



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

Desempeño social y financiero empresarial:
evidencia del mercado bursátil español

Autor

Jorge Plana Gañan

Director

Dr. Eduardo Ortas Fredes

Facultad de Empresa y Gestión Pública - Huesca
2017

Autor: Jorge Plana Gañan. **Director:** Dr. Eduardo Ortas Fredes.

Título: Desempeño social y financiero empresarial: evidencia del mercado bursátil español.

Title: Corporate social and financial performance: evidence from the Spanish stock market.

Titulación: Grado en Administración y Dirección de Empresas.

Resumen: El trabajo pretende evaluar la relación de dependencia entre el desempeño social y financiero de las empresas más relevantes del mercado continuo español. La divulgación de información de carácter social por parte de las empresas ha sido considerada como la medida del desempeño social organizacional. Para poder llevar a cabo dicho análisis se ha tomado como referencia varias teorías económicas: la teoría económica neoclásica, la teoría de los grupos de interés, la teoría de los recursos ociosos y la teoría de la legitimidad. Los resultados indican que el inversor prefiere que las empresas inviertan en su actividad principal en vez de invertir en el desempeño social empresarial. Por otro lado, no se demuestra que dicho desempeño incida negativamente en la rentabilidad, además es utilizado como un medio para mitigar el riesgo financiero en épocas de alta incertidumbre o inestabilidad financiera. A través de dichos resultados se podrá valorar si el desempeño social empresarial debe ser una apuesta importante tanto a presente como a futuro en la gestión de las organizaciones.

Abstract: This work aims to address possible relationship between corporate social and financial performance of the most relevant companies within the Spanish stock Exchange. Corporate social disclosures has been considered as the organizational social performance measure. To develop the analysis, several economic theories have been addressed: neoclassical economic theory, the stakeholder theory, the slack resources theory and the legitimacy theory. The results indicate that investors prefer that companies' investments be directed trough their core activities instead of improving their corporate social performance level. The results also show that corporate social performance does not lower companies' market profitability, and it is often used as a means to mitigate the financial risk in periods of high uncertainty or financial instability. Through these results, we will be able to assess whether the performance of social business should be a bet important to both present and future in the management of the organizations.

INDICE

1.- INTRODUCCIÓN-----	1
1.1. Antecedentes-----	2
1.2. Objetivos. -----	4
2. MARCO TEÓRICO -----	6
3. REVISIÓN DE LA LITERATURA -----	8
4.- HIPÓTESIS Y METODOLOGÍA -----	12
4.1 Hipótesis 1: El desempeño social empresarial incide positivamente sobre el valor de mercado de las compañías. -----	12
4.2 Hipótesis 2: El desempeño social llevado a cabo por las organizaciones incide negativamente sobre su riesgo de mercado.-----	13
4.3 Hipótesis 3: La rentabilidad empresarial incide positivamente en el desempeño social de las empresas. -----	13
4.4 Hipótesis 4: El riesgo de mercado de la empresa incide positivamente sobre el desempeño social empresarial.-----	14
5. CARACTERIZACIÓN DE LA MUESTRA-----	14
5.1. Número de empresas, sectores y mercados. -----	14
5.2. Definición de las variables.-----	15
5.2.1. Rentabilidad de mercado.-----	15
5.2.2. Riesgo de mercado.-----	15
5.2.3. Desempeño social empresarial.-----	16
5.3. Análisis descriptivo de las variables. -----	16
6.- RESULTADOS -----	22
6.1. Incidencia positiva del desempeño social sobre el valor de mercado empresarial. 22	22
6.1.1. Análisis sectorial de la primera hipótesis.-----	23
6.2. Incidencia negativa del desempeño social sobre el riesgo empresarial. ----- 26	26
6.2.1. Análisis sectorial de la segunda hipótesis.-----	27
6.3. Incidencia positiva de la rentabilidad sobre el desempeño social empresarial. ---- 29	29

6.3.1. Análisis sectorial de la tercera hipótesis. -----	30
6.4. Incidencia positiva del riesgo sobre el desempeño social empresarial. -----	32
6.4.1. Análisis sectorial de la cuarta hipótesis. -----	33
7.- CONCLUSIONES-----	36
7.1 Limitaciones del trabajo y posibilidades de mejora. -----	37
8. BIBLIOGRAFÍA -----	39
9. ANEXOS -----	42
9.1. Empresas y sectores analizados.-----	42
9.2. Indicadores de Desempeño Social proporcionados por el GRI. -----	43

Abreviaturas

DS: Divulgaciones Sociales o Desempeño Social

GRI: Global Reporting Initiative

ISR: Inversión Socialmente Responsable

N: Número total de Empresas

OCDE: Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos

ONU: Organización de las Naciones Unidas

PC: Precio de Cierre

PNUMA: Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente

PYMEs: Pequeñas y Medianas Empresas

RENT: Rentabilidad

RSC: Responsabilidad Social Corporativa

RISK: Riesgo

TEN: Teoría Económica Neoclásica

TL: Teoría de la Legitimidad

TRO: Teoría de los Recursos Ociosos

TS: Teoría del Stakeholder

1.- INTRODUCCIÓN

El trabajo pretende contrastar la posible relación de dependencia entre el desempeño social y financiero de las empresas con mayor representatividad del mercado continuo español. Para contextualizar el trabajo, se revisan las principales teorías acerca de los objetivos empresariales desde una perspectiva histórica. Se analizan diferentes estudios, la información obtenida resultará relevante para comprender hacia dónde se dirigen las estrategias empresariales en los próximos años, así como los principales objetivos que persiguen. El objetivo principal es comprobar si existe relación alguna entre dichos desempeños para poder determinar en qué medida incide uno sobre el otro. Una vez se compruebe si existe relación o no se intentará especificar qué factores pueden tener una mayor influencia en los resultados. Este análisis puede ser de gran utilidad para la estrategia de gestión empresarial si se tiene en cuenta que actualmente gran parte de las empresas están mostrando su preocupación por problemas sociales o ambientales que antes eran ignorados o considerados poco importantes. También puede resultar interesante para los grupos de interés ya que proporciona un método de evaluación del desempeño social empresarial que puede servir como referencia para cualquier ciudadano que quiera comprobar la veracidad de la información emitida por las empresas, así como su implicación en temas de carácter social. Puede servir de gran ayuda para otros trabajos académicos que quieran realizar el mismo análisis en otros mercados o diferentes ámbitos geográficos. También se puede realizar el mismo estudio teniendo en cuenta varios años para poder comparar y contrastar mejor los resultados obtenidos. El trabajo se estructura de la siguiente manera. Primero se analizan los antecedentes históricos a través de los cuales se fijan los objetivos. En el segundo apartado, se introduce el marco teórico donde se analizan las principales teorías en las que se ha basado el estudio. La tercera sección muestra una revisión de los principales trabajos previos con respecto al aspecto analizado. Las hipótesis y la metodología estadística que permite contrastarlas se recogen en el cuarto apartado. El quinto apartado recoge la caracterización de la muestra y la definición de las variables utilizadas en el estudio empírico. En el sexto apartado se describen y analizan los resultados obtenidos y finalmente, en el séptimo apartado, se muestran las principales conclusiones, limitaciones y posibles mejoras del estudio.

1.1. Antecedentes.

La Teoría Económica Neoclásica (TEN) establece que el único objetivo que deben fijar las empresas consiste en maximizar el valor del accionista (Friedman, 1970). Dicha teoría indica que el libre juego de la oferta y la demanda es lo que determina el precio y la cantidad en el equilibrio del mercado, logrando optimizar más eficientemente los recursos. Esta línea de pensamiento será cuestionada más tarde por otras teorías que defienden un modelo de gestión más enfocado hacia los grupos de interés. Tiempo atrás, estos grupos habían sido ignorados parcialmente por las empresas, constituidos principalmente por: i) trabajadores; ii) administraciones públicas, iii) clientes y iv) proveedores, entre otros (Freeman, 1984).

Las Naciones Unidas (ONU) comienzan a definir el concepto de desarrollo sostenible, algo que hace creer que empiezan a existir inquietudes ecológicas y preocupaciones sociales y por lo tanto despierta el interés de las organizaciones y los individuos que forman parte de éstas. El desarrollo sostenible se entiende como aquel que satisface las necesidades del mundo actual pero sin comprometer la capacidad de las generaciones futuras (Elkington, 1997). Algunos autores (Stevens, 1984; Thomas, 2001) sugieren que existe una relación positiva entre la adopción de políticas de sostenibilidad por parte de las empresas y su desempeño financiero. Otros autores, como Milne y Chan (1999), afirman que las empresas que actúan de forma responsable y que invierten fondos con el fin de reducir el impacto medioambiental procedente de sus actividades son valoradas positivamente por los grupos de interés y especialmente por los inversores. Más recientemente, Freedman y Patten (2004) indican que a aquellas empresas más contaminantes se les asocia la generación de menores flujos de caja futuros, lo que se traduce en una reducción de su valor en el mercado. La creciente preocupación por temas de carácter social y medioambiental hace que surja un nuevo tipo de inversión que se denomina Inversión Socialmente Responsable (ISR), término que hace referencia a un modelo de inversión adoptado por aquellas empresas que desarrollan su actividad contribuyendo a la mejora y desarrollo social y medioambiental del entorno y, también, de los diferentes agentes que las rodean. Se puede afirmar que el interés en este tipo de inversiones ha sido sorprendente durante las dos últimas décadas destacando el periodo que va de 2003 a 2007, incentivando a las empresas a lograr una producción más limpia y también a adoptar unos patrones de consumo más sostenibles. Este hecho se debe en gran parte a la presión externa ejercida por los diferentes grupos de interés (Ortas et al.,

2013). Por otra parte, en los últimos años se ha observado un gran incremento en la divulgación de información de sostenibilidad por parte de las empresas a nivel internacional, aspecto que ha sido más significativo en España que en otros países (Moneva et al., 2013). A través de estas divulgaciones, las empresas pueden dar a conocer información sobre su desempeño social y medioambiental con diversos fines: mejorar su reputación, ser más transparentes con sus accionistas y mostrar una mayor implicación con la sociedad. Prácticamente la totalidad de la información divulgada se instrumenta a través de memorias de sostenibilidad que siguen las pautas que establece la Global Reporting Initiative (GRI). De este modo, la GRI establece unos indicadores para determinar el nivel de implicación de las empresas con el desarrollo sostenible. Una de las razones que pueden explicar el gran auge en el número de informes de sostenibilidad divulgados por las empresas reside en el derecho que tienen los accionistas y otros grupos de interés en conocer el impacto que las actividades empresariales generan sobre el medioambiente y la sociedad en general (Gray et al., 1996; Ortas y Moneva, 2011a). De este modo, se puede confirmar que los diferentes grupos de interés no se fijan solo en la repercusión económica que pueda afectar al grupo o empresa sino en la repercusión que ejerce para todos y cada uno de los grupos de interés. Esto demuestra la importancia que tiene el hecho de conocer el impacto de las actividades llevadas a cabo por las empresas en su entorno. Dichos grupos analizan las medidas adoptadas por las empresas y cómo este desempeño afecta a su valoración de mercado, aspecto que ya ha sido analizado en artículos anteriores (Archel, 2003; Moneva y Ortas, 2008).

