborales)	
- Los principios de Ecuador (sector financiero)	
- Iniciativa Financiera PNUMA (sector financiero)	
- Los principios CERES (medio ambiente)	

Fuente: Elaboración propia a partir de De la Cuesta y Valor (2003)

La falta de principios y normas homogéneos que debe aplicar una empresa para ser considerada socialmente responsable es debida a la gran cantidad de estándares y metodologías de evaluación existentes y a los particulares intereses de las entidades que los han desarrollado (Nieto y Fernández, 2004).

En cuanto a la segunda fase del proceso de auditoría social, la certificación, y de acuerdo con De la Cuesta y Valor (2003), se pueden distinguir dos tendencias.

¹⁹ Las iniciativas subrayadas son las que marca la Comisión Europea como marco de referencia básico (COM, 2011 (681 final)).

1. Las organizaciones que han previsto un proceso de certificación para reconocer el cumplimiento de su respectiva norma de RSC. Se trata de normas de RSC que requieren la verificación de los resultados por parte de certificadoras independientes. Es el caso de estas tres normas específicas de RSC: la SA8000 sobre relaciones laborales, la ISO 14001 relativa al medio ambiente, y la OHSAS 18001 de prevención de riesgos laborales.

A nivel internacional, la única norma de certificación de la información sobre responsabilidad social es la AA1000AS (2008) de *Accountability*²⁰ que verifica tres principios: la materialidad y relevancia de los aspectos sobre los que se informa, la integridad de la información contenida en el informe y la capacidad de respuesta a los requerimientos de sus grupos de interés.

En España, aunque no existen normas propias de aseguramiento o certificación como ocurre en países como Holanda, Alemania o Suecia, desde el Instituto de Censores Jurados de Cuentas (ICJC) se publicó en 2008 la “Guía de actuación sobre trabajos de revisión de informes de Responsabilidad Corporativa”.

Es importante señalar que existen sistemas de validación que consisten en confirmar si la información proporcionada se adecua a los indicadores propuestos por la norma, es decir, si cumple con el modelo propuesto, sin valorar la fiabilidad de la información proporcionada. Éste es el caso de la guía GRI (*Global Reporting Initiative*). Por tanto, hay que distinguir entre la validación de la información y la certificación o auditoría como proceso de aseguramiento de la información.

No obstante, las normas de verificación o certificación continúan evolucionando a medida que aumentan las exigencias de veracidad y credibilidad de la información publicada por las empresas. Así, en algunos países, la norma ISAE3000 del IAASB (*Internacional Auditing and Assurance Standards Board*)²¹ se considera una norma de

²⁰ Organización sin ánimo de lucro que promueve innovaciones en la rendición de cuentas para el desarrollo sostenible (<http://www.accountability21.net>). Consultado el 27 de marzo de 2014.

²¹ Consejo de normas internacionales de auditoría y aseguramiento (<http://www.ifac.org/iaasb>).

verificación específica para informes de responsabilidad corporativa, ya que recoge los principios y procedimientos esenciales para realizar una auditoría no financiera.

En cuanto a la implantación de sistemas de gestión socialmente responsables, existen dos normas certificables de gran relevancia. La SGE 21 “Sistema de Gestión Ética y Socialmente Responsable” de Forética y la IQNet SR10 “Sistemas de Gestión de Responsabilidad Social” de IQNet²².

También hay que destacar en el ámbito de la gestión de la RSC, aunque no se trate de una norma de certificación, la Norma ISO 26000 de la Organización Internacional de Normalización (ISO) que proporciona una guía sobre los principios básicos de RSC y la integración de los mismos en las estrategias y procesos de las empresas, con el objetivo de favorecer la armonización a nivel mundial sobre la RSC.

2. Las agencias independientes de sostenibilidad²³, que contrastan la información facilitada por la empresa recurriendo a terceros como ONGs, asociaciones de defensa del consumidor y sindicatos, y ofrecen sus resultados en forma de bases de datos, *ratings*, *rankings* e índices socialmente responsables.

Como consecuencia del desarrollo de la ISR, surge la necesidad de valorar y calificar el comportamiento socialmente responsable de las empresas, lo cual da lugar a la aparición de una gran cantidad de agencias de análisis de sostenibilidad social que realizan una actividad análoga a las agencias de calificación financiera (*rating crediticio*) pero centrando su análisis en los impactos sociales y medioambientales.

Las bases de datos constituyen una fuente de información de los resultados de la evaluación realizada por las agencias de sostenibilidad. Es el caso de la base de datos ofrecida por la agencia ASSET4 que informa sobre aspectos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo sobre más de 2.300 empresas, y de *Sustainalytics Global Platform*, base de la agencia Sustainalytics con datos de más de 3.500

²² IQNet es una entidad certificadora de ámbito internacional, que agrupa a más de 30 de los principales organismos certificadores de diferentes países, entre ellos AENOR (España).

²³ Ver Anexo 2 dedicado a las principales agencias de calificación ética e índices bursátiles.

compañías. La diferencia de las bases de datos frente al resto de indicadores es que en éstas, es el cliente es quien determina los criterios para seleccionar su cartera o inversión, de manera que se personaliza la búsqueda y la agencia no valora si una empresa es o no socialmente responsable.

Además de las bases de datos, las agencias también comunican sus resultados en forma de *ratings*, de *rankings* y de índices bursátiles. El *rating* pretende calificar o evaluar a las empresas o fondos de inversión en función de distintos criterios de RSC. Estas puntuaciones suelen ser una combinación de letras y signos tales como AA+, mientras que el *ranking* consiste en una lista ordenada de mejor a peor fondo de inversión o empresa.

Para realizar esta tarea de calificación, las agencias reúnen y analizan toda la información corporativa de bases de datos externas, memorias e informes de sostenibilidad, e incluso de cuestionarios remitidos a las empresas. Se trata de información relativa a gestión de recursos humanos, relación con clientes, proveedores y contratistas, gestión del impacto medioambiental, gobierno corporativo,... Estos datos son traducidos por la agencia en resultados medibles. Así, cada agencia utiliza unos criterios propios para evaluar las dimensiones de responsabilidad social de la empresa y asigna a cada dimensión, una puntuación. Sobre las calificaciones obtenidas se elaboran los informes de *rating*, y en base a ellos, los inversores elaboran sus carteras.

Por último, los índices sociales o éticos, son índices bursátiles a los que se les ha aplicado algún tipo de filtro ético determinado por la agencia que elabora el índice. Por tanto, las agencias de sostenibilidad además de actuar como consultoras de las gestoras de fondos, colaboran con los grandes proveedores de índices bursátiles como FTSE o Dow Jones.

Los índices bursátiles permiten seguir la evolución de los precios de los títulos de las compañías más representativas de un mercado bursátil, y en el caso de los índices socialmente responsables, del mercado de la Inversión Socialmente Responsable.

Además, estos índices responsables son utilizados por los gestores de fondos como referencia (*benchmark*) de la rentabilidad mínima que deberían generar sus carteras, y sirven de subyacente para productos derivados y estructurados. En España, el primer fondo cotizado (*EFT*)²⁴ que empleó el índice ético FTS4Good IBEX, índice responsable para el mercado español, fue lanzado por el BBVA en septiembre de 2008.

Los índices socialmente responsables más importantes a nivel mundial son: el KLD Domini 400 Social Index, que fue el primero en lanzarse al mercado en el año 1990, el Dow Jones Sustainability Index Group y el FTSE4Good Index Series. Otros índices menos conocidos son: el Calvert Social Index, Ethibel Sustainability Index, Ethical Index Management System, la familia de índices ASPI (ARESE Sustainable Performance Indices) o el Citizens Index.

Entre los trabajos que se han basado en los índices bursátiles de RSC para el análisis de la relación entre resultados sociales y financieros, destacan los trabajos basados en el *Dow Jones Sustainability Index* de Moneva y Ortas (2008), López *et al.* (2007), y Kurapatskie y Darnall (2013). El índice FTSE4Good se ha analizado en la investigación de dicha relación en los trabajos de Chih *et al.* (2008), Curran y Moran (2007), Knox *et al.* (2005) y Charlo y Moya (2010).

2.1.2. Principales medidas de *performance* social empleadas en la investigación empírica

A partir de los trabajos de Griffin y Mahon (1997), Orlitzky *et al.* (2003) y Van Beurden y Gössling (2008) se identifican las principales medidas de *performance* social de la empresa empleadas en la literatura empírica. Estas se pueden agrupar en tres grandes categorías: los índices de reputación, la evaluación por terceros de la RSC, donde se incluyen las auditorías sociales, así como la evaluación directa a través de cuestionarios a empleados y directivos, y el análisis de los resultados sociales publicados por las compañías.

²⁴ *Exchange Trade Fund*: Fondos de inversión cotizados.

Entre los indicadores o índices de reputación destaca el publicado por la revista *Fortune*²⁵, que se basa en la opinión de los analistas financieros y los gestores externos a la empresa, los cuales califican las diez empresas de mayor tamaño de su sector en base a ocho atributos de reputación, usando una escala de cero (pobre) a diez (excelente). Estos resultados son posteriormente combinados para generar un índice de reputación corporativa global. Son numerosos los trabajos que contemplan esta medida de *performance* social (Spencer y Taylor, 1987; McGuire *et al.*, 1988; Griffin y Mahon, 1997; Stanwick y Stanwick, 1998; Brown y Perry, 1994; Antunovich *et al.*, 2000; Anderson y Smith, 2006, entre otros).

La principal crítica que ha recibido el índice *Fortune* es la alta correlación existente entre la puntuación global obtenida y los atributos individuales usados para obtener dicha puntuación global, que ponen de manifiesto que la percepción general de la firma y su imagen pueden ser los determinantes de la posición de la compañía en este índice, más que su comportamiento o las acciones llevadas a cabo por la misma (Fryxell y Wang, 1994; Carroll, 1991; Wokutch y Spencer, 1987).

En España, existe un índice de reputación elaborado por MERCO (Monitor Español de Reputación Corporativa) que desde el año 2001, publica anualmente un *ranking* de las 100 mejores empresas valoradas por sus *stakeholders*.

En cuanto a la evaluación realizada por terceros, destacan las siguientes: el *rating* KLD, el Inventario de Residuos Tóxicos (*TRI*) de EE.UU., el ranking de compañías records de control de la polución del Consejo de Prioridades Económicas (*Council on Economic Priorities* CEP) y el Directorio de empresas Filantrópicas.

El *rating* KLD²⁶, elaborado por *Kinder, Lydeberg, Domini & Company* desde el año 1991, parte de la identificación de ocho dimensiones de RSC: responsabilidad en el producto, relaciones con la comunidad, protección del entorno, mujeres y grupos minoritarios, relaciones entre trabajadores, implicación de la energía atómica, relaciones con la industria militar, e interés por la igualdad en África del Sur.

²⁵ <http://www.fortune.com> (Consultado en abril de 2013).

²⁶ <http://www.kld.com> (Consultado en febrero de 2013).

A partir de estas dimensiones, se evalúa anualmente el comportamiento de la empresa en cada una de ellas para obtener un valor numérico final representativo de la RSC de la compañía. Las cinco primeras dimensiones son evaluadas en una escala de cuatro puntos, desde mayor fuerza a mayor debilidad, y las tres últimas en una escala dicotómica: menor debilidad o mayor debilidad.

La principal crítica que ha recibido el índice *KLD* es la falta de un sistema de ponderación de las dimensiones, de manera que todos los atributos son tratados con la misma importancia (Graves y Waddock, 1994). Este inconveniente podría solventarse ponderando en función de la importancia relativa que les asigna un determinado grupo de *stakeholders* (Ruf *et al.*, 2001).

Entre las investigaciones que utilizan dicho indicador se encuentran los trabajos de Thomas y Simerly (1994), Graves y Waddock (1994), Griffin y Mahon (1997), Stanwick y Stanwick (1998), McWilliams y Siegel (2000), Greening y Turban (2000), Ruf *et al.* (2001), Coombs and Gilley (2005), Nelling y Webb (2009), y Peters y Mullen (2009).

En cuanto al Inventario de Residuos Tóxicos (*TRI*)²⁷, ha sido principalmente utilizado por el gobierno de EE.UU. y por los grupos de interés para medir y controlar las cantidades de residuos vertidas sobre el medioambiente (Jones, 1990). Entre los trabajos que la emplean se encuentran los de Hamilton *et al.* (1993), Hamilton (1995), Konar y Cohen (1997 y 2001) y King y Lenox (2002).

Las limitaciones del empleo del *TRI* fueron señaladas por Griffin (1996) y Logsdon (1995), destacando que los investigadores que la emplean estudian uno o unos pocos sectores industriales, lo cual limita el alcance de las conclusiones obtenidas, pero al mismo tiempo posibilita el estudio de sectores específicos.

También relacionada con aspectos medioambientales se encuentra el Ranking de Compañías Records en el Control de la Polución del Consejo de Prioridades Económicas (*Council on Economic Priorities CEP*). Destacan los trabajos de Spicer (1978), Chen y Metcalf (1980), Blackburn *et al.* (1994) y Gelb y Strawser (2001).

²⁷ <http://www.epa.gov/TRI/> (Consultado en abril de 2013).

Otra medida cuantitativa de la RSC utilizada en la investigación empírica es la que analiza la Filantropía Corporativa. En concreto, el *Corporate 500 Directory of Corporate Philanthropy*. Este estudio se centra en analizar las actividades corporativas filantrópicas de las grandes empresas y realiza una comparación entre ellas. Además, evalúa la dificultad encontrada en la obtención de financiación por parte de las firmas, y proporciona una lista de las diferentes actividades y las áreas geográficas donde son llevadas a cabo. Todo ello permite elaborar un “índice de generosidad de las empresas”. Ejemplos de trabajos que recogen esta medida de *performance* social son Fombrum y Shanley (1990) y Williams (2003).

A estas medidas cabe añadir la clasificación de las 100 mejores empresas ciudadanas que realiza la revista *Business Ethics*, a partir de la rentabilidad obtenida en los tres últimos años y de seis medidas sociales: relación con los consumidores, empleados, comunidad, medio ambiente, minorías y *stakeholders* situados fuera de EEUU. Esta base de datos es utilizada en los trabajos de Murphy y Verschoor (2002) y Brammer *et al.* (2009), y Peters y Mullen (2009).

La tercera medida de *performance* social empleada frecuentemente en la investigación empírica es la información publicada por las empresas en sus informes de sostenibilidad. Destacan los trabajos de Wolfe (1991), Freedman y Stagliano (1991), Blacconiere y Patten (1994), Kurapatskie y Darnall (2013). En el caso español, estudios que emplean esta información son Moneva *et al.* (2001) para el sector industrial, De la Cuesta *et al.* (2006) y Moneva y Ortas (2008) para el sector financiero y Ortas y Moseñe (2011) para el sector energético.

También en el ámbito de las empresas no cotizadas españolas, Prado *et al.* (2008) y Godos *et al.* (2012) contemplan la publicación de memorias de sostenibilidad como uno de los cinco ítems empleados en la construcción de un indicador de las prácticas de RSC. Posteriormente, Miralles *et al.* (2012) también emplean este tipo de información para el análisis de la *performance* bursátil de empresas responsables españolas.

El estudio empírico que forma parte de este trabajo se basa en un índice bursátil de responsabilidad social, el FTSE4Good IBEX, que es el único índice responsable existente en el mercado español. Por tanto, son los criterios de selección para la inclusión de las compañías en dicho índice, los que determinan las medidas de evaluación del comportamiento responsable o medidas de *performance* social.

La existencia de un índice sostenible para las empresas cotizadas españolas permite conocer las empresas calificadas como responsables en el mercado bursátil español. A este respecto, como se ha señalado anteriormente, la literatura sugiere la necesidad de definir la RSC en un contexto operativo concreto evitando el empleo de medidas universales de esta variable (Simpson y Kohers, 2002; Van Beurden y Gössling, 2008; Mishra y Suar, 2010; Gómez, 2008).