La Teoría de los grupos de interés o Teoría del Stakeholder (TS) indica que las organizaciones empresariales ven necesario actuar de forma responsable con un triple objetivo: contribuir al bienestar social, ser competitivas y sobrevivir en el mercado. En la actualidad, las empresas no centran su atención únicamente en su dimensión financiera, sino también en la social y medioambiental. Algunos autores determinan que una adecuada gestión de los factores medioambientales o sociales puede contribuir al éxito financiero (Moneva y Ortas, 2010). Se puede observar como el concepto de negocio y desarrollo sostenible están presentes en la estrategia de dirección de las empresas, aunque no siempre tuvo tanta importancia como la que tiene en la actualidad. Un punto importante a tener en cuenta es el hecho de que en el futuro las empresas deberán invertir en tecnologías más limpias como consecuencia a los problemas

medioambientales que han surgido en los últimos años. Por otra parte, aquellas organizaciones que decidan no invertir en “procesos verdes” deberán hacer frente al pago de posibles sanciones derivadas del incumplimiento de las normas medioambientales que puedan surgir (Adam et al., 1995; Ortas y Moneva, 2011a).

1.2. Objetivos.

El trabajo pretende analizar la relación de dependencia entre el desempeño social y financiero de las empresas que cotizan en el mercado continuo. Para poder medir el desempeño social empresarial se utiliza el grado de transparencia en la divulgación de información de sostenibilidad de acuerdo con los estándares recogidos por la GRI. Los estándares considerados analizan diversos problemas sociales existentes en el entorno. El análisis se centra sobre la base de la discusión de diferentes discursos existentes en la literatura. Así, algunos autores indican que la divulgación de información de sostenibilidad afecta al inversor y éste lo concibe como un gasto innecesario para la empresa (Brammer et al., 2006). Por otro lado, existen autores que indican que incrementar el desempeño social empresarial supone una inversión necesaria para la compañía (Ortas y Moseñe, 2011). Existen razones para creer que es una inversión necesaria ya que en los últimos años han surgido una serie de cambios en el medioambiente que no habían sido detectados con anterioridad o no se les atribuía la importancia que requerían, como por ejemplo: i) el cambio climático; ii), el calentamiento global, y; iii) el efecto invernadero, entre otros. Las empresas deberán adaptar sus infraestructuras y realizar inversiones destinadas a cumplir los distintos marcos normativos que vayan estableciendo los gobiernos en el lugar donde estén ubicadas o desarrollos su actividad. Estos marcos normativos se crearán con el fin de mitigar las consecuencias producidas por dichos cambios y supondrá una inversión para las empresas (Larrinaga et al., 2002). Los cambios normativos suponen un riesgo para las empresas pero a su vez pueden suponer una oportunidad, ya que cada vez es mayor el número de inversores e instituciones financieras que se interesan por aquellas empresas que están concienciadas con el medioambiente y entorno social que les rodea (Lin y Westcott, 1991; Kling, 1996). Por otro lado, existe una posibilidad de que aquellas empresas que actúen de forma responsable se diferencien de la competencia (Espinoza, 1999).

Los resultados que se obtengan del presente estudio se deben analizar teniendo en cuenta que el estudio se ha realizado sobre un periodo posterior a la crisis financiera

manifestada a nivel mundial. La muestra se basa en el año 2011, periodo en el que tiene lugar la segunda recesión de la economía española, lo que será un factor importante a la hora de analizar los informes de sostenibilidad divulgados y los rendimientos obtenidos tras dicha divulgación. España y el resto de países tanto desarrollados como emergentes siguen experimentando las consecuencias negativas de la crisis económica originada en Estados Unidos en el año 2008, denominada como la “Gran recesión”. Esta crisis tiene sus orígenes en el año 2000, cuando se observa un incremento en el precio de las materias primas, especialmente el del petróleo y los alimentos, lo que provocó numerosos problemas sociales y la ralentización de la globalización. A partir del año 2009 la crisis alcanza su mayor esplendor y se observa como incluso los índices bursátiles de países emergentes, como China y Brasil, superan a los índices de países más desarrollados como Estados Unidos y algunos países de Europa. En este caso, las empresas que forman parte de la muestra analizada pertenecen únicamente al territorio español, aunque su situación es similar a la que viven el resto de países desarrollados del continente europeo. Las pocas expectativas positivas de recuperación económica que fueron previstas para el año 2011 se desvanecieron debido en gran parte a las políticas de ajuste llevadas a cabo para paliar los desajustes estructurales como el déficit público y otras macro magnitudes, éstas se concentraron más en aquellos países que más deuda tenían, entre los que se encuentra España, lo que causó el efecto contrario. Los principales problemas que sufrió el país fueron el fuerte desempleo, el cese del “boom inmobiliario” con la posterior quiebra de la mayoría de empresas constructoras y la crisis del sistema financiero. Aunque se intentaron abordar una serie de medidas para frenar esta situación, el efecto de las medidas fue bastante limitado ya que gran parte del capital se destinó al ahorro y una parte muy pequeña al gasto. El año finalizó con unas expectativas más pesimistas que el año anterior, las previsiones indicaban una desaceleración en la economía y unos altos niveles de desempleo que más tarde se confirmarían. Las dudas de los inversores también se vieron incrementadas ya que aumentó la desconfianza en las medidas adoptadas por la Comisión Europea. Se observó un retroceso de las cotizaciones bursátiles, originadas principalmente por las crecientes tensiones generadas en los mercados de deuda soberana. Estas tensiones generaron una mayor volatilidad en el mercado bursátil, lo que tendrá una influencia en los resultados obtenidos en este trabajo. Una vez analizado el contexto económico en el que se sitúa la muestra del estudio, se puede comprender de manera más clara los resultados obtenidos.

2. MARCO TEÓRICO

Existen dos teorías bien diferenciadas, tanto por su manera de entender cuáles son las responsabilidades de las empresas en el desarrollo de su actividad, como por los intereses que éstas persiguen. La TEN defiende como único objetivo de las empresas el maximizar el valor de sus accionistas, sin dar importancia al resto de factores o partes interesadas que influyen o que se ven afectados por la actividad empresarial. El máximo representante de esta teoría es Milton Friedman, quien defiende la idea de que las empresas sólo deben cumplir las normas o reglas del juego establecidas para la consecución de sus fines económicos. Aunque el citado autor pretendía establecer mejoras en la teoría, no tardaron en surgir numerosas críticas por parte de autores como Michael Porter, Mark Kramer o Edward Freeman, que indican que la TEN ofrecía una visión sesgada y parcial de la realidad, obviando numerosos factores influyentes como los grupos de interés, lo que demuestra que el empresario ya no es solo un intermediario entre oferentes y demandantes, sino que debe tener en cuenta otros factores en su estrategia empresarial. La TS tiene en cuenta a todo agente que puede afectar o verse afectado por las actuaciones empresariales. Por otro lado, la TS no sólo considera la maximización del valor empresarial en su contexto económico, sino que hace especial hincapié en la importancia del impacto medioambiental y social que generan las empresas. La TS da importancia a otras partes involucradas que incluyen cuerpos gubernamentales, asociaciones y uniones comerciales, comunidades, asociaciones corporativas, futuros empleados, futuros clientes y público en general. Incluso los competidores son considerados como grupos de interés (Freeman, 1984). Dentro de la TS se pueden observar tres vertientes diferentes:

1. Vertiente normativa: Defiende la existencia de una serie de principios éticos o morales que vayan en consonancia con las demandas de los distintos grupos de interés (Freeman, 1984). Bajo la presente dimensión, las estrategias empresariales van encaminadas a atender las distintas demandas de dichos grupos para posteriormente poder satisfacerlas. Asimismo, indica que las empresas deberán priorizar el beneficio social para todos los grupos de interés frente al máximo valor económico para sus accionistas (Henriques, 2004). Así, los gerentes o directivos deberán establecer dicho beneficio social como el principal objetivo de la empresa, con la dificultad de poder medir de alguna forma las actuaciones llevadas a cabo.

2. Vertiente descriptiva: Trata de establecer cuáles son los objetivos de la organización y cuáles son los de los grupos de interés para poder alcanzar los que interesan ambos, sin valorar si las demandas de dichos grupos son correctas ética o moralmente (Donaldson y Preston, 1995).
3. Vertiente instrumental: Indica que las organizaciones que asumen responsabilidades sociales mejoran su reputación ante los distintos grupos de interés (Ven y Jeurissen, 2005; Székely y Knirsch, 2005). De este modo, si la empresa tiene una buena reputación en el entorno que le rodea podrá obtener más ventajas que el resto y establecerse en una posición privilegiada en el mercado. Esto, a su vez, le permitirá obtener mejores condiciones de negociación frente a proveedores o frente a las fuentes de financiación ya que aumentará la confianza de dichos agentes. Por un lado, a través de dichas ventajas y mejoras de las condiciones podrán disminuir sus costes y, por otro lado, la reputación obtenida a través del desempeño social podrá incidir positivamente en el rendimiento de mercado de las empresas. El presente trabajo ha tomado como referencia esta vertiente de la TS para plantear las hipótesis del trabajo y explicar los resultados obtenidos.

La TS ofrece una visión más amplia de los negocios que la TEN, ya que tiene en cuenta a todas las partes que participan o se ven afectadas por la actividad de la empresa y, además indica que los accionistas no sólo esperan una contraprestación monetaria tras su inversión, sino que también exigen resultados favorables a la sociedad y al medioambiente. Desde que las empresas deciden tener en cuenta a todas las partes interesadas, empiezan a surgir distintas formas de poder verificar (por parte de los interesados) e informar (por parte de las empresas) sobre las acciones llevadas a cabo por éstas y así demostrar que la responsabilidad está presente en la estrategia de la compañía.