El índice FTSE4Good IBEX de Bolsas y Mercados españoles se creó en abril de 2008 y pertenece a la familia de índices FTSE4Good del grupo FTSE (*Financial Times Stock Exchange*). La serie de índices FTSE4Good, fue creada en 2001 con la colaboración de UNICEF, el fondo de la ONU para la infancia, y emplea información que provee EIRIS²⁸, *Ethical Investment Research Service* (servicio de investigación de inversión ética) y para el caso del índice español, de su socio ECODES²⁹ (Fundación Ecología y Desarrollo). Actualmente cubre cinco mercados: FTSE4Good Global Index, para empresas de todo el mundo; el FTSE4Good USA Index, para empresas norteamericanas; el FTSE4Good Europe Index, para el mercado europeo; el FTSE4Good Japan Index, para empresas japonesas, y el FTSE4Good IBEX, para el mercado español.

El sistema de selección del FTSE4Good se basa tanto en criterios negativos o de exclusión, como en criterios positivos o de inclusión para asegurar el cumplimiento de estándares sociales y medioambientales, así como en el diálogo de los inversores con

²⁸ EIRIS es una organización fundada por entidades religiosas y caritativas para investigar las políticas sociales, éticas y medioambientales de las empresas, y los avances que éstas realizan.

²⁹ ECODES es una fundación dedicada a la investigación y el análisis de la sostenibilidad de las compañías españolas presentes en los principales índices bursátiles.

la empresa y el ejercicio de los derechos de voto para alentar a las compañías a la mejora de su rendimiento medioambiental o social.

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

Los criterios se someten a un proceso de estudio en el que intervienen los grupos de interés, expertos en medio ambiente y responsabilidad corporativa, la comunidad inversora, el sector empresarial, órganos de gobierno y ONGs. El índice, además, es supervisado por un órgano de gobierno independiente (*FTSE4Good Policy Comitee*), compuesto por destacados profesionales en el área de la Inversión Socialmente Responsable y por expertos en los principios y criterios utilizados para identificar cuáles son las entidades socialmente responsables que formarán parte del índice. Esta revisión es llevada a cabo semestralmente en marzo y septiembre.

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

2.2. Medidas de *performance* financiera: medidas contables y de mercado

A partir de la revisión de literatura de Griffin y Mahon (1997) y Van Beurden y Gössling (2008), se identifican dos grandes grupos de medidas de la *performance* financiera: medidas basadas en el mercado y medidas contables.

Entre las medidas de mercado más utilizadas se encuentran el Precio de la acción, el Ratio Precio Valor Contable de la acción, el coeficiente Alfa, el coeficiente Beta, y la Q de Tobin (Hamilton *et al.*, 1993; Guerard, 1997 a y b; Brammer *et al.*, 2006 y 2009; Anderson y Smith, 2006; Makni, 2009).

En cuanto a las medidas contables, destacan medidas de crecimiento como el tamaño, y medidas de rentabilidad: del activo (ROA), de los fondos propios (ROE), de las ventas (ROS), y el Beneficio por acción (Herremans *et al.*, 1993; Griffin y Mahon, 1997; Orlitzky *et al.*, 2003; Nelling y Webb, 2009).

Según Margolis y Walsh (2001), sin una teoría causal definida en la relación entre *performance* social y financiera, el enfoque más prudente es usar ambos tipos de medidas en la investigación de dicha relación, si bien tanto las medidas contables como las de mercado están sujetas a críticas.

En este sentido, McGuire *et al.* (1988) y Wu (2006) afirman que las medidas contables, especialmente la rentabilidad del activo, son en general mejores indicadores de la *performance* financiera que las medidas de mercado, aunque también señalan que, con carácter general, las medidas de mercado están menos sujetas a sesgos por manipulaciones de gestión. Por otro lado, las medidas de mercado pueden recoger información sobre el resultado financiero actual y sobre las expectativas de rentabilidad futura, pero también pueden estar influenciadas por otros factores macroeconómicos (Griffin y Mahon, 1997; Simpson y Kohers, 2002; Van Beurden y Gössling, 2008). Entre los trabajos que emplean ambas medidas se encuentran los de Pava y Krausz (1996), Balabanis *et al.* (1998), Graves y Waddock (1999), Dowell *et al.* (2000), Seifert *et al.* (2003), Makni *et al.* (2009), y García-Castro *et al.* (2010), entre otros.

Por otra parte, también se ha reconocido la idoneidad en la literatura previa de utilizar más de una medida de desempeño empresarial a la hora de analizar la relación RSC-resultado financiero, ya que existen estudios (McGuire *et al.*, 1988; Waddock y Graves, 1997) que encuentran resultados distintos en función de la variable empleada (Peters y Mullen, 2009).

Las medidas de *performance* financiera más utilizadas en la literatura se presentan en el Cuadro 2, realizado a partir de los trabajos de revisión de Griffin y Mahon (1997), Orlitzky *et al.* (2003), y Van Beurden y Gössling (2008).

Cuadro 2: Medidas de *performance* financiera

Variables más utilizadas		
Medidas contables	Rentabilidad	Rentabilidad de los Fondos Propios (ROE): BAI/ Fondos Propios. Rentabilidad de las ventas (ROS): BAI/Ventas. Rentabilidad de la inversión (ROI). Beneficio por acción: BAI/ número de acciones.
	Utilización de activos	Rentabilidad del activo (ROA) ³⁰ : B° Neto/Activo.
	Crecimiento	Tamaño: <ul style="list-style-type: none"> • Media de los últimos años del activo total o del logaritmo del activo total. • % de variación en ventas • % de variación en media empleados Media del ROA de 2, 3, 4 ó 5 años. Media del ROE de 5 años.
	Liquidez	Test Ácido. Cambios en <i>Cash-Flow</i> .
	Otros	Propiedad: % propiedad local o institucional. Nivel de publicidad. Diversificación: Gastos I+D. Endeudamiento.
Medidas de mercado	Rentabilidad/Riesgo	Exceso de valoración del mercado/Rentabilidades anormales ³¹ . Beta ³² . Alfa ³³ . Precio de la acción. Dividendos por acción. Ratio Precio Valor Contable ³⁴ . Q de Tobin ³⁵ .

Fuente: Elaboración propia a partir de Griffin y Mahon (1997), Orlitzky *et al.* (2003), y Van Beurden y Gössling (2008).

³⁰ Se corresponde con el ROI, denominación o nomenclatura más internacional (Martinez *et al.*, 2013).

³¹ El exceso de valoración de mercado se define como el cociente entre el Valor de Mercado de los Fondos Propios más el Valor Contable de la Deuda Total menos el Valor Contable del Activo Total, y las Ventas. Las rentabilidades anormales son medidas por el Alfa de Jensen (1965).

³² Medida del riesgo sistemático o riesgo asociado al mercado. Mide la sensibilidad del rendimiento de la acción o cartera ante variaciones en el rendimiento del mercado.

³³ Rentabilidad de la acción o cartera ajustada al riesgo. Es el exceso de rentabilidad de un título o cartera sobre la rentabilidad del mercado o rentabilidad esperada. La rentabilidad esperada es la que corresponde al riesgo sistemático asumido.

³⁴ Cociente entre la Cotización y los Recursos Propios.

³⁵ Cociente entre el valor de Capitalización más el valor de las Deudas y el valor total del Activo.

La existencia de numerosas y variadas formas de cuantificar la *performance* financiera se constata en la revisión de 51 trabajos realizada por Griffin y Mahon (1997). En ella identifican más de 80 medidas distintas utilizadas que son agrupadas en seis categorías: rentabilidad (11 medidas), utilización del activo (7), crecimiento (13), liquidez (6), medidas de rentabilidad/riesgo de mercado (12), y otras (31).

De ellas, el 70% han sido utilizadas solamente una vez, lo cual pone de manifiesto que para la mayoría de las medidas financieras es imposible realizar controles válidos o en los que poder confiar (Griffin y Mahon, 1997). En esta línea, Margolis y Walsh (2001) también identifican más de 70 medidas distintas que son utilizadas en 122 trabajos.

Además, existen estudios como el realizado por Orlitzky *et al.* (2003) que junto a las variables de mercado y contables, identifican medidas de percepción de cuestiones financieras a través de encuestas, como por ejemplo la estimación del uso racional de los activos por parte de la compañía, la solidez de la posición financiera, así como el logro de los objetivos financieros.

También hay que destacar la revisión de literatura realizada por Van Beurden y Gössling (2008), un meta-análisis de 34 estudios sobre la relación entre resultados sociales y financieros a partir de los años 90, en la que se identifican 14 trabajos que utilizan medidas de mercado, otros 14 medidas contables, y 6 trabajos combinan ambas medidas en su investigación.

Además, es importante señalar que en el estudio de la relación entre la *performance* social y financiera también se incluye el estudio de variables que son consideradas por su posible influencia en la relación ó por tratarse de aspectos que pueden estar relacionados con una o ambas *performance*. Entre ellas destacan el tamaño, el sector, el riesgo de mercado o coeficiente beta, el riesgo financiero o endeudamiento, y la inversión en I+D (Van Beurden y Gössling, 2008; Margolis y Walsh, 2007).

En relación con el tamaño de la compañía, se ha estudiado en numerosas investigaciones como variable relacionada con la *performance* financiera o social, y

como variable de control, por su posible influencia en la relación (Moore, 2001). En esta línea, Pava y Krausz (1996) encontraron que las empresas más responsables socialmente eran un diez por ciento mayores que un grupo de control formado por empresas no responsables. También Stanwick y Stanwick (1998) constataron una relación positiva entre el tamaño y la *performance* social.

En la investigación sobre la relación entre la *performance* social y financiera y la posible influencia que ejerce en la misma el tamaño de la firma, destaca el trabajo de Orlitzky y Benjamin (2001), un meta-análisis de 41 trabajos, que concluye que las grandes empresas tienen un comportamiento más responsable que las pequeñas empresas, y que la correlación positiva entre la *performance* financiera y social se mantiene cuando el tamaño es controlado. Moore (2001) también constató una mayor responsabilidad social en empresas con más antigüedad y mayor tamaño, y argumentó que las empresas de mayor tamaño son más susceptibles de sufrir daños en su reputación si no llevan a cabo medidas de responsabilidad social. Más recientemente, Nelling y Webb (2009), y Arora y Dharwadkar (2011) obtienen los mismos resultados.

En esta misma línea, el trabajo de Agudo *et al.* (2012), que proponen un modelo para evaluar la *performance* social de una muestra de 416 empresas españolas a partir de las percepciones de los directivos, encuentran una relación positiva entre el tamaño de la firma y el nivel de *performance* social. Así, las empresas que obtienen unos mejores resultados sociales son mayoritariamente empresas de tamaño medio y grande. Sin embargo, las empresas con una baja *performance* social son en su mayoría empresas pequeñas y microempresas. Este trabajo también relaciona la *performance* social con otros aspectos como la distribución por sectores, criterio que no marca diferencias entre empresas con altas, medias y bajas puntuaciones en RSC, el grado de familiarización con la RSC, el cual muestra que las empresas más responsables están más familiarizadas con la RSC y por último, la presión de los *stakeholders*. En este sentido, la mayoría de las empresas perciben muy poca presión de sus grupos de interés. No obstante, la mayoría de las compañías que perciben esta presión presentan una alta *performance* social.

Por tanto, queda patente la asociación positiva entre el tamaño y la *performance* social en numerosos estudios empíricos, que es argumentada en base a la mayor exposición de las grandes compañías a la opinión pública y su mayor impacto en la vida socioeconómica de sus entornos, al volumen más elevado de recursos al que pueden tener acceso, y a la necesidad de una mayor respuesta a las necesidades de sus *stakeholders* (Hillman y Keim, 2001).

No obstante, existen trabajos como el de Udayasankar (2008) que defiende que las empresas pequeñas también pueden estar más motivadas a adoptar iniciativas en el campo de la RSC ya que su poca visibilidad hace que sea mayor la utilidad marginal que obtienen de mejorar su reputación, y por otro, pueden plantear la RSC como un medio para conseguir recursos financieros, ya que estas empresas tienen un acceso más restringido a los mismos.

Por otra parte, también existen estudios que concluyen que el tamaño está relacionado positivamente con la *performance* financiera (Dunne y Hughes, 1994; Ruf *et al.*, 2001; Goll y Rasheed, 2004; Seifert *et al.*, 2004; Jo y Harjoto 2011). En este sentido, las grandes empresas pueden obtener un mayor poder de mercado, a través de la generación de economías de escala, y obtener financiación más fácilmente (Leech y Leahy, 1991). Sin embargo, la literatura empírica no es concluyente al respecto, ya que también existen estudios que aportan evidencia de una relación de signo negativo (Donker *et al.*, 2008; García-Castro *et al.*, 2010).

En relación al sector de actividad al que pertenece la empresa, las diferencias derivadas de la intensidad de la mano de obra, los requerimientos de capital, el potencial de generación de residuos, también pueden influir en el desarrollo de prácticas de RSC (Herremans *et al.*, 1993; Graves y Waddock, 1994; Seifert *et al.*, 2004; Reverte, 2009). Así, mientras que las empresas industriales están obligadas por ley y por los *stakeholders* a considerar en su proceso productivo los aspectos sociales y medioambientales, las empresas de servicios reciben una menor presión en este sentido. Sin embargo, existen trabajos que han observado que la *performance* social es mayor en empresas de servicios como entidades financieras, que en industrias

manufactureras pesadas (Ruf *et al.*, 2001; Moore, 2001). Por otro lado, estudios que confirman la influencia del sector en la relación entre la *performance* social y financiera son Waddock y Graves (1997) y Brammer *et al.* (2006).

De todos los estudios empíricos que analizan Griffin y Mahon (1997), 51 trabajos desde 1981, tan solo hay tres que se centren en un sector concreto y los tres se limitan a estudiar la reacción de los precios en bolsa ante las actuaciones irresponsables de las empresas. El resto de trabajos se basan en estudios de corte transversal que seleccionan población de diferentes sectores. Ello, a pesar de la existencia de sugerencias anteriores sobre la necesidad de realizar el análisis de la relación en sectores específicos (Carroll, 1979; Wokutch y Spencer, 1987), ya que los estudios multi-sector pueden enmascarar diferencias en la medición de la *performance* financiera y social, basadas en el contexto específico de cada sector.

Cada sector industrial presenta características únicas en las competencias internas o en las presiones externas recibidas, de manera que las cuestiones sociales que son de interés difieren de una industria a otra (Holmes, 1977; Ingram, 1978). En este sentido, según Carroll (1979), los estudios basados en un único sector, nos permiten comprobar si las mismas cuestiones sociales son tratadas de forma similar.

En esta misma línea, Wood y Jones (1995) indican que los estudios multi-sectoriales sirven para confundir la particular relación existente entre resultados sociales y financieros, ya que cada sector tiene una configuración diferente de *stakeholders*, con grados de activismo social en cuestiones distintas. También Chand y Fraser (2006) han constatado que los estudios que se centran en un sector concreto tienen mayor consistencia, como es el caso de Simpson y Kohers (2002) para el sector bancario, Moore (2001) para el sector de los supermercados o Griffin y Mahon (1997) para la industria química. Trabajos más recientes son Chih *et al.* (2010), Skudiene *et al.* (2013) y Martínez *et al.* (2013) para el sector financiero.

Por otra parte, también se ha constatado la influencia que el sector ejerce en la *performance* financiera (Ullman, 1985; Graves y Waddock, 1994). De ahí que, McGuire *et al.* (1988) argumenten que si se emplean medidas contables para la

performance financiera, las posibles diferencias entre sectores deben ser tenidas en cuenta.

En cuanto a la variable beta o riesgo sistemático como medida del riesgo, esta es definida como la sensibilidad o grado de respuesta que muestra el precio de la acción ante variaciones de precio del mercado. Se trata del coeficiente beta en el modelo original de Sharpe (1964): $r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + \varepsilon_{it}$, donde r_{it} es el rendimiento de un título i en el periodo t ; α_i es el rendimiento de un título independiente del rendimiento de mercado; r_{mt} es el rendimiento medio del mercado en el momento t , y ε_{it} representa el residuo o error aleatorio no explicado en función de la rentabilidad del mercado.