Así, comienzan a surgir los primeros marcos reguladores internacionales en cuanto a sostenibilidad. Un buen ejemplo son las líneas directrices de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), que enumeran una serie de normas y principios éticos que deben hacer cumplir los gobiernos comprometidos a las empresas multinacionales que operen en su territorio. Otro marco regulador que surge es el Pacto Mundial de las Naciones Unidas, que promueve en las empresas los principios y objetivos de la ONU. Concretamente, este pacto implica el compromiso de implantar y

seguir diez principios en la estrategia de la empresa. Existen numerosos ejemplos en distintas zonas geográficas como la Nippon Keidanren o la Keizai Doyukai que ya proporcionaban indicadores sobre mercado, medioambiente, comunidad y sociedad en Japón, con el fin de medir y dar a conocer esa responsabilidad que debían adoptar las empresas.

Al margen de la adhesión a marcos reguladores, existen otras maneras de medir o verificar el desempeño social obtenido por las empresas, como: i) las auditorías sociales, ii) las certificaciones, iii) los rankings de reputación social que elaboran algunos organismos internacionales, y iv) la divulgación de información de sostenibilidad entre otros. La GRI es una institución que tiene como misión principal orientar y respaldar a todas aquellas empresas que estén dispuestas a elaborar memorias de sostenibilidad de manera transparente y como una práctica habitual. Dicha orientación viene marcada por un estándar mundial de alineamientos que permite elaborar las citadas memorias. Es un centro oficial de colaboración del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (PNUMA) y es el primero en crear un estándar mundial en el que se plasman las líneas o pautas a seguir para la elaboración de memorias de sostenibilidad.

3. REVISIÓN DE LA LITERATURA

En este apartado se pretenden revisar los principales resultados de estudios previos que analizan la relación entre el desempeño social (medido a través de la divulgación de información de sostenibilidad empresarial) y financiero de la empresa. Para realizar dicha revisión, se tendrán en cuenta trabajos anteriores que ayuden a establecer hipótesis que corroboren el objetivo principal de este trabajo. Dichos trabajos ofrecen tres tipos de conclusiones según la relación existente.

En primer lugar, se pueden observar evidencias positivas con respecto a la relación mencionada. Autores como Ortas et al. (2013) consideran que resulta ventajosa la inversión en el desarrollo y mejora de métodos de producción sostenibles que mejoren el desempeño social empresarial. Uno de sus principales argumentos es que los inversores pueden apoyar a las empresas que adopten dichos métodos ya que es un símbolo de buena salud financiera. Esta ventaja se traduce en la obtención de mayores rendimientos ya que se disminuyen los costes para la empresa y también disminuye el riesgo a medio y largo plazo al que se exponen tanto la empresa como los inversores que confían en ella. Así, los resultados que dichos autores obtienen, indican que la

implicación social y medioambiental es un incentivo más para atraer a los inversores. Por otro lado, Ortas y Moseñe (2011) evalúan cómo repercute en el mercado el desempeño social y medioambiental llevado a cabo por aquellas empresas que apuestan por iniciativas relacionadas con las energías renovables, especialmente, cuando se dan situaciones de inestabilidad económica. En dicho trabajo se analiza únicamente el sector energético español, en el que se observan evidencias de que dicho desempeño otorga mayor tranquilidad a los grupos de interés, de forma que las empresas pertenecientes al sector reciben mayor apoyo por parte de los mismos. Se llega a la conclusión de que en tiempos de crisis se debe apostar todavía más por la sostenibilidad, ya que esta inversión reportará beneficios para las empresas y la sociedad en general. Se menciona la posibilidad de que el desarrollo económico y social, llevado a cabo de manera sostenible, podría servir como generador de empleo a largo plazo. Además, se resalta la importancia de que las empresas tengan en cuenta la triple perspectiva de desarrollo. Esta triple perspectiva pretende que la estrategia de dichas empresas no sea sólo maximizar el valor de sus accionistas, sino que también se comprometa con la gestión de los aspectos sociales y medioambientales. Esta nueva perspectiva, permite a las empresas obtener una mejora de su imagen, la introducción de sistemas de gestión más innovadores, una reducción del riesgo y costes, y lo más importante, un incremento de su capitalización en el mercado a través del apoyo de la ISR. Destaca la importancia de éste último beneficio, ya que las empresas que cotizan en los diferentes mercados de valores son las que más interés han mostrado en mejorar su reputación. El trabajo concluye afirmando que la rentabilidad obtenida por dichas empresas nunca es inferior a las compañías que no tienen en cuenta la triple perspectiva y, generalmente suele ser superior. Este hecho, que es más propio de empresas que cotizan en el mercado de valores, se está extendiendo a las pequeñas y medianas empresas (PYMES) (Moneva y Ortas, 2009). La triple perspectiva de desarrollo que incluyen las empresas en su plan de gestión también se analiza en otro trabajo, pero éste se centra en los principales países del territorio latinoamericano (Ortas y Moneva, 2011a). En dicho trabajo se observa un mayor interés, por parte de los grupos de interés, en conocer el impacto social y medioambiental causado por la actividad de dichas empresas, así como el derecho a poder acceder de manera fácil a dicha información. Se hace especial énfasis en el valor competitivo que puede aportar un alto desempeño social y medioambiental a las empresas que lleven a cabo políticas de Responsabilidad Social Corporativa (RSC), ya no sólo como valor añadido para el inversor o un rendimiento para la empresa sino

como una disminución del riesgo del primero a la hora de elaborar su cartera de inversión. Moneva y Ortas, (2007) analizan el sector financiero español y destacan que las empresas españolas representan el liderazgo en lo que se refiere a la divulgación de información de sostenibilidad. A través de estos informes se observa cómo se ha incrementado el desempeño social en todos los sectores, pero en especial el sector financiero que ha visto como los inversores perciben este tipo de información de manera positiva. Esto supone un incremento considerable de los precios de cierre en el mercado de valores, pero sólo afecta a las empresas comprometidas. Esto confirma la TS en su vertiente instrumental y subraya la importancia de la divulgación de información de sostenibilidad en la estrategia empresarial. De otro modo, aquellas empresas que no divulguen este tipo de información podrían ver mermada su competitividad (Espinoza, 1999). En el caso del sector financiero español, la percepción positiva por parte del inversor fue superior al resto de sectores, poniendo de manifiesto que los inversores tienen en cuenta la divulgación de informes sostenibilidad a la hora de elaborar sus estrategias de inversión. Moneva y Ortas (2010) indican la existencia de una relación positiva entre los informes de sostenibilidad emitidos por las empresas y su valor de mercado. Se basan en la idea de que aquellas empresas que no presten atención a las demandas de sus grupos de interés pueden perder competitividad respecto al resto de compañías. La presión ejercida por estos grupos para conocer los impactos medioambientales causados por la actividad de las empresas en su entorno, podría ser el incentivo que lleve a las empresas a divulgar este tipo de información de manera más accesible y transparente. Además, podría forzar a que muchas de ellas lleven a cabo innovaciones en su actividad de cara a reducir los impactos medioambientales a través del uso de energías más limpias. En definitiva, los inversores valorarían estas divulgaciones como uno de los factores clave a la hora de invertir en el mercado y otros grupos de interés aumentarían su confianza en dichas empresas.

Moneva et al. (2013) analizan el desempeño social en las cajas de ahorro y sociedades cooperativas de crédito aragonesas. Se observa un gran aumento en lo que se refiere a la divulgación de informes de sostenibilidad, siendo el sector financiero el de mayor crecimiento. Las cajas de ahorro destacan como las pioneras en formalizar el compromiso social en su estrategia. Sus políticas incluyen el desempeño social pero apenas el medioambiental y, en general, existe un compromiso por informar a los grupos de interés. Se podría decir que existe un cierto grado de implicación en llevar

a cabo políticas de RSC. Sin embargo, existen ciertas carencias en cuanto a los mecanismos que permiten llevar a cabo un seguimiento y control de dichas políticas. Asimismo, afirman que a través del impacto social y medioambiental de las organizaciones se puede llegar a medir el rendimiento económico de éstas, aportando evidencias de que existe una relación positiva.

Por otro lado, existen evidencias neutras respecto a la relación entre el desempeño social y financiero empresarial. Ortas y Moneva (2011b) comprueban que la inclusión o exclusión de las empresas en el índice bursátil Dow Jones Sustainability Stoxx Index no suele ser valorada ni positivamente ni negativamente por el mercado. Así pues, indican que el mercado se encuentra en una posición neutra a la hora de valorar estas inclusiones o exclusiones en dicho índice. Lo que si se demuestra es que los inversores prefieren invertir en aquellas compañías que mantienen una estrecha relación con las partes interesadas, es decir, aquellas que permanecen de forma recurrente en el citado índice bursátil. Además, se pone de manifiesto el cambio experimentado en las estrategias empresariales, modificando el único objetivo de maximizar el valor para el accionista, hacia maximizar el valor para todos los grupos de interés. También se puede decir que los grupos de interés valoran que dicha inclusión sea duradera en el tiempo. En otras palabras, se valora más un compromiso a largo que a corto plazo. Moneva y Ortas (2008) determinan que no existe relación entre el desempeño social llevado a cabo por parte de las empresas y su efecto en el mercado de valores ya que los datos de correlación obtenidos en el estudio no son significativos. También se comprueba que existe una relación todavía muy limitada entre el nivel de desempeño social obtenido por las empresas y la repercusión que pueda tener en los mercados bursátiles europeos. Se debería comparar dicho mercado con otros mercados relevantes para poder sacar mejores conclusiones sobre la relación. Asimismo, se propone el uso de nuevos métodos que permitan obtener mejores conclusiones.

Por último, también se pueden observar trabajos que defienden que la relación entre el desempeño social y financiero es negativa y que por tanto la divulgación de informes de sostenibilidad tendría un efecto perjudicial para los intereses de las empresas. Brammer et al. (2006) realizan su estudio a partir de una muestra de empresas del Reino Unido, donde se demuestra que las empresas que mayor puntuación obtenían en cuanto a su desempeño social, obtenían rendimientos de mercado claramente inferiores con respecto a aquellas empresas que apenas invertían en aspectos de carácter social. También se

llega a la conclusión de que existe una correlación negativa entre el desempeño medioambiental y los rendimientos de mercado obtenidos por las empresas. La conclusión del estudio les lleva a afirmar que las inversiones en aspectos sociales y medioambientales deterioran el valor para el accionista. Además, plantean la posibilidad de que la inversión destinada a la RSC afecte negativamente al precio de las acciones de sus inversores en el mercado a largo plazo. Lee et al. (2009) señalan que la relación entre desempeño social y desempeño financiero es negativa. Se basan en la idea de que todavía hay muchos aspectos que pueden influir en esta relación que no se han tenido en cuenta. Por último, señalan que la mayoría de las empresas que llevaban a cabo políticas de RSC obtienen niveles de rendimiento financiero inferiores al resto, demostrando así la relación negativa existente entre la divulgación de información de sostenibilidad por parte de las empresas y su valor de mercado.

4.- HIPÓTESIS Y METODOLOGÍA

A continuación, se exponen las diferentes hipótesis del trabajo, todas ellas basadas en las posibles relaciones que pueden existir entre el desempeño social y financiero empresarial. Asimismo, se indica el modelo estadístico a estimar para contrastar cada una de las hipótesis del trabajo.

4.1 Hipótesis 1: El desempeño social empresarial incide positivamente sobre el valor de mercado de las compañías.

Esta hipótesis indica la posible existencia de una relación positiva entre el desempeño social y el valor de mercado de las empresas. Si se valida la hipótesis se podrán confirmar los principios establecidos por la TS en su vertiente instrumental. Es decir, que cuanto mayor sea el desempeño social empresarial, mayor será la rentabilidad de las compañías. Por el contrario, si se demuestra que dicha relación es negativa, se podrá confirmar que cuanto mayor sea el desempeño social, menor será la rentabilidad obtenida por parte de las organizaciones. Por último, si se demuestra que la relación entre rentabilidad de las empresas y el desempeño social es neutral, se puede afirmar que estas variables son independientes y, por lo tanto, dicha relación no es significativa. Para poder comprobar si se cumple esta hipótesis se estimará un modelo de regresión lineal que viene definido por la siguiente ecuación:

$$\text{Rent}_{i,t} = \beta_i * \text{DS}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Siendo $DS_{i,t}$ la variable que mide el desempeño social empresarial de la empresa “i” en el periodo “t”. Dicha información hace referencia a la transparencia en las memorias de sostenibilidad publicadas por las empresas. $Rent_{i,t}$ representa la rentabilidad de mercado de la empresa “i” para el periodo de tiempo “t”. El coeficiente β_i representa el parámetro a estimar y $\varepsilon_{i,t}$ representa la perturbación aleatoria del modelo.

4.2 Hipótesis 2: El desempeño social llevado a cabo por las organizaciones incide negativamente sobre su riesgo de mercado.

La presente hipótesis plantea un potencial efecto negativo del desempeño social organizacional sobre el riesgo de mercado de las empresas. En el caso de que se demuestre que dicha relación es negativa se puede afirmar que cuanto mayor sea el desempeño social de la empresa (medido a través de la transparencia en la divulgación de información de sostenibilidad) menor será su riesgo de mercado. Por lo tanto, se demostraría que se cumple con la TS, ya que la inversión en desempeño social (entendido como inversión en desarrollo sostenible) permitiría a la empresa reducir su riesgo de mercado. Si por el contrario la relación es positiva, se podrá confirmar que, a mayor desempeño social organizacional, mayores niveles de riesgo de mercado obtendrán. Por último, si la relación entre las variables no es significativa, se podrá decir que existe una relación neutral entre éstas y por lo tanto no influye la una sobre la otra. Para verificar si se cumple la hipótesis, se estima un modelo de regresión lineal que viene representado por la siguiente ecuación:

$$\text{Risk}_{i,t} = \beta_i * DS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Siendo $\text{Risk}_{i,t}$ el riesgo de mercado de la empresa “i” para el periodo “t”; y las otras variables han sido definidas con anterioridad.

4.3 Hipótesis 3: La rentabilidad empresarial incide positivamente en el desempeño social de las empresas.

Como tercera hipótesis, se pretende comprobar si las organizaciones que obtienen mayor rentabilidad en el mercado, incrementan su desempeño social. Se puede decir que existe una relación positiva si a una mayor rentabilidad se asocia un mayor desempeño social, lo que probaría que se cumple la Teoría de Recursos Ocosos (TRO). Dicha teoría indica que toda organización o empresa que genera recursos ociosos tiene la posibilidad de implicarse más en otros aspectos que no estén relacionados con el objetivo principal de la organización como puede ser la RSC o el desempeño social a

través de la inversión de dichos excedentes. De este modo puede mejorar su imagen y, posiblemente, su rendimiento. Por otro lado, si la relación es negativa, a mayor rentabilidad de mercado, menos recursos se destinarán a mejorar el grado de desempeño social. Si la relación es neutra significa que la relación entre las variables no es significativa. Para poder confirmar esta hipótesis, se plantea la siguiente ecuación:

$$DS_{i,t} = \beta_i * Rent_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Donde todas las variables han sido definidas con anterioridad.

4.4 Hipótesis 4: El riesgo de mercado de la empresa incide positivamente sobre el desempeño social empresarial.

Si se comprueba que existe una relación positiva se puede afirmar que cuanto mayor sea el riesgo, mayor será el desempeño social llevado a cabo por la empresa. Esta relación demostraría que se cumplen los principios de la teoría de la legitimidad (TL), ya que las empresas tratarían de legitimar su actividad, considerada de mayor riesgo, a través de mejoras en sus niveles de desempeño social a través del incremento en la transparencia de sus memorias de sostenibilidad. Si la relación es negativa, se puede decir que cuanto mayor sea el riesgo de mercado, menor será el desempeño social empresarial, cumpliéndose en este caso la TEN. De acuerdo a la citada teoría, aquellas empresas con mayores niveles de riesgo en el mercado priorizarían los aspectos financieros, dejando al margen consideraciones como la sostenibilidad y la RSC. Como última posibilidad, podría darse la situación de que exista una relación neutra entre las variables, es decir, no significativa. Para poder comprobar si se cumple la hipótesis, se plantea a la siguiente ecuación:

$$DS_{i,t} = \beta_i * Risk_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Donde todas las variables han sido definidas con anterioridad.

5. CARACTERIZACIÓN DE LA MUESTRA

5.1. Número de empresas, sectores y mercados.

La muestra que se analiza en este estudio está compuesta por las 48 empresas más representativas del mercado continuo español en el año 2011 en lo que a capitalización bursátil se refiere (ver tabla 9.1 en el anexo para obtener una completa descripción de las empresas analizadas). Dichas empresas informan acerca de su desempeño social a través de la divulgación anual de memorias de sostenibilidad. En primer lugar, se

analizan todas las empresas en conjunto y luego se analizan por sectores. En este caso se dividen en 6 sectores de actividad: i) materiales básicos, industria y construcción, ii) servicios de consumo, iii) tecnología y telecomunicaciones, iv) bienes de consumo, v) petróleo y energía y, vi) servicios financieros e inmobiliarios.

5.2. Definición de las variables.

5.2.1. Rentabilidad de mercado.

Para medir la rentabilidad de mercado se toma como referencia los precios de cierre de mercado diarios de cada una de las empresas que forman parte de la muestra durante el año 2011. Se calculan los rendimientos diarios de cada empresa ($Rent_{i,t}$) para la empresa “i” en el día “t”. Estos rendimientos diarios representan la variación del precio de cierre del día (PC_t) con respecto el precio de cierre del día anterior (PC_{t-1}) mediante la siguiente expresión:

$$Rent_{i,t} = \frac{PC_t - PC_{t-1}}{PC_{t-1}}$$

De esta manera se calculan los rendimientos diarios para cada empresa durante el año 2011, siendo el rendimiento del primer precio de cierre nulo ya que no le precede ningún precio de cierre. Después de obtener todos los rendimientos diarios, se calcula el promedio y la desviación de todos estos rendimientos. La rentabilidad media diaria de cada empresa se obtendrá mediante el cálculo del promedio de sus correspondientes rentabilidades diarias.

5.2.2. Riesgo de mercado.

Por riesgo, se entiende la variación que experimenta el valor de mercado de los títulos a lo largo de un periodo de tiempo determinado (en este caso el año 2011). Cuanto mayor sea dicho riesgo, mayor inseguridad y desconfianza generará entre los grupos de interés. Esto, a su vez, conllevará un aumento de la rentabilidad de mercado ya que ningún inversor estará dispuesto a asumir más riesgo sin que exista un incremento en la rentabilidad. Para poder determinar el nivel de riesgo de cada una de las empresas que conforman la muestra se calculan las desviaciones estándar de los rendimientos de mercado diarios registrados durante el año 2011.

5.2.3. Desempeño social empresarial.

Para medir el nivel de desempeño social alcanzado por la empresa, se toma como referencia el nivel de transparencia de los informes de sostenibilidad que divultan anualmente las empresas, en este caso durante el año 2011. A partir de estos informes se podrá medir la implicación y transparencia con la que informan las empresas a los distintos grupos de interés, ya sean aspectos positivos o negativos. Las pautas a seguir para llevar a cabo la divulgación de las memorias han sido establecidas según la versión 3.1 de la “Guía para la elaboración de Memorias de Sostenibilidad” del GRI del año 2011. El presente trabajo sólo se centra en los indicadores que afectan al desempeño social y que poseen la condición de principales, sin tener en cuenta aquellos de carácter adicional. Concretamente, son 30 indicadores (ver la tabla 9.1 en el anexo para obtener información relacionada con cada indicador) que se encuentran divididos en cuatro grupos y que a su vez se dividen en subgrupos según los aspectos a informar. Los principales aspectos analizados son: i) los laborales, ii) los relacionados con los derechos humanos, iii) los sociales y, iv) los de responsabilidad sobre productos. En la comparativa se analizan uno por uno los indicadores para asegurar que aparece la información que específica y precisa la guía. Se ponderan con valores entre 0 y 2 según el grado de cumplimiento y transparencia. Así, se valora con un 2 a aquellas empresas que divultan la información requerida sobre un indicador en concreto (que muestran la información requerida con la mayor rigurosidad posible), con un 1 a aquellas que muestran información relacionada con el indicador en cuestión, pero de forma parcial (indicadores que muestran la información de manera parcial o poco precisa), y con un 0 a aquellas empresas que no divultan información sobre el indicador analizado. Posteriormente, se suman las puntuaciones obtenidas para cada uno de los indicadores, obteniendo así una puntuación total para cada empresa. De acuerdo con Ortas et al. (2015), las puntuaciones totales indican el nivel de desempeño social de cada empresa y permite establecer una comparativa entre las mismas.