En esta recta de regresión, conocida como C.A.P.M. (Sharpe, 1964; Lintner, 1965), el coeficiente beta representa el riesgo sistemático o no diversificable, procedente de los factores generales propios del sistema económico en el que se desenvuelven las empresas, tales como la coyuntura económica, la inflación, las políticas monetarias y otros factores que afectan simultáneamente a todas las empresas. Este riesgo se mide por el grado en el que un valor individual oscila con el mercado. Pero esta no es la única fuente de riesgos en la empresa, existe otra que está representada por factores que inciden de manera particular en la empresa. La tecnología específica, las huelgas en la empresa, los resultados positivos o negativos y otros sucesos propios de cada empresa, son aleatorios y muestran el riesgo específico de cada título. De ahí que se denominen riesgos diversificables y están representados por el coeficiente alfa más el error residual (Soldevilla, 1982).

Generalmente, el coeficiente beta es positivo ya que cuando el rendimiento del mercado se eleva, también sube el rendimiento del título, y a la inversa. En cuanto a los valores del coeficiente beta, un valor de beta igual a 1, indicará que el riesgo sistemático del título es igual al del promedio del mercado, y por tanto se mueve en la misma proporción que el mercado. Indica que el título tiene un grado medio de riesgo sistemático. Para valores de beta mayores y menores que 1, el riesgo sistemático del título es mayor y menor respectivamente que el riesgo promedio del mercado.

Cuando el valor es menor que uno, se denominan títulos defensivos ante los movimientos del mercado (Soldevilla, 1982).

En la mayoría de los estudios en los que se analiza el riesgo sistemático, es considerado como variable de control, es decir por su posible influencia en la relación entre ambas *performance*. No obstante, también ha sido objeto de análisis por su relación con la RSC (Chen y Metcalf, 1980; Fombrun y Shanley, 1990; Pava y Krausz, 1996). En esta línea, el meta-análisis realizado por Orlitzky y Benjamin (2001) ofrece una completa revisión de la literatura empírica previa sobre la relación entre la *performance* social y el riesgo de las compañías, incluyendo medidas contables y medidas de mercado. Las principales conclusiones de este análisis son las siguientes: en primer lugar, la existencia de una relación de signo negativo entre ambas variables y en ambos sentidos; en segundo lugar, una mayor correlación de la *performance* social con medidas de riesgo de mercado que con medidas de riesgo contables, y por último la importancia destacable de las medidas de *performance* social relacionadas con la reputación, por sus implicaciones en relación al riesgo de la firma.

En cuanto a la relación entre el riesgo sistemático como determinante de la *performance* social, Roberts (1992) planteó que las empresas con un bajo nivel de riesgo sistemático tienen más probabilidades de comprometerse a llevar a cabo actividades de responsabilidad social debido a la estabilidad en los rendimientos de sus acciones. En este sentido, el menor riesgo permite realizar una mejor planificación financiera y por tanto, proyecciones de flujos de caja más ciertos (Bettis y Thomas, 1990; Sharpe, 1991). Ello facilita que sus directivos afronten con menos incertidumbre, los futuros costes y oportunidades relacionados con la responsabilidad social. Por tanto, dado un nivel suficiente de recursos disponibles, cuando la planificación financiera es más precisa y fiable, se pueden destinar más recursos a cuestiones sociales que no están directamente relacionadas con la supervivencia económica de la empresa (Orlitzky y Benjamin, 2001). Por lo tanto, cabe esperar que el signo de esta relación sea negativo. Así lo constataron McGuire *et al.* (1988) y Roberts (1992) encontrando la existencia de una correlación negativa entre los valores de Beta y la divulgación de información de responsabilidad social.

También se ha argumentado que las reacciones del mercado ante las inversiones en la *performance* social, son más inmediatas y fuertes que las fluctuaciones en las medidas contables internas de rentabilidad, debido a que los inversores potenciales y prestamistas interpretan un bajo nivel de responsabilidad social como una carencia de habilidades directivas por no haber ido adquiriendo una reputación de manera progresiva (Alexander y Buchholz, 1978; McGuire *et al.*, 1988), de manera que perciben su futuro y, por tanto, sus títulos como más arriesgados. Además, si tanto inversores potenciales como prestamistas emplean los filtros de la inversión socialmente responsable, un nivel de *performance* social bajo les restringirá el acceso al capital, lo que sin duda contribuye a aumentar su riesgo financiero (McGuire *et al.*, 1988).

Por el contrario, las empresas con relaciones estables con sus grupos de interés encontrarán probablemente menos dificultades para atraer nuevas inversiones de capital a la empresa (Waddock y Graves, 1997). Sin embargo, los efectos de las inversiones en la *performance* social en las medidas contables a través de las reducciones de costes, son más distantes en el tiempo. Por ejemplo, las preferencias de los consumidores por productos responsables sobre los productos irresponsables es tenue (Auger *et al.*, 2003). La estacionalidad o los precios pueden determinar fluctuaciones en el ROA más fácilmente que la *performance* social. De ahí, que la correlación negativa entre la *performance* social y el riesgo de mercado sea más fuerte que la correlación negativa entre la *performance* social y el riesgo contable.

También señala la literatura el mayor impacto que las medidas relacionadas con la reputación tienen en el riesgo sistemático frente al resto de los indicadores de RSC. Para que la *performance* social tenga un impacto en el riesgo de la firma, debe ser visible. Sin visibilidad, no puede ser identificada como una señal informativa sobre el éxito de la firma en el intento de satisfacer los intereses de los distintos *stakeholders* (Fombrum y Shanley, 1990).

Con respecto a la relación inversa, es decir, entre la *performance* social y el riesgo de mercado, la literatura sugiere que las empresas con un alto nivel de responsabilidad

social son vistas por el mercado como mejor gestionadas y por tanto como menos arriesgadas, ya que el comportamiento responsable mejora el acceso al capital, así como la motivación de los empleados, e incluso la productividad. De ahí que se espera que la divulgación de los comportamientos responsables contribuya a la estabilidad de los valores en el mercado. En esta línea, Herremans *et al.* (1993) concluyeron que una buena reputación por responsabilidad social está relacionada significativamente con un bajo riesgo total de la firma³⁶.

En el caso del mercado bursátil español, Miralles *et al.* (2012), bajo el enfoque de valoración de activos financieros individuales, estudia la posible existencia de un premio o coste financiero por aplicar una estrategia de inversión sostenible. Se trata de estudiar el efecto de las políticas de responsabilidad social en la variación de la sección cruzada de las rentabilidades bursátiles. Para ello crean una variable que valora entre 0 y 4 puntos la información sobre sostenibilidad hecha pública por la empresa en el periodo objeto de estudio, 2001-2010, aplicando los criterios de evaluación empleados por Moneva *et al.* (2007) descritos anteriormente. Los resultados del estudio de datos de panel muestran la existencia de un coste financiero para la inversión socialmente responsable, es decir un impacto de signo negativo de la RSC en la rentabilidad de los activos financieros. Además, también se observa un premio por riesgo de mercado negativo, es decir una relación de signo negativo entre la rentabilidad y el riesgo de mercado, en contra de lo que cabía esperar desde un punto de vista teórico, ya que en principio, según Sharpe (1964) y Lintner (1965), el signo de la relación entre la rentabilidad y riesgo sistemático³⁷ debe ser positivo. No obstante, esta relación negativa entre rentabilidad y riesgo de mercado es un resultado habitual en los contrastes realizados para el mercado de valores español ³⁸ (Miralles *et al.* 2009, 2012). Por su parte, y analizando la relación en sentido contrario, Hillman y Keim (2001) identifican la existencia de una relación positiva pero no significativa del

³⁶ Medido por la desviación estándar de los rendimientos de las acciones.

³⁷ Los primeros trabajos empíricos que rechazan la relación positiva y significativa entre rentabilidad y riesgo sistemático para el mercado norteamericano son los de Gibbson (1982), y Fama y French (1992).

³⁸ Estos resultados se obtiene en los trabajos de Rubio (1991), Gallego *et al.* (1992), y Sentana (1995,1997). No obstante, Gómez-Bezares *et al.* (1994) obtienen resultados favorables al modelo de valoración CAPM de Sharpe (1964) y Lintner (1965).

riesgo de mercado con la *performance* financiera, medida ésta última por el Valor Añadido de Mercado.

También como indicador del nivel de riesgo se ha empleado el ratio de endeudamiento en los estudios de Waddock y Graves (1997), Moore (2001), López *et al.* (2007), Van der Laan *et al.* (2008), Nelling y Webb (2009). Esta variable denominada también riesgo financiero, es definida como Pasivo sobre el Activo Total ó como Pasivo sobre Patrimonio Neto.

Acerca de la relación RSC y endeudamiento, Roberts (1992) sugiere que para acceder al crédito, las empresas necesitan cumplir con las expectativas de los acreedores respecto a las actividades de responsabilidad social llevadas a cabo y, por tanto, se espera que las empresas que divulgan las medidas sociales realizadas presenten mayores niveles de endeudamiento. Sin embargo, los trabajos de Moore (2001) y Nelling y Webb (2009) encuentran una asociación negativa y no significativa entre la responsabilidad social y el endeudamiento.

Respecto a la relación entre el endeudamiento y la RSC, se podría esperar una relación positiva entre esta variable y la realización de actividades de RSC a fin de reducir el riesgo total de la empresa, evitando otros posibles riesgos derivados de sanciones, de daños medioambientales o derivados del descontento de los trabajadores (Waddock y Graves, 1997; Orlitzky y Benjamin, 2001; Arora y Dharvadkar, 2011).

No obstante, también se puede argumentar que cuanto menor es el riesgo financiero de una empresa, más precisa y creíble será la planificación financiera y más capital se podrá destinar a la realización de actividades sociales, siendo por tanto negativo el signo de esta relación (Orlitzky y Benjamin, 2001; Brammer y Pavelin, 2008; Jo y Harjoto, 2011). En esta línea, el trabajo de Lima *et al.* (2011) encuentra un impacto negativo del endeudamiento en las actividades de RSC de las empresas brasileñas.

Por su parte, también el endeudamiento puede afectar a la performance empresarial. Así, es posible esperar una relación negativa atribuible tanto a los costes de agencia derivados del conflicto de intereses entre accionistas, así como al comportamiento oportunista de los directivos cuando obtienen fondos ajenos y no los invierten en proyectos rentables. Estos resultados se recogen en los trabajos de Hu y Izumida (2008), Van der Laan *et al.* (2008), y Kapopoulos y Lazaretou (2007). Por otro lado, también se puede argumentar una relación positiva debida a la reducción de los conflictos de intereses entre accionistas y directivos debido al control y supervisión que los acreedores pueden desarrollar en los casos de un elevado endeudamiento (Jensen y Meckling, 1976; Parrino y Weisbach, 1999).

En cuanto a la variable I+D, McWilliams y Siegel (2000) y Schnietz y Epstein (2005) señalan su relación positiva con ambas *performance*. También Dowell *et al.* (2000), y posteriormente Padgett y Galán (2010), encuentran una influencia significativa de esta variable sobre la *performance* social, la cuál es más intensa en la industria manufacturera. En esta misma línea se encuentran los trabajos de Rothenberg y Zyglidopoulos (2007) y Hull y Rothenberg (2008) que constatan que las compañías más intensivas en I+D presentan un nivel de RSC superior.

Por su parte, también ha sido investigada la relación entre la I+D y la productividad empresarial. A este respecto, las empresas intensivas en I+D suelen tener barreras de entrada y por tanto pueden beneficiarse de los efectos de las economías de escala y de la diferenciación de productos (Porter, 1979). Estos efectos pueden ayudarles a obtener una ventaja competitiva que podría traducirse en una mayor productividad. En este sentido, existen estudios que emplean el valor de mercado como indicador de la productividad de la firma, constatando la existencia de una relación positiva entre ambas (Cockburn y Griliches, 1988; Hall, 1993). Otros trabajos que han empleado el crecimiento de la firma como medida de la productividad, también han confirmado la existencia de una relación positiva entre ambas (Lichtenberg y Siegel, 1991; Hall 1999).

Sin embargo, es frecuente la falta de publicación de información relativa a I+D por parte de las empresas (Peters y Mullen, 2009). En este trabajo tampoco ha sido posible su inclusión por este motivo, lo cual constituye una limitación que debe ser tenida en cuenta.

2.3. Resultados empíricos de la relación entre la *performance* social y *performance* financiera

Siguiendo la clasificación señalada por AECA (2009a), en la literatura académica existente sobre la evaluación de las prácticas de RSC y su relación con la rentabilidad empresarial se pueden identificar dos grandes vertientes:

1. Aquellos estudios que analizan la correlación entre las prácticas de RSC y la *performance* financiera de las empresas, utilizando diferentes variables como indicadores representativos de ambos conceptos.
2. Los estudios que analizan la RSC y la *performance* financiera de los mercados bursátiles.

En este epígrafe se analiza el primer grupo de estudios, tratándose el segundo grupo en el capítulo tercero.

Hay que señalar que existen estudios que tratan de establecer un marco conceptual desde el que se pueda explicar la naturaleza de la relación, a partir de los argumentos y resultados empíricos encontrados en la literatura. Así, Salzman *et al.* (2005), a partir del trabajo de Preston y O'Bannon (1997), ofrecen una visión global de las siete posibles relaciones teóricas entre *performance* social y financiera obtenidas por combinación de los dos criterios observados en los trabajos existentes:

1. El signo de la relación: positivo, neutral o negativo.
2. La secuencia causal: la *performance* social como variable independiente, como variable dependiente, o como un vínculo sinérgico entre ambas.

Desde el punto de vista empírico, la búsqueda de una conexión entre la RSC y el resultado financiero ha sido el centro de numerosos estudios en las cuatro últimas décadas, para contrastar las hipótesis teóricas de la relación, esto es, para confirmar el signo de la relación y, en su caso, la secuencia causal entre dichas variables.

Según Moore (2001), fue Moskowitz (1972) el primero en plantear la relación entre la responsabilidad de las empresas y sus resultados financieros y bursátiles en los años setenta. Desde entonces, se han realizado numerosos estudios de recopilación de estudios previos, algunos de ellos meta-análisis: Arlow y Gannon (1982), Ullmann (1985), Pava y Krausz (1996), Waddock y Graves (1997) Griffin y Mahon (1997), Roman *et al.* (1999), Orlitzky *et al.* (2003), Margolis y Walsh (2003), De Bakker *et al.* (2005), Allouche y Laroche (2005), Wu (2006), Marom (2006), Margolis *et al.* (2007), Van Beurden y Gössling (2008) y Martínez *et al.* (2012).

Sin embargo, a pesar de los esfuerzos realizados en el análisis de la relación, los resultados obtenidos no son concluyentes e incluso, en algunos casos, contradictorios. En este sentido, algunos investigadores han encontrado resultados mixtos en su propia investigación, es decir en algunos casos se han obtenido resultados positivos y sin relación significativa (Anderson y Frankle, 1980; Freedman y Jaggi, 1982), así como resultados positivos y negativos (Cochran y Wood, 1984; Coffey y Fryxell, 1991; McGuire *et al.*, 1990, entre otros).

La variabilidad e inconsistencias encontradas en los resultados son en parte debidas a las diferencias conceptuales y metodológicas en las definiciones de la *performance* social y financiera (Cochran y Wood, 1984; Ullmann, 1985; Waddock y Mahon, 1991 y Wood, 2010). Junto a este motivo, se añaden otras posibles causas de la falta de consenso en la investigación previa: la falta de un marco teórico sólido que sirva de referencia, el empleo de metodologías inadecuadas, las limitaciones en la composición

y tamaño de las muestras, y la omisión de variables que puedan influir en la relación estudiada (variables de control) (Garriga y Melé, 2004; Van Beurden y Gössling, 2008; García-Castro *et al.*, 2011). En este sentido, los trabajos de Surroca *et al.* (2010), García-Castro *et al.* (2010), Jo y Harjoto (2012), y Martínez *et al.* (2013) abordan el problema de la posible existencia de la endogeneidad³⁹ en la relación.

A continuación se desarrollan estas posibles hipótesis sobre la relación objeto de estudio (Cuadro 3), así como los trabajos que encuentran evidencia empírica de cada una de ellas a partir de la revisión de literatura realizada.