5.3. Análisis descriptivo de las variables.

Tras calcular los datos que permiten medir las variables implicadas en este estudio (desempeño social, rentabilidad y riesgo) de cada una de las empresas que forman la muestra, se procede a establecer comparativas entre las compañías, por un lado, y también a nivel sectorial. Las tablas 4.3.1 y 4.3.2 recogen los principales estadísticos descriptivos de cada una de las variables.

Tabla 5.3.1. Análisis descriptivo de las variables (total muestral)

	Desempeño social	Rentabilidad	Riesgo
Media	27,2917	0,0001	0,0253
Mediana	28	0,0004	0,0237
Desviación estándar	11,4927	0,0013	0,0083
Varianza	$1,88 \times 10^{-6}$	$7,05 \times 10^{-5}$	132,0833
Curtosis	-0,6639	1,1234	0,3351
Asimetría	-0,1467	1,1038	0,8771
Rango	48	0,0061	0,0336
Mínimo	1	0,0022	0,0119
Máximo	49	0,0038	0,0455

Esta tabla muestra la información acerca de los principales estadísticos descriptivos de las variables analizadas para el total de la muestra considerada.

La media del desempeño social se sitúa en 27,29. Si se tiene en cuenta que son 30 los indicadores analizados, la puntuación máxima alcanzable será de 60 puntos. Esto indica que gran parte de las compañías no cumplen con al menos el 50% de los indicadores que miden el desempeño social. El mínimo es 1, esto significa que existe una empresa que ha informado de manera parcial acerca de un indicador y que el resto de indicadores ni siquiera los menciona. La empresa que mayor nivel de desempeño social ha alcanzado, ha reportado el 81,6% (49 puntos sobre 60) de la información especificada por los indicadores. La rentabilidad media ha sido relativamente bajas, posiblemente como consecuencia de la crisis financiera que engloba la muestra de análisis. Destaca la empresa que mayor rentabilidad ha obtenido con 0,0038 (0,38%), la que menos rentabilidad obtuvo lo hizo con 0,0022 (0,22%). La desviación estándar obtenida es de 0,0013, lo que indica que apenas existe diferencia considerable entre las rentabilidades obtenidas por cada empresa. En la última columna se puede observar que la media del riesgo es positiva (0,0253), lo que indica que todas las empresas de la muestra soportan

riesgo de mercado. Existe una clara diferencia entre la empresa que más riesgo soporta (0,0455) y la que menos (0,0119). La desviación es muy próxima a cero, lo que indica que apenas hay diferencias entre las empresas. El coeficiente de asimetría de la variable que mide el desempeño social es negativo (-0,1467), lo que indica que existe una asimetría negativa y por lo tanto que existe un mayor número de empresas que presentan una desviación negativa con respecto a la media de mayor magnitud. El mismo coeficiente obtenido para la variable de la rentabilidad es positivo (1,1038) indicando así que existe una asimetría positiva y por lo tanto que existe un mayor número de empresas que presentan una desviación positiva con respecto a la media de mayor magnitud. Para la variable del riesgo el coeficiente obtenido también es positivo (0,8771), lo que significa que la asimetría es positiva. Los datos de la curtosis indican que las distribuciones de las series temporales no son leptocúrticas, aspecto que aportará mayor fiabilidad a los estimadores obtenidos en las regresiones lineales.

La Tabla 5.3.2 muestra los estadísticos descriptivos de cada una de las variables, pero desagregando la muestra por sectores de actividad. Se puede observar que la media en lo que se refiere al desempeño social se sitúa entre 25 y 26 en cuatro de los seis sectores. Los otros dos, que representan las medias más bajas y la más alta, son el sector de bienes de consumo y petróleo y gas respectivamente. Estos datos indican que la media de los sectores apenas llega al 40% de la información requerida por los indicadores. Destacan, por un lado, la empresa de mayor nivel de desempeño (49 puntos) en el sector de petróleo y energía, y por otro lado la que menor desempeño obtiene (1 punto), emplazada en el sector de bienes de consumo. Esto significa que dichos sectores se han visto muy afectados en el cómputo global por la puntuación tan desigual que estas dos empresas han obtenido. Otro dato a destacar es la amplia diferencia que ha existido, dentro de los mismos sectores, entre la empresa mejor puntuada.

Si se observan los datos que indican la rentabilidad de las empresas pertenecientes a los diferentes sectores, se puede decir que las medias más altas han sido las alcanzadas por las empresas que operan en el sector de servicios de consumo y bienes de consumo. Los sectores que han obtenido rentabilidades medias más bajas han sido los de materiales básicos, industria y construcción y servicios financieros e inmobiliarios, lo que confirma que la crisis financiera afectó especialmente a la construcción y a las empresas del sector financiero, las que generalmente actuaban como entidades financieras de las

primeras. Por otro lado, la desviación estándar de las rentabilidades indica que no hay una gran dispersión en las rentabilidades y que es similar entre los distintos sectores. Si bien, el sector de mayor dispersión es el de servicios de consumo, seguido del sector de petróleo y energía.

Tabla 5.3.2: Análisis descriptivo de las variables por sector

	Materiales básicos, industria y construcción	Servicios de consumo	Tecnología y telecomunicaciones	Bienes de consumo	Petróleo y energía	Servicios financieros e inmobiliarios
<i>Desempeño Social</i>						
Media	25,5	26,6250	26	20,8333	39,8571	25,7778
Mediana	27	28,5	26	18,5	42	28
Desviación estándar	10,7112	11,7222	8,6795	13,8191	9,2993	8,8286
Varianza	114,7308	137,4107	75,3333	190,9667	86,4762	77,9444
Curtosis	-0,9045	-2,1048	-5,8678	-0,5691	0,6071	2,8476
Asimetría	0,1341	-0,1519	0	0,0146	-1,1283	-1,4910
Rango	35	29	16	38	26	30
Mínimo	8	12	18	1	23	6
Máximo	43	41	34	39	49	36
<i>Rentabilidad</i>						
Media	-0,0003	0,0005	0,0004	0,0008	0,0003	-0,0003
Mediana	$6,3578 \times 10^{-6}$	0,0011	0,0002	0,0009	0,0006	$9,5667 \times 10^{-5}$
Desviación estándar	0,0014	0,0017	0,0011	0,0012	0,0007	0,0016
Varianza	$1,9041 \times 10^{-6}$	$3,0166 \times 10^{-6}$	$1,2887 \times 10^{-6}$	$1,3584 \times 10^{-6}$	$4,3523 \times 10^{-7}$	$2,6238 \times 10^{-6}$
Curtosis	-1,1608	5,2492	-1,7150	0,6322	1,3106	2,7845
Asimetría	-0,5436	-2,1899	0,7473	-0,6952	-1,2406	-1,4147
Rango	0,0039	0,0055	0,0024	0,0033	0,0018	0,0056
Mínimo	-0,0026	-0,0035	-0,0006	-0,0011	-0,0010	-0,0039
Máximo	0,0013	0,0020	0,0019	0,0022	0,0009	0,0017

<i>Riesgo</i>						
Media	0,0279	0,0271	0,0225	0,0188	0,0204	0,0293
Mediana	0,0255	0,0271	0,0214	0,0168	0,0198	0,0279
Desviación estándar	0,0080	0,0091	0,0070	0,0068	0,0039	0,0095
Varianza	$6,3333*10^{-5}$	$8,2545*10^{-5}$	$4,9550*10^{-5}$	$4,6668*10^{-5}$	$1,5032*10^{-5}$	$9,0574*10^{-5}$
Curtosis	-0,4411	2,1721	-0,3891	3,0115	-0,6648	-0,0399
Asimetría	0,6697	1,0616	0,7196	1,5858	0,3351	0,8022
Rango	0,0273	0,0299	0,0162	0,0196	0,0112	0,0285
Mínimo	0,0171	0,0157	0,0154	0,0120	0,0153	0,0164
Máximo	0,0444	0,0456	0,0316	0,0316	0,0265	0,0449

Esta tabla muestra la información acerca de los principales estadísticos descriptivos de las variables analizadas dividida por sectores de actividad.

No existen grandes diferencias en los niveles de riesgo entre los diferentes sectores, excepto en materiales básicos, industria y construcción, y servicios financieros e inmobiliarios que obtienen niveles de riesgo medio superiores al resto. Posiblemente estos resultados estén relacionados con las rentabilidades medias negativas observadas en la variable anterior, ya que las empresas que forman parte de estos dos sectores fueron penalizadas por el mercado como consecuencia de estar relacionadas directamente con la crisis financiera. Dicha penalización se refleja en forma de rentabilidades más bajas para los dos sectores y una gran volatilidad o variabilidad en los rendimientos como consecuencia de la gran desconfianza generada en el mercado.

6.- RESULTADOS

En este apartado se analizan los resultados obtenidos, a través del análisis de las estimaciones de las regresiones lineales previamente introducidas. De este modo, se podrá comprobar el cumplimiento, o no, de las hipótesis del trabajo.

6.1. Incidencia positiva del desempeño social sobre el valor de mercado empresarial.

En esta primera hipótesis el objetivo es testar la posible relación de dependencia entre el desempeño social empresarial y el valor de mercado de las empresas. En otras palabras, contrastar si aquellas empresas que alcanzan un mayor desempeño social son beneficiadas por el mercado en términos de rentabilidad.

Tabla 6.1.1: Estimadores de la hipótesis 1

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Desempeño Social	$4,6499 \times 10^{-6}$	$6,6960 \times 10^{-6}$	0,6944	0,4908
R-cuadrado	0,0102			
R-cuadrado ajustado	-0,0111			
N	48			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la primera hipótesis.

En la primera columna de la tabla 5.1.1 se puede ver que el coeficiente obtenido tras el cálculo de la regresión entre las dos variables es positivo pero muy próximo a cero. Tras observar la columna del p-valor, no se puede aceptar la hipótesis de que este valor sea significativamente distinto de cero (para un nivel de confianza del 95%). Este aspecto informa que el desempeño social no es un determinante del nivel de rentabilidad obtenido por las empresas de la muestra.