Cuadro 3: Posibles relaciones teóricas entre los resultados sociales y financieros			
SECUENCIA CAUSAL	SIGNO DE LA RELACIÓN		
	POSITIVO	NEUTRAL	NEGATIVO
RSC → PF	Hipótesis del impacto social	Hipótesis de la oferta y demanda de la firma	Hipótesis del <i>Trade-off</i>
PF → RSC	Hipótesis de la disponibilidad de fondos		Hipótesis del oportunismo de los directivos
RSC ↔ PF	Sinergia positiva		Sinergia negativa

Fuente: Salzmann *et al.* (2005) a partir de Preston y O'Bannon (1997)

1. Hipótesis del impacto social: mayores niveles de RSC conducen a mayores niveles de *performance* financiera.

Esta asociación es la que propone la Teoría de los *Stakeholders* (Freeman, 1984). Además y de acuerdo con Cornell y Shapiro (1987), la falta de atención por parte de la compañía hacia las preferencias de los grupos de interés, afecta negativamente a la reputación de la misma, lo que conlleva un aumento de la prima de riesgo de la empresa y como consecuencia al resultado financiero. Por tanto, los costes asociados a la RSC resultan mínimos comparados con los beneficios potenciales.

³⁹ La endogeneidad y los resultados de los trabajos que la abordan se desarrollan en el apartado dedicado a la hipótesis 4: hipótesis de la oferta y demanda de la firma.

Griffin y Mahon (1997) concluyen que de los 51 estudios revisados, 33 aprecian una correlación positiva.

En esta misma línea, el trabajo de revisión de literatura de Margolis y Walsh (2001, 2003), que abarca 127 estudios en el periodo 1972-2002, encuentra una correlación positiva en 54 de los 109 trabajos que toman la RSC como variable independiente. También en la revisión de Roman *et al.* (1999) se evidencia una relación de signo positivo en 33 de los 52 trabajos examinados.

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

Posteriormente, la revisión meta-analítica de Allouche y Laroche (2005) amplía el análisis a 82 trabajos y abarca estudios tanto de EEUU como del Reino Unido. Además, incluye como un mayor número de trabajos donde la RSC es variable dependiente, y refuerza las conclusiones de Orlitzky *et al.* (2003). En este sentido, afirman que la RSC tiene un impacto positivo sobre el resultado financiero aunque este es más fuerte en el Reino Unido que en EEUU. Estos resultados son confirmados en la revisión realizada por Van Beurden y Gössling (2008) y Martínez *et al.* (2013).

Entre los trabajos más recientes que constatan la existencia de una influencia positiva de la RSC en la *performance* financiera, se encuentra el estudio realizado por Michelin *et al.* (2013), quienes observan que cuando la compañía persigue iniciativas de RSC que están ligadas a las preferencias de sus *stakeholders* y destina recursos a ellas de manera estratégica, el efecto positivo de dichas iniciativas en la *performance* empresarial se hace más fuerte tanto en medidas de *performance* de mercado como contables.

En esta misma línea se encuentra el trabajo de Boesso *et al.* (2013), que llevan a cabo un análisis del posible efecto que el enfoque de RSC empleado por la compañía puede tener en la *performance* financiera. Los resultados señalan que el enfoque instrumental de la RSC presenta una relación positiva con las medidas a corto plazo de la *performance* de la compañía, mientras que el enfoque estratégico está asociado con las medidas a corto y medio plazo de la *performance* financiera.

Similares resultados obtienen Tang *et al.* (2012) concluyendo que las empresas mejoran su *performance* financiera cuando adoptan un compromiso estratégico con la RSC de manera progresiva y consistente, es decir, de manera sistemática y regular. También señalan que la relación estudiada es más fuerte cuando la estrategia de responsabilidad social abarca dimensiones o aspectos que guardan conexión entre ellos y está vinculada a aspectos internos de la RSC como gobierno corporativo, diversidad o políticas de empleo.

En el ámbito español, Prado *et al.* (2008) constatan para una muestra de 117 compañías españolas cotizadas no financieras, la existencia de un impacto positivo y significativo de la promoción de los derechos de los trabajadores y de la publicación de un código ético en el incremento de la cifra de ventas, medida de la *performance* a corto plazo. Sin embargo, no encuentran evidencia de la relación entre estas medidas de RSC con la productividad ni con el valor de mercado (ratio Precio Valor Contable), considerado éste último como medida de *performance* o creación de valor a largo plazo. La RSC es medida en el trabajo de Prado *et al.* (2008) a partir de los indicadores propuestos por la guía GRI (medioambiente, derechos humanos y laborales, responsabilidad relacionada con el producto, y sociedad). Además, encuentran la existencia de un impacto negativo, pero no significativo, del tamaño y del sector en el crecimiento de las ventas.

En el caso concreto del sector turístico, García y Armas (2007) identifican una relación positiva entre la responsabilidad social y el resultado de la empresa.

La ausencia del impacto de la RSC en el valor de mercado (Precio Valor Contable) es justificada por el hecho de que quizás en el mercado español, la RSC no sea valorada y, por tanto, los inversores en compañías socialmente responsables no esperen rendimientos distintos a los de las empresas convencionales (Kurtz, 1997). Esto significa que los inversores no asocian mejores resultados sociales y medioambientales con una mayor rentabilidad para sus carteras. Por tanto, los inversores responsables que vendan sus acciones encontrarán suficientes inversores convencionales dispuestos a comprar, por lo que los precios no caerían. Esta es la visión de Markowitz, en la que los rendimientos esperados tan sólo se ven afectados por el riesgo (Hamilton *et al.*, 1993). Si el mercado valora totalmente la RSC, los inversores exigirían unos menores rendimientos a las empresas líderes en términos sociales y medioambientales, puesto que las consideraría como menos arriesgadas que a las empresas convencionales.

Entre estos dos extremos, se encuentra el escenario en el que el mercado no pone precio a la RSC de forma eficiente, esto es que los activos de las empresas responsables pueden estar inicialmente infravalorados o sobrevalorados y producir una mayor o menor rentabilidad ajustada por el riesgo respectivamente. Pero la actuación de los arbitrajistas, que detectaran esas diferencias, eliminaría la ineficiencia del mercado, desplazando la frontera eficiente (Prado *et al.*, 2012).

En este sentido, Davis (1973) sugirió que las prácticas responsables posibilitan la obtención de una ventaja competitiva que produce impactos a corto plazo como incrementos en la productividad, debido a la mejora de la habilidad para atraer recursos humanos de una alta calidad (Moskowitz, 1972), beneficios en las ventas debido a la que la clientela puede ser sensible a las cuestiones sociales (Vandermerwe y Oliff, 1990; Russo y Fouts, 1997), y la reducción de costes, lo cual podría beneficiar a las relaciones con prestamistas, y posiblemente con proveedores potenciales (Mohr y Webb, 2005).

Por otra parte, Shane y Spicer (1983), y Heinkel *et al.* (2001) proponen un modelo teórico en el que las compañías con altos niveles de performance social o medioambiental, podrían ganar la confianza de los inversores y ser vistas como

inversiones menos arriesgadas comparadas con las de menores niveles de RSC. Esto podría hacer que las prácticas responsables fuesen valoradas como un componente intangible del negocio que influyese en el valor de mercado de la firma y en su coste de capital.

Sin embargo, el efecto de las prácticas responsables en el valor de mercado podría ser menos importante que el impacto en los dividendos o intereses recibidos, debido al hecho de que es bastante complicado establecer de manera adecuada los beneficios del comportamiento responsable de las organizaciones cuando los beneficios potenciales son mayoritariamente visibles en el futuro lejano (Walley y Whitehead, 1994; Henderson, 2002).

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

Entre las investigaciones que encuentran evidencia empírica sobre esta hipótesis se encuentran las de McGuire *et al.* (1988, 1990); Pava y Krausz (1996); Preston y O'bannon (1997); Belkaoui (1976); Bowman (1978); Johnson y Greening (1994); Moskowitz (1972, 1975); Spencer y Taylor (1987); Spicer (1978); Graves y Waddock (1994); Wokutch y Spencer (1987); Husted y Allen (2007); Peters y Mullen (2009).

2. Hipótesis de la disponibilidad de fondos: mayores niveles de *performace* financiera conducen a niveles más altos de RSC.

Según esta hipótesis, de acuerdo con Waddock y Graves (1997), un buen resultado financiero permite realizar inversiones en RSC, de manera que éste puede ser un buen indicador del mejor resultado social posterior.

De las revisiones mencionadas anteriormente, es la de Margolis y Walsh (2003) la que dedica una mayor atención a los estudios que consideran la responsabilidad social

como variable dependiente. De todos ellos, en total 22, son 16 los que encuentran una correlación positiva, es decir que son los buenos resultados financieros los que impulsan la RSC, en tres de ellos la correlación no es significativa y para otros tres es bidireccional. Trabajos como el de McGuire *et al.* (1988, 1990) y parcialmente Moore (2001) dan sustento empírico a esta hipótesis.

En la revisión de Martínez *et al.* (2013), que abarca 223 trabajos publicados entre 1972 y 2011, son el 8% (un total de 19 trabajos) los que toman la RSC como variable dependiente. De ellos, el 58% soporta una influencia positiva y significativa (Cottrill, 1990; Brown y Perry, 1994; Konar y Cohen, 1997, entre otros), y el 42% restante encuentra una relación neutral (Lerner y Fryxell, 1988; Patten, 1991; Johnson y Greening, 1999; Chih *et al.*, 2010, entre otros).

3. Sinergia positiva: influencia positiva entre la RSC y la performance financiera combinando las dos hipótesis anteriores, la hipótesis del impacto social y la hipótesis de los recursos disponibles.

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

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

Según este estudio, los indicadores de RSC que muestran una mayor correlación con los resultados financieros, son los índices de reputación corporativa, lo cual supone

que los mayores efectos económicos positivos de las buenas prácticas en RSC son los que se relacionan con la reputación de la firma más que las prácticas que suponen una mejora general de la calidad de la gestión.

Entre los trabajos empíricos que evidencian esta relación se encuentran los de Preston y O'bannon (1997), Pava y Krausz (1996), Stanwick y Stanwick (1998), Hillman y Keim (2001), Allouche y Laroche (2005) y Wu (2006).

También en el estudio realizado por Nelling y Webb (2009), en el que se plantea la revisión de la existencia del “círculo virtuoso”, los autores concluyen que los resultados son distintos en función de la metodología empleada en el análisis. Así, utilizando las técnicas estadísticas tradicionales como la regresión de mínimos cuadrados (*OLS models*), se confirma la existencia de sinergia positiva entre RSC y PF, mientras que si se introducen en el análisis variables inobservables que difieren de una firma a otra, como la cultura empresarial o la influencia del el estilo de dirección a través de otros modelos de regresión, la influencia en la RSC de los resultados financieros sigue siendo significativa, pero los buenos resultados sociales no conducen a una mayor *performance* financiera.

4. Hipótesis de la oferta y demanda de RSC de la firma (hipótesis de las variables moderadoras)

Autores como McWilliams y Siegel (2001), señalan que no existe vínculo claro entre los resultados sociales y financieros. Basándose en el modelo de oferta y demanda de RSC de la compañía, argumentan que el nivel de RSC de cada firma depende de su tamaño, nivel de diversificación, I+D, publicidad, ingresos de los consumidores, etapa del ciclo vital de la industria, y condiciones del mercado.

Así, según esta hipótesis, denominada por Gómez (2008) como hipótesis de las variables “moderadoras”, cada compañía tiene un nivel “ideal” de RSC que viene determinado por un análisis coste-beneficio, y por tanto llegan a la conclusión de que existe una relación neutral entre RSC y *performance* financiera. Estas variables deben

ser incluidas en el estudio de la relación como variables de control para evitar que la omisión de dichas variables distorsione los resultados obtenidos (Garriga y Melé, 2004; Van Beurden y Gössling, 2008; García-Castro *et al.*, 2008).

Además, el hecho de que existen otras variables que por ser no observables no se incluyen en el análisis, como la cultura empresarial, la actitud ética de los directivos y el estilo de la toma de decisiones, también conlleva la posibilidad de que la relación entre *performance* social y financiera sea espúrea, esto es que sean esos recursos intangibles los que determinan ambas *performance*, y que por tanto la existencia de una relación entre ambas sea debida al papel mediador que juegan dichos factores intangibles.

En este sentido, Surroca *et al.* (2010) incluyen los recursos intangibles en el análisis de 599 compañías y constatan que no hay relación directa en ambos sentidos, la mediación de estos factores inobservables. En esta misma línea, García-Castro *et al.* (2010) obtienen similares resultados para una muestra de 658 empresas pertenecientes al *rating* KLD durante el periodo 1991- 2005.

Por su parte, Roman *et al.* (1999) constatan esta hipótesis en 14 de los 52 trabajos considerados en la revisión de literatura que realizan sobre la relación RSC y *performance* financiera.

También Margolis y Walsh (2003) obtienen evidencia de ausencia o poca relevancia en la relación, ya que de los 127 trabajos analizados, 31 encuentran una relación nula o no significativa. Van Beurden y Gössling (2008), señalan 9 estudios con resultados neutrales de los 34 analizados. Entre otros, Bowman (1978); Aupperle *et al.* (1985); Freedman y Jaggi, (1986); Fombrum y Shanley (1990) y Seifert *et al.* (2003).

Además, cabe incluir en este apartado aquellos trabajos que constatan la existencia de la relación, pero obtienen resultados contradictorios o mixtos (de signo opuesto), concluyendo que la relación es indeterminada o neutral respecto al signo de la misma. En este sentido, en la revisión realizada por Griffin y Mahon (1997), son 9 de 51, los trabajos con resultados mixtos, en y Margolis y Walsh (2003) son 23 de 127. En la revisión de Martínez *et al.* (2013) son 74 trabajos, de los 223 analizados, los que no

obtienen una relación significativa entre ambas variables y/o obtienen resultados contradictorios.

En cuanto a la investigación empírica realizada en empresas españolas que concluyen con la existencia de una relación neutral o no significativa, se encuentran los trabajos de Moneva *et al.* (2007) y Muñoz *et al.* (2008) que proponen la creación de índices para analizar la sostenibilidad de los informes de responsabilidad como forma de homogeneización de la *performance* social y su posible relación con la *performance* financiera.

Los resultados de los trabajos mencionados muestran una no muy alta orientación de las 52 empresas españolas cotizadas analizadas hacia sus *stakeholders*, un alto nivel de publicación y calidad en los informes de RSC (en el año 2003 el 70% de las compañías cotizadas españolas elaboraban informes de RSC, y el 90% de las compañías del IBEX-35, siendo mayoría la que obtuvieron una calificación “in accordance” con la versión G2 del GRI), y una relación positiva, pero no significativa, entre estas variables y los resultados financieros, siendo más evidente en los sectores tecnológicos y de consumo.

Más recientemente, Setó y Angla (2011) estudian la relación en ambos sentidos causales, y concluyen que no hay relación significativa a corto plazo entre la *performance* social, tomando como medida el MERCO⁴⁰, y la *performance* financiera, medido por el ratio entre resultado neto del ejercicio y el patrimonio neto de la entidad (ROE).

También Godos *et al.*, (2012), empleando la misma metodología explicada anteriormente que Prado *et al.* (2008) para medir la RSC, realizan un análisis de la influencia de la rentabilidad sobre las prácticas responsables de 148 empresas españolas no cotizadas. Los resultados muestran la inexistencia de una relación significativa, si bien el tamaño y el endeudamiento presentan una correlación positiva

⁴⁰ Monitor Español de Responsabilidad Social Corporativa.

con el desempeño social. Además, el sector al que pertenezca la compañía también influye en la adopción de medidas de RSC, siendo las empresas industriales las que presentan una mayor *performance* social.

5. Hipótesis del *trade-off*: niveles más altos de RSC conducen a niveles más bajos de *performance* financiera.

Según el argumento de Friedman (1970), las empresas carecen de otra responsabilidad que no sea el incremento de los beneficios. Así, la inversión en RSC supone un coste adicional que coloca a la empresa en desventaja frente a sus competidores, reduciendo su rentabilidad. Entre los trabajos empíricos pioneros que dan soporte a esta hipótesis se encuentra el de Vance (1975).

Son muy pocos los trabajos que identifican una relación negativa entre la RSC y la *performance* financiera como resultado de su investigación. Entre ellos, Davidson y Worrell (1988); Hoffer *et al.* (1988); Shane y Spicer (1983); Jarrell y Peltzman (1985), si bien la mayoría de estos resultados negativos se han puesto de manifiesto en estudios que investigaban el impacto en la cotización de las acciones de llevar a cabo prácticas irresponsables (Griffin y Mahon, 1997).