El valor asociado al R-cuadrado es bastante bajo, situándose muy lejos de 0.3, lo que indica que el poder explicativo del modelo también es bastante bajo y por lo tanto hace que sea poco fiable. Dicho nivel explicativo bajo, puede tener su origen en que solo se ha tenido en cuenta el desempeño social empresarial para tratar de explicar la rentabilidad o valor de mercado de la empresa. Para poder alcanzar un poder explicativo mayor se deberían tener en cuenta otros factores importantes como son el tamaño de la compañía, el número de empleados, el sector de actividad, el nivel de activos y grado de endeudamiento, entre otros.

En definitiva, estos resultados indican que no se puede aceptar la primera hipótesis planteada ya que, según la muestra seleccionada y el contexto económico en el que se encuentra situada, la rentabilidad no depende del desempeño social llevado a cabo por las empresas. Esto significa que el inversor no tiene en cuenta el desempeño social llevado a cabo por las empresas a la hora de elaborar su cartera de inversión y por lo tanto no se cumplirían las premisas establecidas por la TS.

6.1.1. Análisis sectorial de la primera hipótesis.

Observando los parámetros (ver tablas 6.1.1.1 a 6.1.1.6) se puede apreciar una variedad en el signo de los coeficientes (alternancia de valores negativos y positivos). Sin embargo, lo verdaderamente relevante es que todos los p-valores asociados a los coeficientes son todos superiores a 0,05, lo que significa que los parámetros estimados no son estadísticamente distintos de cero.

Tabla 6.1.1.1: Hipótesis 1-Materiales básicos, industria y construcción

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Desempeño Social	- 1,0904*10 ⁻⁵	1,3351*10 ⁻⁵	-0,8167	0,4288
R-cuadrado	0,0488			
R-cuadrado ajustado	-0,0281			
N	14			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la primera hipótesis para el sector de materiales básicos, industria y construcción.

Tabla 6.1.1.2: Hipótesis 1-Servicios de consumo

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Desempeño Social	$2,8709*10^{-5}$	$1,9653*10^{-5}$	1,4608	0,1875
R-cuadrado	0,2336			
R-cuadrado ajustado	0,0908			
N	8			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la primera hipótesis para el sector de servicios de consumo.

Tabla 6.1.1.3: Hipótesis 1–Tecnología y telecomunicaciones

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Desempeño Social	$1,1424*10^{-5}$	$2,1625*10^{-5}$	0,5283	0,6339
R-cuadrado	0,0851			
R-cuadrado ajustado	-0,2482			
N	4			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la primera hipótesis para el sector de tecnología y telecomunicaciones.

Se observa también que los valores de los R cuadrado son bastante bajos y se sitúan por debajo de 0,3 en los sectores de materiales básicos, industria y construcción, tecnología y telecomunicaciones, servicios financieros e inmobiliarios y petróleo y energía, aspecto que indica que el poder explicativo de los modelos es bastante bajo, sugiriendo que existen otros factores importantes que inciden en el rendimiento de mercado no considerados en el presente trabajo.

Tabla 6.1.1.4: Hipótesis 1-Bienes de consumo

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Desempeño Social	$3,2045*10^{-5}$	$2,0158*10^{-5}$	1,5897	0,1728
R-cuadrado	0,3357			
R-cuadrado ajustado	0,1357			
N	6			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la primera hipótesis para el sector de bienes de consumo.

Tabla 6.1.1.5: Hipótesis 1-Petróleo y energía

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Desempeño Social	$6,5374*10^{-6}$	$6,1641*10^{-6}$	1,0606	0,3297
R-cuadrado	0,1579			
R-cuadrado ajustado	-0,0088			
N	7			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la primera hipótesis para el sector de petróleo y energía.

El único sector en el que el modelo planteado presenta nivel de ajuste notable es el que hace referencia a bienes de consumo. El coeficiente de R-cuadrado se sitúa por encima de 0,3, aspecto que indica que el modelo tiene un poder explicativo moderado.

Tabla 6.1.1.5: Hipótesis 1- Servicios financieros e inmobiliarios

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Desempeño Social	$-1,5656*10^{-5}$	$1,9442*10^{-5}$	-0,8053	0,4439
R-cuadrado	0,0750			
R-cuadrado ajustado	-0,0500			
N	9			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la primera hipótesis para el sector de servicios financieros e inmobiliarios.

Todos estos aspectos indican que en ninguno de los seis sectores económicos se puede verificar que la primera hipótesis establecida. Esto indica que la rentabilidad de las empresas que operan en los sectores analizados no depende del grado de desempeño social empresarial. Este aspecto revela que el inversor no toma como referencia el desempeño social cuando tiene que configurar su cartera de inversión. Resulta interesante recordar que los resultados del presente trabajo podrían estar influenciados por realizarse en uno de los periodos que comprende la crisis financiera.

Es muy relevante el hecho de que como no se demuestra que exista relación alguna entre las variables, incrementos en el desempeño social empresarial no perjudicaría a la rentabilidad. Es decir, las empresas pueden invertir en políticas de RSC, incrementando el bienestar social general y sin que dicha inversión afecte negativamente a sus resultados. Se podría pensar que un mayor desempeño social podría ayudar a mejorar la reputación de la empresa, cumpliéndose así lo que dice la vertiente instrumental de la TS pero, de todos modos, no se puede verificar que dicha mejora de imagen incida positivamente en la rentabilidad.

6.2. Incidencia negativa del desempeño social sobre el riesgo empresarial.

El objetivo de esta segunda hipótesis es contrastar que cuanto mayor sea el desempeño social empresarial, menor será el riesgo de mercado atribuido a la empresa. Para ello se considerarán interesantes los coeficientes negativos y significativos.

Tabla 6.2.1: Estimadores de la hipótesis 2

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Desempeño Social	0,0008	6,4867*10 ⁻⁵	12,0964	4,8746*10 ⁻¹⁶
R-cuadrado	0,7569			
R-cuadrado ajustado	0,7356			
N	48			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la segunda hipótesis.

En la primera columna de la tabla 5.2.1 se observa que el coeficiente obtenido tras el cálculo de la regresión entre las dos variables es positivo pero muy próximo a cero. Tras observar la columna del p-valor asociado, se puede aceptar la hipótesis de que este valor es significativamente distinto de cero. Esto quiere decir que el desempeño social permite explicar el nivel de riesgo de mercado y que, a mayor desempeño social mayor riesgo de mercado para la empresa.

El valor asociado al R-cuadrado es alto, situándose por encima de 0.3, lo que indica que el poder explicativo del modelo también es bastante alto y por lo tanto hace que el modelo sea fiable. Esto puede deberse a que no hay muchos más factores que influyan en el riesgo de mercado, lo que demostraría que el desempeño social empresarial tiene una gran incidencia en el riesgo de mercado.

En definitiva, estos resultados indican que no se puede aceptar la hipótesis planteada ya que el desempeño social empresarial no disminuye el riesgo de mercado, sino todo lo contrario, el coeficiente obtenido es positivo y esto implica que cuanto mayor sea el desempeño social, mayor será el riesgo de mercado. Esto puede tener su explicación en que el inversor percibe la inversión en desempeño social empresarial como un gasto o coste de oportunidad, es decir, como algo que puede desviar a la empresa de su objetivo principal y conducirla a asumir riesgos innecesarios. Por otro lado, existe la posibilidad de que el inversor perciba este riesgo de dos maneras: como una inversión arriesgada que pueda afectar negativamente a su rendimiento o bien que como una oportunidad de mercado para obtener rendimientos mayores. De todos modos, tras los resultados

obtenidos, se puede decir que en este caso no se cumplirían las premisas establecidas por la TS y sí las establecidas por la TEN.

6.2.1. Análisis sectorial de la segunda hipótesis.

Observando los coeficientes obtenidos (ver tablas 6.2.1.1 a 6.2.1.6) para la variable del desempeño en cada sector, comprobamos que apenas existen diferencias entre sectores, ya que no existen coeficientes negativos y el riesgo se ve afectado de modo similar en todos ellos. El coeficiente obtenido para la variable del desempeño social es positivo en todos los sectores. Los p-valores asociados a los coeficientes de desempeño social son menores a 0.05, esto demuestra que la variable del desempeño es significativamente distinta de cero. Esto indica que no se puede aceptar la hipótesis de que el desempeño social disminuya los niveles de riesgo de las empresas. Al contrario, los resultados obtenidos para todos los sectores indican que cuanto mayor sea el nivel de desempeño social empresarial, mayor será el riesgo de mercado atribuido a las empresas.

Tabla 6.2.1.1: Hipótesis 2-Materiales básicos, industria y construcción

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Desempeño Social	0,0010	0,0001	8,4345	1,2474*10 ⁻⁶
R-cuadrado	0,8455			
R-cuadrado ajustado	0,7686			
N	14			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la segunda hipótesis para el sector de materiales básicos, industria y construcción.

Tabla 6.2.1.2: Hipótesis 2-Servicios de consumo

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Desempeño Social	0,0008	0,0002	4,1337	0,0044
R-cuadrado	0,7094			
R-cuadrado ajustado	0,5665			
N	8			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la segunda hipótesis para el sector de servicios de consumo.

Tabla 6.2.1.3: Hipótesis 2-Tecnología y telecomunicaciones

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Desempeño Social	0,0008	0,0002	3,8583	0,0308
R-cuadrado	0,8323			
R-cuadrado ajustado	0,4989			
N	4			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la segunda hipótesis para el sector de tecnología y telecomunicaciones.

Tabla 6.2.1.4: Hipótesis 2-Bienes de consumo

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Desempeño Social	0,0006	0,0002	2,7026	0,0426
R-cuadrado	0,5936			
R-cuadrado ajustado	0,3936			
N	6			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la segunda hipótesis para el sector de bienes de consumo.

Tabla 6.2.1.5: Hipótesis 2-Petróleo y energía

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Desempeño Social	0,0005	4,7762*10 ⁻⁵	10,3458	4,7696*10 ⁻⁵
R-cuadrado	0,9469			
R-cuadrado ajustado	0,7803			
N	7			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la segunda hipótesis para el sector de petróleo y energía.