En los trabajos de revisión de literatura también representan una minoría aquellos que muestran una relación negativa entre ambas variables. Así, Roman *et al.* (1999) encuentran 5 de los 52 analizados. Margolis y Walsh (2003), tan solo son 7 de los 109 que analizan la RSC como variable independiente. Van Beurden y Gössling (2008), 2 de 34. Estos son los de Boyle *et al.* (1997) y Brammer *et al.* (2006) y por último en la revisión de Laplume *et al.* (2008), muestra solo un trabajo donde se confirma la existencia de una relación negativa de los 29 analizados, Meznar *et al.* (1994).

Posteriormente, en la revisión realizada por Martínez *et al.* (2013), también constatan la existencia de una relación negativa en el 13% de los 193 estudios que plantean el análisis de esta relación. Entre éstos se encuentran los trabajos de López *et al.* (2007) para una muestra de empresas europeas y un horizonte temporal a corto plazo; Makni *et al.* (2009), análisis a corto plazo para compañías canadienses y empleando una

medida específica de impacto medioambiental, y Lima *et al.* (2011) en Brasil, que construyen un índice de RSC a partir de las dimensiones siguientes: relaciones con empleados, acción social en la comunidad y actuación medioambiental, y estudia la relación en el periodo 2001-2006.

Respecto a la investigación en España, Cabeza-García *et al.* (2010) obtienen como resultado de la relación en el sector de las Cajas de Ahorro, una influencia negativa de las inversiones de índole social en la rentabilidad empresarial.

6. Hipótesis del oportunismo de los directivos: niveles más altos de *performance* financiera conllevan niveles más bajos de RSC.

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

7. Sinergia negativa: influencia negativa entre la RSC y *performance* financiera combinando las dos hipótesis anteriores, la hipótesis del *trade-off* y la hipótesis del oportunismo de los directivos.

El trabajo de Preston y O'bannon (1997) aporta evidencia empírica a esta relación. En España, la investigación realizada por Martínez *et al.* (2013), que estudia la relación en ambas direcciones, concluye la existencia de una sinergia negativa entre el gasto en obra social y rentabilidad en el sector de las Cajas de Ahorros.

A partir del análisis de los resultados obtenidos por los trabajos que se han resumido anteriormente y de acuerdo con Gómez (2008) y Martínez *et al.* (2013), se pueden extraer las siguientes conclusiones:

1. La mayoría de los estudios consideran la RSC como variable independiente. La revisión de los resultados obtenidos hasta la fecha indica que existe con carácter general un claro efecto positivo de la RSC en el resultado financiero de las empresas. Existen muy pocos estudios que encuentren una relación negativa, y como ya hemos señalado anteriormente se deben en su mayoría, al impacto que determinadas prácticas irresponsables ejercen sobre el mercado.

Por su parte, también hay que señalar que cada vez es menor el número de estudios que arrojan resultados negativos. Por tanto, la mayoría de los trabajos parecen sustentar la hipótesis de que al menos una buena política de RSC no conduce a obtener peores resultados, por tanto parecen rechazar la hipótesis del *trade-off*, según la cual una mejor RSC tiene como efecto una peor *performance* financiera.

2. En los trabajos en los que la RSC es analizada como variable dependiente o endógena, los resultados empíricos muestran resultados positivos en su mayoría o bien neutrales o sin relación. Por tanto parecen apoyar la hipótesis de la disponibilidad de fondos, según la cual un buen resultado financiero permite a las empresas una mejor RSC posterior. Además, al no encontrarse evidencia de una relación negativa, podemos concluir que un buen resultado financiero no empeora la RSC, rechazando la hipótesis del oportunismo de los directivos, y como consecuencia la sinergia negativa.
3. En cuanto a la existencia de una relación sinérgica de signo positivo entre la RSC y los resultados financieros, hay que destacar el hecho de que existen muy pocos trabajos que estudien la relación en ambas direcciones, por ejemplo en la revisión de Margolis y Walsh (2003), tan solo hay cuatro estudios que contemplan la relación en ambas direcciones, si bien, como se ha indicado anteriormente, Orlitzky *et al.* (2003) encuentran evidencia empírica de esta relación.

Por tanto y de acuerdo con Salzmann *et al.* (2005), además del signo de la relación, tampoco está resuelto el sentido de la causalidad, ya que la mayoría de

los trabajos han tomado la RSC como variable independiente, pero también puede tomarse como variable dependiente.

4. Además, y aunque la mayoría de los estudios parten de alguna de estas hipótesis lineales sobre la relación RSC y resultados financieros, también existen trabajos que han considerado la posibilidad de la existencia de una relación no lineal o en forma de U invertida. Esta relación supone que existe un nivel óptimo de RSC a partir del cual los gastos adicionales realizados afectan negativamente al resultado financiero. Por tanto, tal y como proponen Pava y Krausz (1996), la existencia de una relación no lineal puede ser la explicación de que en ocasiones una búsqueda consciente de metas sociales conduzca a un mejor resultado financiero, mientras la compañía no haya llegado al nivel óptimo. También Salzmann *et al.* (2005) argumentan que la relación en forma de U invertida puede explicar la obtención de resultados mixtos (relación positiva y negativa) en la literatura empírica, ya que el signo de la relación va a depender de la posición de la compañía en dicha curva.

Entre los trabajos que tratan la relación de manera no lineal son Bowman y Haire (1975), Sturdivant y Ginter (1977), Moore (2001), Schaltegger y Synnestvedt (2002), Steger (2006) y Barnett y Salomon (2006).

Con relación a la metodología empleada por los trabajos empíricos analizados, podemos identificar, de acuerdo con Salzmann *et al.* (2005), dos grandes grupos: los casos de estudio cualitativos y los análisis cuantitativos. A su vez, los estudios cuantitativos emplean la metodología de eventos y el análisis multivariante.

Respecto a los casos de estudio cualitativos, de acuerdo con Salzmann *et al.* (2005) y Gómez (2008), se refieren fundamentalmente a cuestiones como el éxito en los proyectos de prevención de contaminación en la industria química, así como la evitación de riesgos, sobre todo medioambientales, y a la sostenibilidad de las empresas como parte de la excelencia empresarial.

En relación con los análisis cuantitativos, se emplean fundamentalmente dos metodologías:

1. La metodología de eventos, es utilizada fundamentalmente para analizar el impacto de las buenas o malas prácticas de RSC en el precio de las acciones de las empresas, que será analizado en el epígrafe siguiente.
2. El análisis de regresión multivariante, que examina la relación entre las distintas medidas de de las variables RSC y PF, y en su mayoría incluyen variables de control para analizar su posible influencia en la relación.

Por su parte, los trabajos de revisión de literatura emplean tres tipos de metodologías: las revisiones narrativas, la agregación de resultados mediante el recuento de votos, y el meta-análisis.

1. Las revisiones narrativas: son revisiones de literatura que verbal o conceptualmente pretenden dar sentido a los resultados encontrados anteriormente. Ullmann (1985); Pava y Krausz (1996); Griffin y Mahon (1997), entre otros.
2. La agregación de resultados mediante recuento de votos: acumula los resultados previos por niveles de significación o en su versión más simple los clasifica en resultados significativos o no significativos (Hunter y Schmidt, 1990). Griffin y Mahon (1997), Margolis y Walsh (2001), Roman *et al.* (1999) y Wood y Jones (1995), entre otros.

Estas dos técnicas de revisión de literatura, según Hunter y Schmidt (1990), tienden a obtener resultados incorrectos, sobre todo en el recuento de votos, ya que el poder estadístico de este procedimiento disminuye a medida que incrementa el número de estudios revisados.

Sin embargo, y a pesar de la falta de validez de la agregación de resultados como metodología de revisión de literatura, constatada en los años 80, ha seguido y sigue

siendo ampliamente utilizada, aunque en los trabajos más recientes de revisión de literatura se emplea el meta-análisis.

La técnica de meta-análisis. Esta metodología es la más sofisticada para la integración de los resultados de los trabajos analizados en áreas donde una gran cantidad de estudios individuales han arrojado resultados no concluyentes o contradictorios, como es el ámbito de la RSC.

El meta-análisis permite cuantificar el impacto de las deficiencias teóricas o metodológicas de las investigaciones como el tamaño de la muestra, el tipo de medida utilizada tanto para la *performance* financiera (contable o de mercado), como la *performance* social (*ratings*, índices, encuestas...), permitiendo obtener unos resultados más depurados.

Son meta-análisis sobre la relación entre la *performance* social y financiera, los trabajos de Roman *et al.* (1999), Orlitzky *et al.* (2003), Allouche y Laroche (2005), Wu (2006) que presta una especial atención a la variable tamaño de la empresa, y Van Beurden y Gössling (2008) que basándose en la revisión de Allouche y Laroche, ponen especial énfasis en identificar las variables que influyen significativamente en la relación, más que en el signo o causalidad de la misma.

Respecto a las limitaciones de los trabajos de revisión de literatura empírica, Fernández *et al.* (2005) destacan los siguientes:

1. La existencia de múltiples medidas de RSC y de *performance* financiera, lo cual dificulta su homogeneización y estandarización. Ello hace que la comparación de trabajos no se pueda realizar con facilidad y por tanto poder llegar a conclusiones unánimes. Así, como se ha señalado anteriormente, gran parte de los trabajos de revisión de literatura agrupan las conclusiones de los trabajos analizados, lo que no permite llegar a conclusiones definitivas, sino tan solo indicar la orientación de la mayoría de los estudios.

2. El hecho de que la relación se vea influenciada de manera directa por variables como el tamaño de la compañía, el tipo de industria, el riesgo o las inversiones en I+D, añaden un segundo problema de homogeneización para estas variables.
3. La mayoría de los estudios que analizan la relación se basan en empresas estadounidenses o inglesas, por lo que se podría plantear la posibilidad de que el comportamiento fuese diferente si el estudio se centrara en empresas europeas o españolas.

CAPÍTULO 3

LA *PERFORMANCE* SOCIAL Y LA *PERFORMANCE* FINANCIERA EN EL MERCADO

Este capítulo aborda el estudio de la relación entre la *performance* social y financiera desde el punto de vista de los mercados financieros. En primer lugar se incluye un apartado dedicado a los orígenes y evolución de la Inversión Socialmente Responsable, así como a las principales estrategias seguidas por este tipo de inversión. A continuación, se recoge el marco teórico bajo el cual se introducen los conceptos de sostenibilidad y responsabilidad en los mercados financieros. Posteriormente, se ofrece un análisis de las medidas de *performance* social y financiera bursátil, así como de los principales estudios y resultados existentes en la literatura previa sobre el estudio de esta relación.

1. LA RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA Y LOS MERCADOS BURSÁTILES: LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE

1.1. Orígenes y evolución de la Inversión Socialmente Responsable

La ISR, es definida como aquella que incorpora consideraciones éticas, sociales o medioambientales a las financieras en la toma de decisiones de inversión, tanto por la empresa como por agentes inversores externos. Surge en los países anglosajones, que presentan un gran desarrollo de los mercados bursátiles y una cultura financiera de ahorro a través de fondos de inversión y de pensiones (AECA, 2009).

Las primeras inversiones o finanzas éticas aparecen en el siglo XIX en países como el Reino Unido y EEUU de la mano de grupos religiosos, como los cuáqueros, que evitaban la inversión en empresas relacionadas con el tráfico de esclavos o el alcohol (Lozano y Albareda, 2001).

También en EEUU, la Iglesia Metodista se posicionó en contra de las transacciones económicas relacionadas con el alcohol, tabaco o pornografía, y creó en 1928 el primer fondo de inversión ético. Es el denominado *Pioneer Fund*, que siguiendo criterios morales, buscaba invertir éticamente (Sparkes, 2002).

Sin embargo, el origen de la actual ISR viene marcado por la aparición del primer fondo de inversión socialmente responsable (FISR), el *US Pax World Fund*. Este fondo, también estadounidense, excluía de su universo de inversión a todas las empresas vinculadas con la producción de armamento y de aprovisionamiento militar, en una época de gran sensibilización de la opinión pública norteamericana con la guerra de Vietnam (*Social Investment Forum*, 2003). Fruto del ambiente vivido en EEUU durante los años 60, diferentes movimientos sociales en defensa de los derechos humanos, del medioambiente, y de la paz, sirvieron para profundizar en la conciencia de la sociedad sobre cuestiones de responsabilidad social (Schueth, 2003).

Unos años más tarde, en 1974, se funda en Bangladesh el primer banco ético del mundo, el *Grameen Bank*, con el que se abre el acceso al crédito para los grupos más pobres y excluidos del resto de entidades financieras. Se inicia el camino al “micro-crédito”.

En Europa, el primer fondo de inversión ético se crea en el año 1965 en Suiza, el *Ansvar Aktiefond Sverige*, y en 1984 el *Friends Provident Stewardship* en el Reino Unido, país que lidera actualmente el mercado de la inversión responsable en Europa, si bien Suecia es el país con mayor porcentaje de inversión ética por habitante. En los años 80 se utiliza este tipo de inversión contra la política de *apartheid* practicada por el gobierno de Sudáfrica. Actualmente, este tipo de filtros de inversión se ocupa de rechazar inversiones en países con regímenes totalitarios como Sudán.

El primer banco ético europeo se funda en Holanda en 1980. El *Triodos Bank*, destinado a financiar proyectos relacionados con problemáticas medioambientales o sociales. En 1990, se funda el banco suizo *Alternative Bank Suisse* con el mismo propósito.

En España, se comercializa el primer fondo de inversión socialmente responsable a finales de los años noventa. En 1997 se crea el Iberfondo 2020 Internacional, domiciliado y gestionado en España, dirigido aquellos inversores que deseaban destinar sus ahorros a empresas respetuosas con la moral católica. En este mismo año, surge el fondo Arco Iris de Ahorro Corporación, que dirige la inversión hacia empresas respetuosas con el medioambiente.

A mediados del año 1999 es cuando comienzan a constituirse en España un mayor número de fondos socialmente responsables, coincidiendo con la publicación en noviembre de ese mismo año de la única norma existente en España sobre ISR: la Circular sobre la utilización por las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) de la denominación “ético”, “ecológico” o “cualquier otra que incida sobre aspectos de responsabilidad social” publicada por INVERCO⁴¹. En ella se definen los criterios que deben cumplir los fondos para poder incluir en su denominación dichos términos, de

⁴¹ Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones.

manera que la política de inversión debe ser coherente con cada “ideario ético” definido por la sociedad gestora del fondo. Para asegurar esa correspondencia, la normativa española plantea dos alternativas. Una de ellas, es la existencia de una institución de control, llamada Comisión Ética, que es la encargada de definir el listado de valores cuyos emisores se ajusten al ideario ético y otra, es que el fondo se limite a invertir en valores incluidos en índices éticos publicados por terceros o en fondos ya clasificados como sostenibles por una agencia de calificación especializada.

Es importante señalar que los fondos éticos o socialmente responsables se diferencian de los fondos de inversión solidarios en que éstos últimos ceden una parte de la comisión de gestión a entidades benéficas o no gubernamentales, pero no seleccionan entre su cartera de inversiones los valores de aquellas empresas que cumplen determinados criterios socialmente responsables como los éticos. No obstante, hay fondos de inversión éticos y solidarios simultáneamente. De hecho, en España la mayoría de los fondos de inversión éticos son solidarios a la vez.

Con el objetivo de ofrecer una visión de la situación actual de la ISR en España, se recogen algunos datos referidos al año 2011⁴² (*Eurosif*, 2012)⁴³.

El mercado general de la gestión de activos en España ha sido testigo de una considerable disminución del patrimonio total gestionado a lo largo de los últimos años, generado por el efecto de la crisis financiera global y en parte por las fuertes correcciones experimentadas en el mercado inmobiliario español (*Spainsif*, 2012). Los activos totales gestionados en 2007, cuando el mercado alcanzó 414,6 billones de euros han ido descendiendo hasta llegar a 284,7 a finales de 2011.