Tabla 6.2.1.6: Hipótesis 2-Servicios financieros e inmobiliarios

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Desempeño Social	0,0010	0,0002	6,7726	0,0001
R-cuadrado	0,8515			
R-cuadrado ajustado	0,7265			
N	9			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la segunda hipótesis para el sector de servicios financieros e inmobiliarios.

Dado que los R cuadrado de todos los sectores muestran coeficientes positivos y todos ellos superiores a 0,3, esto indica el poder explicativo del modelo es bastante alto. Observando el R cuadrado ajustado también se puede decir que existe un gran poder explicativo por parte del modelo. Esta situación puede tener su origen en la ausencia de otros factores que puedan ejercer una mayor influencia o que simplemente el factor del desempeño social sea el más determinante. Tal y como muestran los coeficientes estimados, la incidencia positiva del desempeño social sobre el riesgo de mercado es más alta en los sectores de servicios financieros e inmobiliarios y en el de materiales básicos, industria y construcción. Así, los inversores atribuyen más riesgo ligado a los aspectos de RSC que a las empresas de otros sectores. Si bien, durante el periodo de estudio existe una gran desconfianza por parte de los inversores hacia estos dos sectores, ya que estos han sido los más penalizados en el periodo de recesión económica. Por otro lado, el efecto es de menor magnitud en los sectores de petróleo y energía, y bienes de consumo, aunque la incidencia sigue siendo positiva en todos los sectores analizados.

A modo de conclusión, se puede decir que no se cumple la hipótesis establecida ya que existe una relación positiva en todos los modelos planteados. Los inversores atribuyen más riesgo a aquellas empresas que alcanzan un mayor desempeño social ya que lo perciben como una inversión que podría interferir en el logro de los objetivos empresariales. Por ello, las empresas deberán valorar si les compensa o no la divulgación de información de carácter social, aunque, según los resultados obtenidos, parece que la mejor opción sería no alcanzar buenos niveles de desempeño social empresarial con el fin de no ver incrementado su riesgo de mercado. Asimismo, los inversores prefieren que los recursos se destinen a otras actividades diferentes al desempeño social empresarial. Si las empresas no lo tienen en cuenta podría desincentivar la inversión y alejar a potenciales inversores. Estas consideraciones volverían a evidenciar que no se cumplen las premisas establecidas por la TS y sí las de la TEN.

6.3. Incidencia positiva de la rentabilidad sobre el desempeño social empresarial.

El objetivo de la tercera hipótesis es contrastar que existe una relación positiva entre el desempeño social empresarial y su rentabilidad. De comprobarse, se cumplirían las premisas introducidas por la TRO, previamente analizada.

Tabla 6.3.1: Estimadores de la hipótesis 3

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Rentabilidad	2184,1479	3145,2054	0,6944	0,4908
R-cuadrado	0,0102			
R-cuadrado ajustado	-0,0111			
N	48			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la tercera hipótesis.

Al margen del signo del coeficiente estimado, el p-valor asociado al mismo es superior a 0,05, lo que indica que no se puede aceptar la hipótesis de que el valor obtenido para la rentabilidad sea significativamente distinto de cero, aspecto que indica que la rentabilidad no explica el desempeño social empresarial.

El valor obtenido para el R-cuadrado es bastante bajo, siendo muy inferior a 0,3. Esto indica que el poder explicativo del modelo es bajo y poco fiable. El escaso poder explicativo del modelo puede tener su origen en que en el presente trabajo solo se ha tenido en consideración la posible incidencia de una variable, la rentabilidad. Se deberían incluir un gran número de factores que pueden influir en los resultados obtenidos y que han sido enumerados anteriormente en la primera hipótesis. Esta inclusión de un mayor número de factores constituye una de las principales limitaciones del presente trabajo.

En conclusión, los resultados obtenidos indican que no se puede aceptar la tercera hipótesis planteada para la muestra seleccionada, ya que el desempeño social empresarial no depende de la rentabilidad que obtenga la empresa. De este modo, se demuestra que no es necesario alcanzar altos niveles de rentabilidad en el mercado para invertir y mejorar el desempeño social empresarial, aspecto que podría concienciar a las empresas menos rentables a llevar a cabo iniciativas de RSC. Se comprueba que no se cumple la TRO, es decir, que una mayor rentabilidad no implica una mayor inversión en obtener mejores niveles de desempeño social empresarial y por lo tanto, las empresas prefieren invertir sus excedentes en otros fines que no sean necesariamente sociales.

6.3.1. Análisis sectorial de la tercera hipótesis.

En las tablas 6.3.1.1 a 6.3.1.6 se muestran las estimaciones de los coeficientes para cada sector de actividad. Concretamente, todos los parámetros estimados son positivos, pero

no significativos (tal y como indican los p-valores, todos ellos mayores que 0,05). Este aspecto indica que la rentabilidad no explica el desempeño social de las empresas incluidas en los diferentes sectores de actividad considerados.

Tabla 6.3.1.2: Hipótesis 3-Materiales básicos, industria y construcción

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Rentabilidad	-4475,8544	5480,2803	-0,8167	0,4288
R-cuadrado	0,0488			
R-cuadrado ajustado	-0,0281			
N	14			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la tercera hipótesis para el sector de materiales básicos, industria y construcción.

Tabla 6.3.1.1: Hipótesis 3-Servicios de consumo

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Rentabilidad	8137,6967	5570,7431	1,4608	0,1875
R-cuadrado	0,2336			
R-cuadrado ajustado	0,0908			
N	8			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la tercera hipótesis para el sector de servicios de consumo.

Tabla 6.3.1.3: Hipótesis 3-Tecnología y telecomunicaciones

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Rentabilidad	7449,7788	14101,9786	0,5283	0,6339
R-cuadrado	0,0851			
R-cuadrado ajustado	-0,2482			
N	4			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la tercera hipótesis para el sector de tecnología y telecomunicaciones.

Tabla 6.3.1.4: Hipótesis 3-Bienes de consumo

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Rentabilidad	10476,7505	6590,4849	1,5897	0,1728
R-cuadrado	0,3357			
R-cuadrado ajustado	0,1357			
N	6			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la tercera hipótesis para el sector de bienes de consumo.

Tras analizar los coeficientes asociados a los R-cuadrado de cada sector, se puede observar que existe un nivel de poder explicativo bajo por parte de los modelos en todos los sectores, situándose por debajo de 0,3. El sector de bienes de consumo es en el único que el valor de su coeficiente se sitúa por encima de 0,3, lo que indica que existe un aceptable poder explicativo por parte del modelo.

Tabla 6.3.1.5: Hipótesis 3-Petróleo y energía

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Rentabilidad	24148,2653	22769,5619	1,0606	0,3297
R-cuadrado	0,1579			
R-cuadrado ajustado	-0,0088			
N	7			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la tercera hipótesis para el sector de petróleo y energía.

Tabla 6.3.1.6: Hipótesis 3-Servicios financieros e inmobiliarios

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Rentabilidad	-4789,1633	5947,2440	-0,8053	0,4439
R-cuadrado	0,0750			
R-cuadrado ajustado	-0,0500			
N	9			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la tercera hipótesis para el sector de servicios financieros e inmobiliarios.

Con los resultados obtenidos se puede concluir que no existe relación alguna entre las variables (rentabilidad y desempeño social) en ninguno de los sectores, confirmando así que la rentabilidad no incide positivamente en el desempeño social empresarial. En ningún sector se cumplen las premisas establecidas por la TRO, ya que el aumento de la rentabilidad no provoca un aumento en la inversión en desempeño social. Esto indica que cualquier empresa puede alcanzar buenos niveles de desempeño social empresarial sin que influyan los niveles de rentabilidad que obtenga en el mercado. La sociedad y el medio ambiente se pueden ver beneficiados por este hecho, ya que cualquier empresa, incluso las menos rentables, podrá invertir en mejorar sus niveles de desempeño social empresarial y, en consecuencia, el entorno que les rodea.

6.4. Incidencia positiva del riesgo sobre el desempeño social empresarial.

El objetivo de la última hipótesis planteada reside en contrastar si existe una relación positiva entre el riesgo de mercado experimentado por las empresas y su nivel de

desempeño social. Para que la mencionada relación alcanzara relevancia, es necesario que los valores de los coeficientes asociados a la variable del riesgo sean positivos y significativos.

El coeficiente obtenido para la variable del riesgo muestra que existe un gran efecto (ya que el coeficiente es de una magnitud muy relevante) de una variable sobre la otra ya que el p-valor asociado al mismo es inferior a 0,05 (siendo el parámetro estimado significativo). Así pues, se puede indicar que aquellas empresas que obtienen mayores niveles de riesgo en el mercado, generalmente, muestran un mayor grado de desempeño social.

Tabla 6.4.1: Estimadores de la hipótesis 4

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Riesgo	964,6044	79,7433	12,0964	4,8746*10 ⁻¹⁶
R-cuadrado	0,7569			
R-cuadrado ajustado	0,7356			
N	48			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la cuarta hipótesis.

Así, se confirma que la hipótesis planteada se cumple, ya que la relación existente entre las variables es positiva. Una de las principales causas puede residir en la intención, por parte de las empresas, de mitigar el riesgo de mercado a través de la divulgación social empresarial, con el fin de ganarse la confianza del inversor. Otro aspecto a tener en cuenta es que aquellas empresas que presentan altos niveles de riesgo utilizan la divulgación de información de sostenibilidad con el objetivo de legitimar sus operaciones. En este sentido, los resultados estarían en concordancia con la TL, que indica que las empresas incluyen el sistema social y las normas de su entorno en la estrategia de la organización con el fin de poder influir en aspectos como la legislación, la opinión pública o en los inversores. Éstas establecen sus objetivos en consonancia con la sociedad y publican los resultados que obtiene la organización mediante la emisión de información de sostenibilidad con el fin de refrendar sus actuaciones y así poder conseguir los objetivos financieros y no financieros que persigue la organización.

6.4.1. Análisis sectorial de la cuarta hipótesis.

Analizando los resultados se puede observar como los p-valores asociados a los coeficientes estimados para todos los sectores de actividad son inferiores a 0,05. Este aspecto indica que se puede aceptar la hipótesis de que los valores asociados sean

estadísticamente distintos de cero. Por lo tanto, se puede indicar que la variable riesgo permite explicar el nivel de desempeño social empresarial alcanzado por las empresas de la muestra.