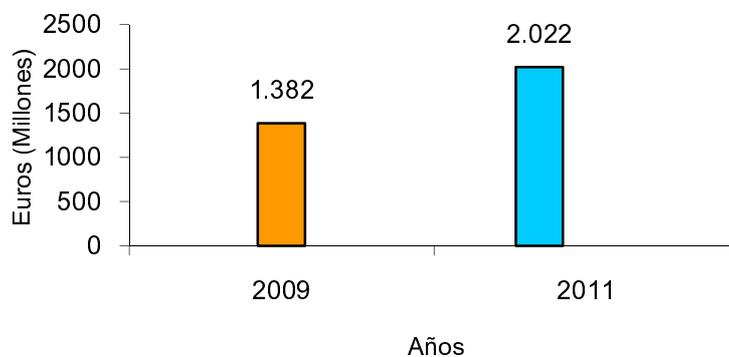
⁴² Los datos disponibles en la fecha de realización de este trabajo son de la inversión en 2011, publicados en 2012.

Esta organización elabora la información con carácter bienal y en abril de 2014 no se ha hecho público el estudio de los años 2012 y 2013.

⁴³ *Eurosif* (*European Social Investment Forum*), organización europea con sede en París que trabaja para fomentar la ISR y la sostenibilidad a través de los mercados financieros. Entre sus miembros se incluyen fondos de pensiones, entidades financieras, asociaciones de investigación, y ONGs.

Sin embargo, a pesar del contexto económico tan difícil, la ISR sigue ganando terreno en España. En términos generales, la ISR ha crecido un 46% desde final de 2009 hasta final de 2011. No obstante, es un mercado mucho menos desarrollado que el de muchos países del Norte de Europa y sigue siendo un mercado dominado por la inversión institucional, en particular por grandes fondos de pensiones de empleo (*Spainsif*, 2012).

**Gráfico 4. Evolución del mercado de ISR en España
2009-2011**



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos publicados en *Eurosif* (2012).

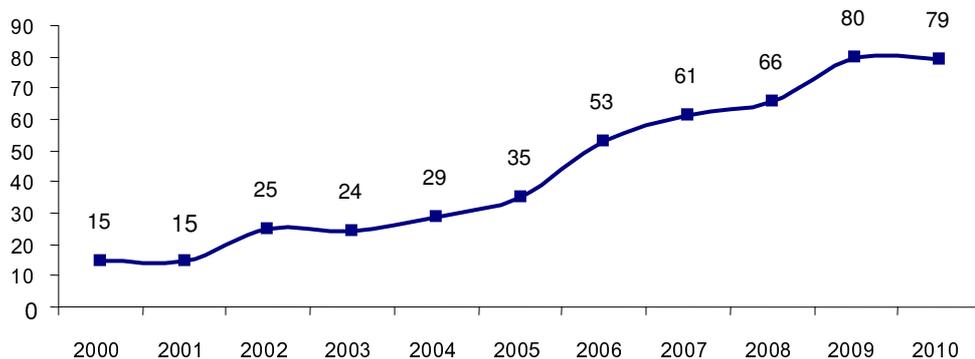
Respecto a los fondos de inversión, denominados mercado *retail*, encontramos en el mercado financiero español en el año 2010, 79 Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) socialmente responsables, 16 gestionadas por instituciones españolas y 63 por instituciones extranjeras, frente a los 80 total existentes en 2009, 66 en 2008, 63 en 2007, 53 en 2006 y 35 en 2005 (Gráfico 3). Si bien se observa que, como consecuencia del impacto de la crisis financiera, tanto el volumen de patrimonio de las IIC responsables como el número de partícipes de las mismas se vieron notablemente disminuidos durante 2009. No obstante, durante 2010 se observa una leve recuperación (0,23%) del patrimonio invertido en las instituciones gestionadas en España, que comparado con el descenso en el 15,61% del total de fondos de inversión mobiliarios gestionados en España, representa un dato muy positivo.

También se observa un crecimiento del patrimonio de los fondos comercializados en España aunque gestionadas en otros países europeos. Este aumento se cifra en el

3,02%, lo cual confirma la continuidad en el crecimiento de este tipo de inversiones. Por último cabe señalar la recuperación en el número de partícipes, aumentando de 8.827 en 2009 a 10.705 en 2010. Esta última cifra indica que aunque se trata de un mercado nicho, cada vez son más los inversores que están concienciados con la realidad social. (Observatorio de la Inversión Responsable, 2011).

Entre las posibles causas de este creciente interés de los inversores hacia la ISR, se señala que la rentabilidad de la ISR no es inferior a la convencional y que puede presentar ventajas diferenciales a medio plazo. En este sentido, se empieza a constatar que una buena calificación en RSC puede ser un indicador de buena gestión en general (Balaguer *et al.*, 2007).

Gráfico 5. Evolución del número de fondos de ISR en España



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos publicados por *European SRI Studies* (2012).

En cuanto a la rentabilidad de los fondos de inversión en España, la rentabilidad ponderada de 2010 fue del 0,59% para las 10 gestoras con mayor volumen de patrimonio, mientras que en el 2009 fue del 4,8%. En esta misma línea, la rentabilidad de los fondos de inversión con criterios de ISR fue en su mayoría de signo negativo, si bien teniendo en cuenta el contexto de crisis financiera, con una caída índice de referencia del mercado financiero español, el IBEX 35 del 16,43%, se observa que la

totalidad de los fondos de inversión se comportó mejor en términos de rentabilidad (*Eurosif*, 2012).

Junto a los fondos de inversión se encuentra la denominada inversión institucional, entre los que se incluyen a los planes y fondos de pensiones de empleo, las instituciones religiosas, las fundaciones y ONGs, los gobiernos y las administraciones públicas, y las universidades. En España, a comienzos de 2011, existían 31 fondos de pensiones con políticas de ISR. De ellos, 17 son fondos de pensiones de empleo, es decir promovidos por una empresa, sociedad, corporación o entidad y cuyos partícipes son sus empleados, que aplican criterios de ISR en la gestión de la cartera. También existen 10 fondos de pensiones de empleo y 3 fondos de pensiones asociados, promovidos por una asociación o un sindicato cuyos partícipes son sus asociados o afiliados, que no tienen criterios de ISR pero que ejercen el derecho al voto de acuerdo a los principios de RSC. Por último, existe 1 fondo de pensiones individual que adoptan políticas de ISR. Las cifras a finales del año 2010 son: un volumen total de inversión de 15.096,428 millones de euros y 1.126.030 partícipes. Estas representan el 18% del total de fondos de pensiones existentes en España y el 10% de los partícipes.

La inversión institucional socialmente responsable supone a finales de 2011 un 97% del total de la ISR, mientras que el mercado *retail*, tan solo representa un 3%. Estos porcentajes son una réplica de la composición de la ISR de los mercados financieros a nivel europeo, lo cual pone de manifiesto el protagonismo de los inversores institucionales como impulsores de la responsabilidad social en las decisiones de inversión.

1.2. Estrategias de inversión socialmente responsable: *screening* de fondos de inversión

Paralelamente a la evolución cuantitativa de la inversión socialmente responsable, hay que señalar que los motivos que dieron origen a estas inversiones éticas han ido evolucionando hasta nuestros días. En la actualidad, los criterios más habituales para la selección ya no son únicamente excluyentes o negativos de algún tipo de industria, como hacían los inversores éticos (grupos religiosos, organizaciones

medioambientales o sociales), sino que se combinan con criterios positivos o valorativos, esto es, eligen aquellas empresas que destacan en su sector por ser las mejores en prácticas de responsabilidad social. Dentro de la selección positiva, se distinguen a su vez dos técnicas: *best in class*, en la que los valores se seleccionan por su mejor comportamiento en el sector industrial representado en el índice de referencia (De la Cuesta, 2004), y la técnica *pioneer screening*, que selecciona empresas con mejor comportamiento responsable en empresas vinculadas con la gestión de recursos naturales como el agua, viento o electricidad.

Esta evolución ha dado lugar a una concepción más amplia del término y la denominación actualmente utilizada por los gestores de fondos es el de Inversión Socialmente Responsable. Ello ha originado una evolución en las estrategias de ISR, en las que más que la actividad desarrollada, importa el modo en que ésta se lleva a cabo.

Según *Eurosif* (2008), las estrategias de ISR se pueden segmentar en dos grandes grupos:

1. La ISR central (*core*): abarca los filtros o criterios negativos y positivos (incluyendo el *best in class*), así como la inversión temática, basada en sectores u objetivos de inversión específicos. En líneas generales, la ISR restrictiva es practicada por los fondos de inversión.
2. La ISR amplia (*broad*): además de la central, incluye otras estrategias como las exclusiones simples en base a estándares propuestos por entidades como la OCDE, OIT, ONU, etc., así como el activismo de los accionistas y la inversión en la comunidad. Esta estrategia es puesta en práctica mayoritariamente por los fondos de pensiones e inversores institucionales.

El activismo de los accionistas se concreta, dependiendo de la capacidad de diálogo con el Consejo de Administración de la empresa, en el ejercicio del derecho al voto de acuerdo con los principios de responsabilidad social, en

informar públicamente de las medidas llevadas a cabo por la empresa, llamado activismo crítico y en el diálogo directo o constructivo con el fin de impulsar o apoyar resoluciones en materia de responsabilidad social.

El activismo accionarial es una práctica muy extendida en Estados Unidos, aumentando cada año el número de resoluciones presentadas por los inversores estadounidenses en relación a aspectos sociales y ambientales, así como de gobierno corporativo (*Social Investment Forum*, 2008)⁴⁴. Sin embargo, en España el ejercicio del derecho al voto en las juntas generales de accionistas por parte de los fondos y planes de pensiones de empleo se encuentra en una etapa inicial de desarrollo. No obstante, la inversión institucional extranjera en las grandes empresas españolas está facilitando el “*Proxy voting*”, que es la versión más desarrollada del activismo accionarial. Se trata de delegar el voto para formar un bloque de votantes que pueden ejercer una mayor influencia en las deliberaciones o negociaciones (AECA, 2009).

Respecto a la inversión social en la comunidad, se trata de una estrategia cuyo objetivo es ofrecer financiación a individuos, colectivos, o proyectos pertenecientes a la comunidad donde la empresa desarrolla su actividad y que no tienen acceso a los productos financieros en el mercado financiero tradicional. En EEUU, esta estrategia de inversión es una de las más adoptadas por los fondos de inversión socialmente responsables.

Como consecuencia de la evolución en las estrategias de inversión, AECA (2009a) diferencian varias generaciones de fondos de inversión y pensiones socialmente responsables (FISR), que van desde los de primera generación, que aplican solo criterios excluyentes hasta los de quinta generación, que incluyen el activismo accionarial e inversión en la comunidad, y además tienen en cuenta que la información presentada por las compañías esté verificada por una organización externa e independiente.

⁴⁴ SIF (*Social Investment Forum*), asociación no lucrativa con sede en Estados Unidos, dedicada a promover la responsabilidad social en las inversiones.

Dependiendo de la estrategia elegida para la selección y del grado de compromiso social adquirido, se pueden encontrar una serie de productos financieros socialmente responsables, cuya tipología dependerá de si la inversión se realiza de manera directa en proyectos empresariales o desarrollo comunitario, como la concesión de ayudas públicas y privadas que incorporen criterios de RSC en la política de selección, o los depósitos y cuentas corrientes solidarias, o a través de mercados financieros organizados.

En los países desarrollados, los productos más comercializados son los negociados en mercados organizados y a través del sistema financiero tradicional. Así, junto con los fondos de inversión y pensiones socialmente responsables, destacan los fondos rotatorios, fondos de capital-riesgo con criterios de sostenibilidad, y fondos de garantía de proyectos sociales.

El hecho de que los sistemas financieros (entidades financieras y fondos de inversión) hayan integrado el concepto de RSC, supone un factor decisivo para la implantación generalizada de la RSC, ya que los aspectos sociales y medioambientales se incorporan a las políticas y procesos desarrollados por las instituciones financieras, así como al diseño de los productos que éstas ofrecen (De la Cuesta *et al.*, 2006).

Algunas entidades financieras han comenzado a usar técnicas para evaluar los riesgos sociales, medioambientales y de reputación. Esto supone un empeoramiento en las condiciones de acceso a la financiación, incluso la posibilidad de exclusión para las empresas menos responsables socialmente.

Además, al incorporar criterios de RSC, las sociedades gestoras de fondos actúan como transmisoras de las demandas sociales hechas por los inversores. De ahí que su papel sea esencial para potenciar la incorporación de las estrategias de RSC por las empresas, especialmente para las empresas cotizadas, impulsado por el desarrollo de la inversión institucional, que hace que la mayoría de las decisiones de inversión estén en manos de los gestores de estos productos.

Por tanto, los gestores de fondos de inversión y de pensiones se convierten en un grupo de interés decisivo en la determinación de los factores claves de la RSC de las empresas, y obviamente, el hecho de que cada vez más compañías incorporen en su gestión la RSC fomenta el desarrollo de la ISR. Las empresas, a través de la emisión de información sobre su RSC, pueden movilizar a los inversores transmitiendo la idea de cómo su estrategia de sostenibilidad indica una gestión de calidad. Se trata por tanto, de una relación bidireccional (AECA, 2009).

A nivel global o macroeconómico, hay que tener en cuenta que la inversión colectiva, en especial los grandes inversores institucionales, esto es, los fondos de inversión, fondos de pensiones y compañías aseguradoras o gestoras de carteras, han concentrado en los últimos veinticinco años, la propiedad de una gran parte de la economía mundial, de manera que juegan un papel decisivo en el impulso de la RSC de las empresas, cuando sus decisiones de inversión se llevan a cabo bajo los parámetros de la misma.

2. MARCO TEÓRICO DE LA RSC EN LOS MERCADOS

2.1. Modelo Socioeconómico de Teorías de Carteras

Las teorías financieras clásicas han ido evolucionando para incorporar la responsabilidad social dentro de las teorías de Racionalidad de los Inversores y Eficiencia de los Mercados. Así, según Balaguer *et al.*, (2007), el modelo clásico de selección de inversiones, basado en consideraciones económicas exclusivamente, ha incorporado las motivaciones sociales y morales que influyen en la toma de decisiones éticas en los negocios, dando paso al modelo socioeconómico de selección de inversiones.

En el modelo clásico de valoración de activos, la elección de una cartera de valores, según la Teoría de los Mercados Eficientes de Fama (1970), se basa en la maximización de la función de utilidad del inversor, que únicamente depende de dos variables: la rentabilidad o rendimiento medio esperado y el riesgo o dispersión. Así,

siguiendo este modelo clásico, el inversor prefiere los activos que tienen la máxima rentabilidad para un riesgo dado y el mínimo riesgo para una rentabilidad dada.

Sin embargo, con el desarrollo de la Inversión Socialmente Responsable a comienzos de los años setenta, en las que los inversores consideran además de las clásicas valoraciones financieras de rentabilidad, valoraciones de tipo medioambiental, social y de gobierno corporativo, surge el problema de la incorporación a los modelos existentes de esta rentabilidad social, ya que la ISR significa aplicar parámetros de restricciones a la selección de la inversión que son exclusivamente personales.

La función de utilidad a maximizar del inversor socialmente responsable será una función $U(RF \text{ y } RS)$, donde RF es la rentabilidad financiera y RS es la rentabilidad social, pero la forma de entender la relación entre ambas variables por el inversor, es decir sus preferencias personales, va a condicionar la solución óptima. Aunque son escasos, existen trabajos que tratan de especificar funciones de utilidad que incorporen la rentabilidad social derivada de las inversiones socialmente responsables, como Beal *et al.* (2005) o Barracchini (2007).

Así, según Graafland (2002), podemos encontrar cuatro posicionamientos del inversor que determinan cuatro perspectivas en la relación rentabilidad financiera y rentabilidad social y que se diferencian en el signo positivo o negativo de la relación entre las variables:

1) Perspectiva "*Win-win*" (Inversor totalmente concienciado socialmente).

Para el inversor totalmente responsable, la rentabilidad social tiene un impacto positivo en la rentabilidad financiera. Por tanto, la maximización de los beneficios financieros implica maximizar la rentabilidad social y viceversa.

Su función de utilidad está sujeta a que la rentabilidad financiera (RF) dependa positivamente de la rentabilidad social (RS). Debido a esta relación positiva, aunque existen tres posibilidades (que tanto la RF como la RS añadan valor positivo a la

función de utilidad, o que sólo sean considerados positivos los valores de RF o RS), cualquiera de ellas podrá maximizar la función objetivo.

La expresión de la función de utilidad es la siguiente:

Max U [(RF); (RS)] con $\partial U/\partial RF > 0$, (y/o) $\partial U/\partial RS > 0$.

sujeta a $RF = g(RS)$ con $\partial RF/\partial RS > 0$.

2) Perspectiva "*Licence to operate*" (Inversor que exige un nivel mínimo de rentabilidad social).

Desde este posicionamiento, la rentabilidad social tiene un impacto negativo en la rentabilidad financiera. No obstante, el inversor pretende maximizar su rentabilidad financiera bajo la condición de que la rentabilidad social alcance un mínimo establecido individualmente.

En este caso, la función de utilidad que depende de la rentabilidad financiera, está sujeta a dos restricciones: la relación negativa entre la rentabilidad financiera y social, y que el nivel de rentabilidad social sea mayor o igual que el mínimo establecido por el inversor (RS).

Max U [(RF)] con $\partial U/\partial RF > 0$

sujeta a (1) $RF = g(RS)$ con $\partial RF/\partial RS < 0$

(2) $RS \geq RS$

3) Perspectiva "*Acceptable profit*" (Inversor socialmente responsable que exige un nivel mínimo de rentabilidad financiera).

La prioridad del inversor es la maximización de la rentabilidad social, siempre y cuando la inversión le garantice un mínimo de rentabilidad financiera.

Por tanto, la función de utilidad a maximizar depende la rentabilidad social y está sujeta a dos restricciones: la existencia de una relación negativa entre la rentabilidad social y financiera, y que el nivel de rentabilidad financiera sea mayor ó igual que la rentabilidad mínima establecida por el inversor (RF).

Max U [(RS)] con $\partial U/\partial RS > 0$

sujeta a (1) $RF = g(RS)$ con $\partial RF/\partial RS < 0$

(2) $RF \geq RF$

4) Perspectiva Integrativa (Inversor socialmente concienciado).

El inversor parte de la existencia de una relación negativa entre ambas rentabilidades e intenta conseguir una combinación óptima entre ellas.

La función de utilidad a maximizar depende de ambas rentabilidades y está sujeta a la existencia de una relación negativa entre ambas.

Max U [(RF); (RS)] con $\partial U/\partial RF > 0$, y $\partial U/\partial RS > 0$

sujeta a $RF = g(RS)$ con $\partial RF/\partial RS < 0$

2.2. Teorías del “*Behavioral Finance* y *Sustainable Finance*”

Es a partir de mediados de los años 70 cuando se constataron las limitaciones denominadas “anomalías” de la Teorías Financieras Clásicas, basadas sobre todo en la complejidad humana, en los conceptos de “información asimétrica” de Akerlof (1970) y la “racionalidad limitada” de Simon (1975). Ello motivó el desarrollo de un enfoque distinto al de la teoría clásica bajo la denominación de Finanzas del Comportamiento (*Behavioral Finance*) (Thaler, 1991; 1993; 1994), según el cual, partiendo de la teoría clásica, esto es rentabilidad y riesgo, rechaza la Teoría de los Mercados Eficientes, e introduce hipótesis respecto al comportamiento psicológico de los agentes en el análisis de los modelos financieros.

Hasta entonces, el comportamiento humano no se consideraba como un elemento económico de investigación en esta área. Se suponía puramente racional y egoísta, y su estudio se incluía en otras disciplinas como la Psicología o Sociología. Sin embargo, los modelos de comportamiento identifican el oportunismo y la racionalidad limitada como características del agente económico pero no acreditan ningún aspecto moral en su conducta (Soppe, 2004).

Como evolución de la Teoría del Comportamiento, y aplicando el concepto de sostenibilidad a las finanzas, surgen las denominadas Finanzas Sostenibles (*Sustainable Finance*), donde el agente económico es considerado como un ser

humano moral, como propugna la literatura de la ética en los negocios. Así según Zsolnai (2002), el agente económico es una persona cuyo comportamiento es determinado por sus características morales y por el coste relativo que supone un comportamiento ético. De esta forma, según Fernández (2010), las finanzas sostenibles se definen como una rama de la teoría financiera moderna cuyo objetivo central, junto con el necesario objetivo riesgo-rentabilidad, es el futuro medioambiental y las demandas sociales. En definitiva su objetivo es la triple línea de resultados, social, medioambiental y financiera de Elkington (1997).

En este contexto, según Romero (1993), es la Teoría de la Decisión Multicriterio la que se encarga de la resolución de problemas que incluyen diversos objetivos, que son evaluados de acuerdo a múltiples criterios y donde no es evidente la alternativa mejor u óptima. Se trata de ofrecer soluciones a un problema que resulten óptimas para el decisor y no óptimas en sentido estricto, de ahí que el inversor debe fijar los umbrales que acoten sus expectativas respecto al resultado de la decisión: estos mínimos junto con los objetivos iniciales constituyen sus metas. Es quizás la programación por Metas, la técnica más utilizada de la programación Multiobjetivo. En esta línea, el trabajo de Hallerbach *et al.* (2004) aplica las técnicas multicriterio a la selección de fondos socialmente responsables.

3. MARCO EMPÍRICO DE LA RELACIÓN ENTRE LA *PERFORMANCE* SOCIAL Y FINANCIERA BURSÁTIL

3.1. Medidas de *performance* social y financiera bursátil

La literatura empírica sobre ISR abarca el estudio de Fondos de inversión, Índices bursátiles responsables y carteras de inversión seleccionadas con criterios de responsabilidad social.

Bajo el enfoque de inversión, se pueden diferenciar dos grandes tipos de medidas de *performance* financiera en función de la línea de investigación planteada en el estudio.

1. Medidas convencionales de *performance* tomando un enfoque temporal reducido. Por una parte, se estudia la existencia de rendimientos anormales en el estudio de las reacciones del mercado ante las noticias sobre responsabilidad social de las empresas. Por otra parte, se analizan las diferencias en rentabilidad entre fondos, índices o carteras de inversión convencionales, y socialmente responsables. En estos casos las medidas más empleadas son los Ratios de Sharpe (1996), Treynor (1965), y el alfa de Jensen (1968) bajo el marco del C.A.P.M.⁴⁵. El Ratio de Sharpe utiliza como medida del riesgo de la cartera la desviación estándar de los rendimientos, mientras que los Ratios de Sharpe y Jensen emplean la beta o riesgo sistemático de la cartera.

Junto a las medidas de *performance* anteriores, también se han utilizado el Índice de Modigliani y Modigliani (1997) y el Ratio de información. Modigliani y Modigliani (1997) proponen una medida para comparar dos carteras en base a sus rendimientos ajustados por el riesgo. Este índice indica la rentabilidad que obtendría un fondo en el supuesto de que su riesgo se ajustase al de la cartera de referencia. Por su parte, el Ratio de Información mide la relación entre el diferencial de rentabilidad de un fondo sobre su índice de referencian y el riesgo asumido en la gestión, al separarse en mayor o menor medida del índice de referencia. Es una medida de la probabilidad de

⁴⁵ Capital Asset Pricing Model de Sharpe (1964) y Lintner (1965).

que la performance del fondo se sitúe por debajo de la cartera de referencia bajo la hipótesis de normalidad de sus rendimientos.

2. Medidas de rentabilidad y riesgo bajo un enfoque a largo plazo y el empleo de distintos modelos de atribución de *performance* (Derwall *et al.*, 2005): (1) el modelo de mercado de un solo factor formulado por Jensen (1968) basado en el CAPM de Sharpe (1964) y Lintner (1965), (2) el modelo de tres factores de Fama y French (1993), y (3) el modelo de cuatro factores de Carhart (1997). En estos estudios, a diferencia de los primeros, se analiza la rentabilidad ajustada al riesgo de sus inversiones así como la sensibilidad de esos a los cuatro diferentes factores de riesgo considerados: mercado, tamaño, valor, y *momentum* (Martínez *et al.*, 2013).

$$(1) r_{pt} = \alpha_p + \beta_p r_{mt} + \varepsilon_{pt}$$

$$(2) r_{pt} = \alpha_p + \beta_p r_{mt} + s_p \text{SMB}_t + h_p \text{HML}_t + \varepsilon_{pt}$$

$$(3) r_{pt} = \alpha_p + \beta_p r_{mt} + s_p \text{SMB}_t + h_p \text{HML}_t + w_p \text{Mom}_t + \varepsilon_{pt}$$

Donde:

r_{pt} = rentabilidad de la cartera p en exceso sobre el activo libre de riesgo en el momento t.

r_{mt} = rentabilidad de la cartera de mercado en exceso sobre el activo libre de riesgo en el momento t.

SMB (small minus big) es el factor tamaño. Mide la diferencia de rentabilidad entre las compañías con menor nivel de capitalización bursátil y las compañías con mayor nivel de capitalización bursátil.

HML (high minus big) es el factor valor o ratio valor contable/valor de mercado. Mide la diferencia de rentabilidad que ofrecen los activos de mayor valor (alto ratio valor contable/valor de mercado) y los activos de menor valor o en crecimiento (bajo ratio valor contable/valor de mercado).

Mom (momentum) o factor inercia. Es la diferencia de rentabilidad entre las acciones con mayor rentabilidad acumulada entre los últimos seis y doce meses, y las acciones con menor rentabilidad acumulada entre los últimos seis y doce meses.

Cuadro 4: Medidas de performance bursátil

Ratios	Expresión matemática	Interpretación de variables
Sharpe (1966)	$S_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$	<p>R_p = Rentabilidad de la cartera p. R_f = Rentabilidad del activo libre de riesgo. σ_p = Desviación típica de la rentabilidad de la cartera p.</p>
Treynor (1965)	$T_p = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$	<p>R_p = Rentabilidad de la cartera p. R_f = Rentabilidad del activo libre de riesgo. β_p = beta de la cartera p.</p>
Jensen (1968)	$J_p = \alpha = (R_p - R_f) - \beta_p (R_m - R_f)$	<p>R_p = Rentabilidad de la cartera p. R_f = Rentabilidad del activo libre de riesgo. R_m = Rentabilidad del Mercado. β_p = beta de la cartera p.</p>
Modigliani y Modigliani (1997)	$M^2 = RAR_f = \left(\frac{\sigma_m}{\sigma_p}\right) R_p + \left(1 - \frac{\sigma_m}{\sigma_p}\right) R_f$	<p>σ_m = Media de las desviaciones típicas de los fondos de la categoría a la que pertenece el fondo analizado (o del índice de referencia). σ_p = Volatilidad del fondo, medida como la desviación típica de los rendimientos del fondo. R_p = Rentabilidad del fondo. R_f = Rentabilidad del activo sin riesgo.</p>
Ratio de Información	$RI_f = \frac{R_f - R_m}{\sigma_{(f-M)}}$	<p>R_f = Rentabilidad del fondo. R_m = Rentabilidad del Mercado. $\sigma_{(f-M)}$ = Volatilidad del diferencial del rendimiento entre el fondo evaluado y la cartera de referencia, llamado tracking error.</p>

Fuente: Elaboración propia a partir de Balaguer y Muñoz (2007).

3.2. Resultados empíricos de la relación *performance* social y financiera bursátil

El estudio empírico de la relación existente entre la RSC y las decisiones de inversión, es un campo de investigación muy amplio, cuyos trabajos se puede clasificar en tres grandes grupos dependiendo del enfoque empleado, Balaguer *et al.* (2007).

1. Los que pretenden estudiar el impacto de las noticias sobre RSC en el precio de las acciones.
2. Los estudios que se centran en el análisis desde un punto de vista psicológico y sociológico de los motivos que llevan a los gestores, analistas e inversores a seleccionar los activos en función de criterios de responsabilidad social.
3. Los estudios de fondos, índices y carteras de inversión socialmente responsables.

3.2.1. Impacto de las noticias sobre responsabilidad social en el mercado financiero

Respecto al impacto de las noticias sobre RSC en el precio de las acciones, existen estudios que utilizando la metodología de eventos, tratan de evaluar el impacto de las noticias sobre RSC, en términos de rendimientos anormales de las acciones, como diferencia entre los rendimientos esperados y obtenidos alrededor de la fecha en que se conocen las actuaciones responsables o irresponsables de la compañía (McWilliams y Siegel, 1997).

Frooman (1997) realizó un meta-análisis de 27 estudios de eventos examinando la reacción del mercado de capitales ante actuaciones irresponsables o ilegales. Como resultado obtuvo la existencia de rendimientos anormales negativos significativos en los trabajos analizados. Estos estudios mostraron que el comportamiento ilegal o irresponsable tiene un coste para la compañía ya que afecta negativamente en la confianza y fidelidad de los *stakeholders* para seguir comprando o invirtiendo en ella.

Entre las noticias que son consideradas en estos estudios se encuentran las relacionadas con el medioambiente. Así existen numerosos estudios que analizan el impacto de las actividades de reducción de la contaminación en el precio de las acciones. La hipótesis de partida de todos ellos es que a largo plazo los beneficios que se obtienen por estas actividades compensan los efectos negativos del corto plazo. Entre estos estudios, destaca el trabajo de Klassen y McLaughlin (1996), que a partir de la metodología de eventos para una muestra de 96 empresas de EEUU con

noticias positivas, como recibir la denominación “*clean company*”, y 16 con anuncios negativos respecto al medioambiente, como la emisión de productos químicos tóxicos, concluyen que existe una correlación positiva entre la *performance* medioambiental y financiero-bursátil, ya que los anuncios de reconocimientos medioambientales están asociados a una variación positiva en el precio de las acciones, mientras que los accidentes o catástrofes medioambientales tienen un efecto negativo en los mercados financieros. En esta misma línea, Hamilton (1995) observó rendimientos negativos anormales alrededor del momento de la publicación de las compañías incluidas en el TRI (Inventario de Residuos Tóxicos).

Esta asociación positiva entre la *performance* medioambiental y la financiera, es también constatada empíricamente por los trabajos de Gunthorpe (1997) a partir de una muestra de empresas de EEUU, que especifica que el impacto tiene lugar en la fecha del anuncio y no durante los días anteriores o posteriores. Otros trabajos en esta misma línea son los de Gupta y Goldar (2005) que analizan las noticias medioambientales en la India y encuentran una correlación positiva entre los rendimientos anormales de las acciones de las compañías y sus niveles de *performance* medioambiental. También Dasgupta *et al.* (2006) constataron que las empresas que aparecen en la lista publicada por el Ministerio de Medioambiente de Korea por incumplir las leyes medioambientales experimentan un descenso en su cotización.

En el caso español, y en relación al impacto de noticias medioambientales, destaca el trabajo de Verona y Déniz (2001) que estudiaron los anuncios en prensa durante el periodo 1988-1998, observando que la reacción de nuestro mercado es débil, si bien se confirma la correlación positiva en los términos señalados anteriormente. En este sentido, Utrero-González y Callado (2008), a partir de una muestra de empresas del IBEX-35 para el periodo 2003-2005, también concluyeron que la evidencia es mixta.

Otras cuestiones tratadas en las noticias sobre RSC son las prácticas corporativas de buen gobierno. El trabajo de Gompers *et al.* (2003) analiza el impacto de este tipo de noticias en el mercado bursátil, evidenciando de nuevo una influencia positiva sobre el

valor de las acciones en Bolsa. Sin embargo, Bauer *et al.* (2004) encontraron para el mercado europeo una relación de signo negativo entre gobierno corporativo y rendimiento de las acciones. En esta misma línea, Fernández-Rodríguez *et al.* (2004) hallaron una reacción positiva a los anuncios sobre la adopción de códigos de buen gobierno realizados por empresas españolas.

Por último, también existen estudios que analizan el impacto de noticias sobre la gestión de recursos humanos. Así, Pfau (2001) elaboró un índice sobre la gestión de los recursos humanos de las empresas y afirmó la existencia de una relación positiva con el valor bursátil de las mismas. También los resultados del trabajo de Edmans (2009) apuntaron a una influencia positiva en el precio de las acciones a largo plazo, en el análisis de las “100 mejores compañías para trabajar en América”, sobre todo a partir de la publicación de esta lista en la revista *Fortune*.

En general, de acuerdo con Balaguer *et al.* (2007), los resultados son muy heterogéneos, ya que éstos dependen del tipo de anuncio, del tamaño de las empresas y del aspecto de RSC que se trate de recoger. En este sentido, los estudios que muestran unos resultados más contradictorios son los que tratan las noticias sobre la retirada de empresas norteamericanas de Sudáfrica debido al *apartheid*. Trabajos que estudian esta cuestión son: Posnikoff (1997) que evidenció la obtención de rendimientos anormales positivos; Wright y Ferris (1997) que constataron la obtención de rendimientos anormales pero de signo negativo, y Hong *et al.* (1999) que afirmaron que el boicot a Sudáfrica no afectaba de manera significativa a los precios de las acciones.

En esta misma línea, Curran y Moran (2007) concluyen que la inclusión o salida del índice ético FTSE4Good UK, no tiene efectos significativos en los rendimientos diarios de las acciones. Estos resultados son corroborados para empresas cotizadas europeas por Ortas y Moneva (2011) para el *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI). Tampoco encuentran resultados significativos para la relación entre la publicación de memorias GRI y la obtención de mejores rendimientos por las acciones. Sin embargo, en este mismo estudio se obtiene evidencia sobre la relación positiva existente entre

las mejores puntuaciones asignadas en materia medioambiental por *SiRigroup* y la mejora en las cotizaciones de estas empresas.

También para el caso español, Fernández *et al.* (2009) analizan el impacto de las noticias sobre RSC en general, en el rendimiento de las acciones negociadas en el mercado bursátil español. El resultado de dicha investigación muestra que a corto plazo, los inversores no consideran las noticias relevantes, lo que significa que no tienen efecto en las cotizaciones de las acciones. Además, este resultado se obtiene tanto para noticias positivas o negativas y si las empresas analizadas forman parte de un índice socialmente responsable o no.

3.2.2. Percepción de la responsabilidad social de la empresa por el mercado financiero

El segundo grupo de estudios lo componen aquellos que analizan las razones que impulsan a los gerentes, gestores e inversores a seleccionar activos en función de criterios de RSC. A este respecto existe una opinión generalizada (Jones, 1991; Hunt y Vitell, 1986, entre otros) que indica que, además de los factores individuales y psicológicos, como la edad, la nacionalidad, la religión, el género, etc..., intervienen otros de carácter organizativo, como la cultura social y los códigos éticos, que influyen en el proceso de toma de decisiones socialmente responsables.

A partir de la identificación de estos factores, existen numerosos trabajos que estudian cómo influyen en la toma de decisiones realizadas por los gerentes. Un trabajo de recopilación de estos estudios es el realizado por Loe *et al.* (2000), del cual se extrae como principal conclusión la diferencia existente en las decisiones a nivel individual y en el ámbito de una organización, señalando que éstas últimas están influenciadas por la cultura socialmente responsable de la entidad.

En cuanto a las motivaciones de los gestores de las inversiones socialmente responsables, existen numerosos estudios que determinan que su objetivo es ofrecer productos que reflejen los valores éticos o sociales, y/o medioambientales de los

inversores y que al mismo tiempo les proporcionen rentabilidad económica (Benson *et al.*, 2006; Schueth, 2003; y Michelson *et al.*, 2004).

Respecto a las motivaciones de los inversores, existen investigaciones que confirman que la *percepción de la intensidad moral* es decisiva para invertir en fondos socialmente responsables (Harrington, 1997; Vitell *et al.*, 2003; y McLachlan y Gardner, 2004), aunque también existen trabajos, como el de Perks *et al.* (1992), donde se señala el *“activismo social”* como una de las principales motivaciones de los inversores socialmente responsables. Así, los inversores pretenden a través del voto forzar a la compañía a adoptar cambios en materia de RSC. También Lewis y Mackenzie (2000a), estudiaron la capacidad de los inversores para actuar como grupo de presión en las compañías, obteniendo una gran diferencia en relación al inversor británico y estadounidense, ya que en el Reino Unido, el inversor evitaba tomar parte en compañías no responsables, mientras que en Estados Unidos existía una mayor disposición al activismo social, es decir, invertían en compañías con escaso compromiso social o medioambiental para posteriormente ejercer presión al cambio.

Otro trabajo reciente que analiza el proceso de toma de decisiones de los inversores es el realizado por Benson *et al.* (2008), en el que señalaron que los inversores éticos tienen incentivos tanto financieros como no financieros y que están limitados en su proceso de selección de inversiones por el número de fondos que cumplen los criterios no financieros. En este sentido existen numerosos trabajos que concluyen que aunque el criterio económico es importante, no es el principal criterio de decisión de los inversores socialmente responsables (McLachlan y Gardner, 2004; Russo y Fouts, 1997; Stone, 2001; entre otros). Sin embargo, y en sentido contrario existen trabajos que concluyen que la rentabilidad económica es el principal criterio tanto para inversores convencionales como socialmente responsables. Se trata de estudios que avalan las teorías de Friedman (Lewis y Mackenzie, 2000a, 2000b; Jones *et al.*, 2008). Además, y desde el punto de vista de la oferta, Haigh (2008) hace hincapié en las características de los productos existentes en el mercado para conocer qué motivaciones y necesidades de los inversores socialmente responsables no son cubiertas por los productos existentes.

3.2.3. Comparación entre fondos de inversión e índices bursátiles socialmente responsables

El tercer grupo de estudios son los que analizan fondos, carteras e índices socialmente responsables. A su vez, estos trabajos se pueden dividir en dos grandes grupos:

1. Las investigaciones que comparan la *performance* financiera de los Fondos o carteras de Inversión responsables con Fondos o carteras de inversión convencionales o con índices de mercado que actúan como referencia o *benchmark*.

Respecto a los trabajos que comparan la *performance* de los Fondos de Inversión, la mayoría de los trabajos emplean para la evaluación de la *performance* financiera los índices de Sharpe, Jensen, y algunos también el índice de Treynor, a partir de la metodología del *matched pair analysis*. En base a esta metodología, los estudios comparan un Fondo de Inversión Socialmente Responsable con otro no socialmente responsable pero de similares características respecto al tamaño del fondo y a la fecha de constitución, ya que autores como Mallin *et al.* (1995) habían señalado que son dos factores que pueden tener efecto en la *performance* financiera.

En este sentido, Gregory *et al.* (1997) concluyen que los FISR y los FISNR que están formados por activos de empresas de gran tamaño tienden a obtener una menor *performance* que las carteras de los FISR y FISNR que se componen de activos de empresas pequeñas. Sin embargo, el estudio realizado por Kreander *et al.* (2005) en el que se comparan 40 fondos de inversión responsables internacionales y 40 convencionales con sus índices de referencia, concluye con la no existencia de diferencias en sus rendimientos, si bien encuentran que los fondos de inversión éticos presentan un menor riesgo que los tradicionales. Además, el análisis indicó la no existencia de relación entre los rendimientos y el tamaño, la edad o el estatus ético del fondo.

En esta misma línea, el trabajo de Bauer *et al.* (2005) analizó la performance de los fondos de inversión internacionales durante el período 1990-2001 y los resultados mostraron la no existencia de diferencias en la rentabilidad ajustada por el riesgo entre estos fondos de inversión y los convencionales.

Por su parte, Hill *et al.* (2007) analizaron el exceso de rentabilidad ajustado al riesgo, medido por el alfa de Jensen, de tres carteras socialmente responsables en los mercados asiático, europeo, y estadounidense, respecto a sus índices de referencia, el S&P 500 para el mercado norteamericano, el Nikkei 225 para el asiático, y el FTSE 300 para el europeo. El horizonte temporal analizado fue a tres, cinco, y diez años. Los resultados indicaron un valor de alfa positivo y significativo para la cartera europea y estadounidense en el análisis a diez años (1995-2005), y en el análisis a tres años (2002-2005) un valor de alfa positivo y significativo para la cartera europea. Esto supone la existencia de una *performance* financiera superior a largo plazo respecto al mercado bursátil global o de referencia.

Como conclusión, los trabajos comparativos entre fondos de inversión socialmente responsables y no responsables, afirman que no existen diferencias significativas entre los resultados de unos fondos y otros, lo cual significa que los FISR actúan como el resto de fondos y no obtienen una peor rentabilidad, incluso en términos nominales la rentabilidad de la ISR suele ser superior a la convencional, Hamilton *et al.* (1993), Reyes y Grieb (1998), Kreander *et al.* (2005) y Bauer *et al.* (2005), entre otros. A esta mayor rentabilidad obtenida por los fondos de inversión responsables se le denomina técnicamente “alfa ético” (Carneiro, 2004). No obstante, cuando en el análisis se realiza teniendo en cuenta el nivel de riesgo, la diferencia entre las rentabilidades de los fondos se compensa, ya que la ISR suele presentar niveles más altos de volatilidad (Sánchez *et al.*, 2004) y los resultados no presentan diferencias significativas (Goldreyer y Diltz, 1999; Bello, 2005).

En España, destaca el trabajo realizado por Fernández y Matallín (2008) que realizan un análisis comparativo entre la rentabilidad de los fondos de inversión socialmente responsables y los fondos tradicionales, y en el que concluyen que la Inversión Socialmente Responsable no supone un sacrificio de rentabilidad para el inversor.

Este trabajo confirma los resultados obtenidos anteriormente por Balaguer y Muñoz (2003).

Además, existen estudios que comparan la rentabilidad de los FISR con un índice de mercado socialmente responsable de referencia (*benchmark*), los cuales también evidencian que no existen diferencias significativas. Entre ellos se encuentran los trabajos de Mallin *et al.* (1995), Gregory *et al.* (1997), Statman (2000) y Barkawi (2007).

Aunque la mayoría de estudios se basan en la comparación de fondos de inversión, también se añaden en este apartado los estudios comparativos de la *performance* financiera de carteras de valores socialmente responsables y no responsables.

El estudio de Van de Velde *et al.* (2005) analizó cuatro portfolios elaborados en base a las puntuaciones ofrecidas por la agencia de sostenibilidad francesa Vigeo, siguiendo el modelo de tres factores de riesgo de Fama y French (1992). Las cuatro carteras se calificaron como “mejor”, “buena”, “mala”, y “peor”. Los resultados indicaron la existencia de una mayor beta para la cartera “mejor” y “buena”, lo que muestra una mayor sensibilidad de las mismas ante las variaciones de la rentabilidad del mercado. En cuanto al resto de resultados, la rentabilidad ajustada al riesgo de la cartera o alfa presentó un signo positivo pero no significativo para la cartera “mejor” y “buena”, y un signo negativo de alfa para la cartera “mala” y “peor”. Los resultados obtenidos para el factor tamaño y *book-to-market* tampoco resultaron significativos.

En esta misma línea, el trabajo de Kempf y Ostoff (2007), a partir de los criterios del índice KLD, evidenció la obtención de una rentabilidad superior en un 8,7% anual por una cartera de activos norteamericanos responsables durante el periodo 1992-2004, aplicando el modelo de valoración de Carhart (1997). Sin embargo, en sentido contrario Galema *et al.* (2008), aplicando la misma metodología que Kempf y Ostoff (2007) obtuvieron para el período temporal 1992-2006 que no existen diferencias significativas en términos de rentabilidad y riesgo entre empresas socialmente responsables y convencionales.

Por otra parte, también hay estudios que aportan evidencia sobre la mayor rentabilidad obtenida por aquellos activos excluidos de las carteras de inversión por sus implicaciones éticas negativas. Es el caso del estudio realizado por Hong y Kacperczyk (2009) para el mercado norteamericano y el periodo de estudio comprendido entre 1962 y 2006. Estos activos obtuvieron mayores ratios valor en libros /valor de mercado y mayores excesos de rentabilidad que el resto de compañías cotizadas. Estos resultados también son confirmados por Statman y Glushkov (2009).

Respecto al análisis de carteras de inversión responsables en el mercado español, se encuentra el estudio realizado por Miralles *et al.* (2012) para el periodo 2001-2010. Este trabajo aborda el análisis de la inversión responsable desde una doble perspectiva: por un lado bajo el enfoque de la gestión de carteras, y por otro lado, bajo el enfoque de la valoración de activos financieros⁴⁶. Los resultados del análisis de gestión de carteras, apuntan a que la cartera responsable no presenta una mayor rentabilidad ajustada al riesgo medida por el coeficiente alfa, en ambas carteras es negativa, no obstante tan solo es significativa para las carteras convencionales. Además, la cartera responsable presenta una mayor sensibilidad al riesgo de mercado, es decir, presenta unos mayores valores de la variable beta. No obstante, teniendo en cuenta la dinámica del coeficiente beta en función del estado de la economía, estimando una beta para periodos de recesión y otra para periodos de expansión, se constata que se trata de una inversión más segura en periodos de recesión económica, siendo el valor del coeficiente beta inferior en este periodo que en el de bonanza económica. En este sentido, estos resultados son coincidentes con el estudio de Ortas y Moseñe (2011) para el sector energético en el periodo 2007-2010, en el que se observa que las energías renovables suponen una menor exposición al riesgo sistemático que la inversión en el sector energético convencional.

⁴⁶ Los resultados del análisis de las rentabilidades individuales de los activos se incluyen en la pág.68. Dichos resultados vienen a confirmar los obtenidos en el análisis de carteras, según los cuales la inversión socialmente responsable no proporciona una rentabilidad adicional a la inversión convencional.

2. Los estudios comparativos de índices socialmente responsables con índices socialmente no responsables.

La conclusión obtenida por la globalidad de estos estudios que comparan la rentabilidad y el riesgo entre índices, es la no existencia de diferencias significativas (Consolandi, 2009).

Entre estos trabajos destaca el realizado por Sparkes *et al.* (1995) que realizaron un análisis comparativo entre el Domini 400 Social Index con el S&P 500, no encontrando diferencias significativas entre ambos durante el período 1986-1992, incluso una tendencia del índice responsable a superar al índice de referencia.

En esta misma línea se encuentra el realizado por Vermeir y Corten (2001), que realizan una investigación en el mercado belga comparando el rendimiento y riesgo de índices socialmente responsables (*Ethibel Register Marketcap Weighted*) frente a índices no socialmente responsables (*Morgan Stanley Capital Index Europe*) en el período 1997-2000. Como resultado obtienen que no existen diferencias significativas, si bien el rendimiento y también el riesgo son superiores para el índice socialmente responsable. En este mismo trabajo, también comparan el rendimiento y el riesgo del índice *Dow Jones Global Index* con su equivalente, el *Dow Jones Sustainability Global Index*, no encontrando tampoco en este caso diferencias entre ambos índices. Este resultado viene a confirmar los estudios realizados anteriormente por Luck y Pilotte (1993), Kurtz y DiBartolomeo (1996), Arms (1999).

Posteriormente, Consolandi *et al.* (2009) realizan una comparación de una cartera de acciones del *European Dow Jones Sustainability Stoxx Index* con su índice de referencia y observan la existencia de una rentabilidad superior para la cartera responsable, si bien con un mayor riesgo que el anterior.

En esta misma línea de investigación, el trabajo de MORI (2008) para *Business in the Community* (BITC)⁴⁷ realiza un análisis de la *performance* financiera de 33 compañías incluidas en el índice de Responsabilidad Social Corporativa de BITC y que cotizan en el índice del mercado bursátil de Londres FTSE, durante el periodo 2002-2007. Además compara la *performance* de este grupo de empresas responsables con la *performance* de los grupos pertenecientes a los índices FTSE 350⁴⁸ y FTSE All-Share⁴⁹. Los resultados de la investigación muestran que las compañías con mejor gestión medioambiental y social, obtienen unos beneficios por acción entre un 2,8% y un 7,7% superiores en relación a las empresas del FTSE All-Share y entre un 3,3% y un 7,7% con respecto a las del FTSE 350. Además, las compañías del índice de Responsabilidad Social Corporativa, también presentan una menor volatilidad en sus acciones para este mismo periodo.

⁴⁷ Organización sin ánimo de lucro que promueve las prácticas empresariales responsables en el Reino Unido.

⁴⁸ Índice que resulta de la agregación de los índices FTSE 100 y FTSE 250. Estos son los índices de las 100 compañías de mayor capitalización bursátil del mercado del Reino Unido y las 250 de mediana capitalización respectivamente.

⁴⁹ Índice que representa el 98/99% del mercado británico, y es una agregación de los índices FTSE 100, FTSE 250 y FTSE Small Caps.