Tabla 6.4.1.1: Hipótesis 4-Materiales básicos, industria y construcción

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Riesgo	875,6305	103,8157	8,4345	1,2474*10 ⁻⁶
R-cuadrado	0,8455			
R-cuadrado ajustado	0,7686			
N	14			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la cuarta hipótesis para el sector de materiales básicos, industria y construcción.

Tabla 6.4.1.2: Hipótesis 4-Servicios de consumo

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Riesgo	854,4226	206,6943	4,1337	0,0044
R-cuadrado	0,7094			
R-cuadrado ajustado	0,5665			
N	8			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la cuarta hipótesis para el sector de servicios de consumo.

Tabla 6.4.1.3: Hipótesis 4-Tecnología y telecomunicaciones

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Riesgo	1060,4523	274,8481	3,8583	0,0308
R-cuadrado	0,8323			
R-cuadrado ajustado	0,4989			
N	4			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la cuarta hipótesis para el sector de tecnología y telecomunicaciones.

Concretamente, las estimaciones revelan que existe una clara relación positiva entre el riesgo de mercado y el nivel de desempeño llevado a cabo por las empresas. De este modo, la cuarta hipótesis planteada no puede ser rechazada para ningún sector de actividad considerado. Analizando los diferentes sectores, se observa que dicha relación positiva es de mayor magnitud en los sectores de tecnología y telecomunicaciones,

bienes de consumo y petróleo y energía. Esta situación puede tener su explicación en que dichos sectores, en el año 2011, tuvieron la necesidad de legitimar sus acciones frente a la sociedad, cumpliéndose las premisas de la TL que han sido explicadas anteriormente.

Tabla 6.4.1.4: Hipótesis 4-Bienes de consumo

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Riesgo	946,2763	350,1306	2,7026	0,0426
R-cuadrado	0,5936			
R-cuadrado ajustado	0,3936			
N	6			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la cuarta hipótesis para el sector de bienes de consumo.

Tabla 6.4.1.5: Hipótesis 4-Petróleo y energía

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Riesgo	1916,2967	185,2239	10,3458	4,7696*10 ⁻⁵
R-cuadrado	0,9469			
R-cuadrado ajustado	0,7803			
N	7			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la cuarta hipótesis para el sector de petróleo y energía.

Tabla 6.4.1.6: Hipótesis 4-Servicios financieros e inmobiliarios

	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	P-valor
Riesgo	814,5985	120,2786	6,7726	0,0001
R-cuadrado	0,8515			
R-cuadrado ajustado	0,7265			
N	9			

Esta tabla muestra la estimación de los parámetros relacionados con la cuarta hipótesis para el sector de servicios financieros e inmobiliarios.

De este modo, las empresas intentan compensar el riesgo de mercado a través de acciones sociales más transparentes que puedan llevar al inversor a confiar en las empresas que las llevan a cabo.

7.- CONCLUSIONES

El objetivo que persigue este trabajo es estudiar la posible relación de dependencia entre el desempeño social y financiero obtenido por las empresas más representativas del Mercado Continuo español. Para medir el nivel de desempeño social empresarial se ha utilizado el grado de transparencia de la divulgación de información de sostenibilidad en materia social. La información ha sido obtenida para el año 2011. La medición del desempeño financiero empresarial ha sido realizada a través de la rentabilidad y riesgo de mercado de las diferentes compañías durante el mismo periodo de tiempo (2011).

Los resultados obtenidos permiten afirmar que hay cierta dependencia entre algunas de las variables analizadas. Concretamente, el desempeño social empresarial no incide negativamente en la rentabilidad, aspecto que no está en línea con la TEN (que indica que incrementos en el desempeño social empresarial tendría un efecto negativo sobre el valor de mercado de las compañías). Este aspecto es muy relevante y que permite establecer una de las conclusiones más importantes del trabajo, y que indica que aquellas empresas más débiles financieramente podrían tener incentivos para adoptar políticas sostenibles que no perjudican a la rentabilidad y que mejorarían el bienestar social de la comunidad en general. Tampoco ambas variables (rentabilidad y desempeño social) se asocian positivamente, aspecto que no permite corroborar las premisas establecidas por la TS (que indica que aquellas empresas con mayores niveles de desempeño social son recompensadas en términos financieros por los inversores).

Por otro lado, los resultados obtenidos permiten concluir que incrementos en la rentabilidad de las empresas no implican que éstas alcancen mayores niveles de desempeño social. En este caso no se cumplen las premisas establecidas por la TRO y, por lo tanto, aquellas empresas que poseen recursos ociosos no los destinan a la mejora de sus niveles de desempeño social. Si se observan las variables de riesgo de mercado y desempeño social empresarial se pueden establecer relaciones y extraer conclusiones a partir de las hipótesis planteadas. Concretamente, se llega a la conclusión de que cuanto mayor sea el desempeño social empresarial, mayor será el riesgo de mercado para las empresas. El mercado atribuye niveles más altos de riesgo a aquellas empresas que alcanzan un mayor nivel desempeño social. El inversor puede ver este tipo de inversiones como una amenaza para sus inversiones, ya que la inversión en desempeño social hace que la empresa se desvíe del objetivo de su actividad principal que es obtener buenos niveles de desempeño financiero. En este caso no se cumpliría la TS y sí

que se verificarían las premisas establecidas por la TEN. Esto podría suponer una oportunidad de negocio para aquellos inversores que quieran beneficiarse de los altos rendimientos que pueden obtenerse de las inversiones con alto riesgo. Adicionalmente, se llega a la conclusión de que cuanto mayor es el riesgo de mercado, mayores niveles de desempeño alcanzan las organizaciones. Esto podría ser debido a que aquellas empresas a las que se les atribuyen mayores niveles de riesgo utilizan la divulgación de información de sostenibilidad como medio para poder legitimar sus acciones y actividades (proceso legitimador). Así, mediante la mejora del desempeño social empresarial se pueden superar obstáculos y reforzar aquellos puntos débiles que se presentan en el entorno donde realizan su actividad las empresas.

Este estudio aporta implicaciones de cierta relevancia para el estudio del impacto social de las prácticas empresariales, lo que puede ayudar a que tanto los inversores como las empresas tengan una mayor conciencia de las repercusiones que pueden generar a tanto su macro como micro-entorno. Además, algunas empresas pertenecientes a sectores de actividad concretos (energía, combustible o financiero) sí que deberían interesarse en incrementar su grado de desempeño social con el objetivo de legitimar su actividad e incrementar o mantener sus niveles de reputación. También, el trabajo permite observar cómo en épocas de alta incertidumbre, el desempeño social es utilizado como un mecanismo de respuesta ante incrementos significativos en los niveles de riesgo empresarial. Concretamente, se puede concluir que las empresas involucradas usan la inversión en RSC como mecanismo legitimador. Finalmente, se recomienda considerar los aspectos sociales y medioambientales dentro de la estrategia empresarial como potencial generador de ventajas competitivas en el largo plazo y también para acomodar la práctica empresarial ante la aparición de nuevas normas que exijan una mayor rigurosidad en relación a los aspectos sociales evaluados y así anticiparse con respecto a la competencia, teniendo así una mayor flexibilidad.

7.1 Limitaciones del trabajo y posibilidades de mejora.

El presente trabajo se ha realizado midiendo el desempeño social en base a un modelo o estándar de divulgación de información de sostenibilidad como es el marco conceptual proporcionado por el GRI, en el cual sólo se han tenido en cuenta un cierto número de indicadores de aspectos sociales. Sería de gran interés tomar como referencias otros modelos o incluir más indicadores en el estudio con el fin de establecer diferentes puntos de vista y tener en cuenta más aspectos. Otro punto interesante sería incluir en la

muestra más de un año para poder comparar las relaciones de dependencia a lo largo de diferentes períodos temporales. En este trabajo solo se ha evaluado el desempeño, tanto financiero como social, en un único periodo, limitando la relevancia y capacidad de generalización de los resultados obtenidos. En este sentido, sería interesante replicar el análisis en otros períodos de tiempo con condiciones más estables de mercado (ya que la crisis financiera puede influir de forma significativa en los resultados obtenidos). Los resultados del trabajo podrían estar sesgados por el hecho de no incluir más variables de control de las variables dependientes utilizadas. Esto representa una posible vía de trabajo en el futuro, tratando de aislar el efecto de las variables introducidas en el análisis con la presencia de variables de control clásicas para medir el desempeño social y financiero empresarial. Además del desempeño social, se podría también analizar el desempeño medioambiental o incluir otras variables en los modelos de regresión como la facturación, el tamaño de la empresa o el sector productivo en el que se desarrolla la actividad como variables de control. Finalmente, el ámbito geográfico de la muestra se basa en el análisis de un solo país, España. Se deberían incluirse en la muestra otros países de la UE o incluso de otros continentes para poder establecer más comparativas. Sería interesante incluir países con características similares, y por otro, países con diferencias significativas en cuanto a los valores culturales e institucionales.

8. BIBLIOGRAFÍA

- ADAM, J., PETERSON, S., PORTNEY, P. y STAVINS, R. (1995): “Environmental regulation and the competitiveness of U.S. manufacturing. What does the evidence tell us?”. *Journal of Economic Literature*, Vol. 32, páginas 132-163.
- ARCHEL, P. (2003): “La divulgación de la información social y medioambiental de la gran empresa española en el periodo 1994-1998. Situación actual y perspectivas”. *Revista española de financiación y contabilidad*, Vol. 32, Nº 117, páginas 571-601.
- BRAMMER, S., BROOKS, C. y PAVELIN, S. (2006): “Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures”. *Financial Management*, Vol. 35, Nº 3, páginas 97-116.
- DONALDSON, T. y PRESTON, L. (1995): “The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications” *Academy of management review*, Vol. 20, Nº 1, páginas 65-91.
- ELKINGTON J. (1997): *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*. Capstone, Oxford.
- ESPINOZA, V. (1999): “Social networks among the urban poor: inequality and integration in a Latin American city”. *Westview press*, páginas 147-184.
- FREEMAN, R. (1984): *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press, Cambridge.
- FREEDMAN, M. y PATTEN, D. (2004): “Evidence on the pernicious effect of financial report environmental disclosure”. *Accounting Forum*, Vol. 28, Nº 1, páginas 27-41.
- FRIEDMAN, M. (1970): “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits”. *The New York Times Magazine*.
- GRAY, R., OWEN, D. y ADAMS, C. (1996): “*Accounting and accountability. Changes and challenges in corporate social and environmental reporting*”. Prentice-Hall, London.
- GUÍA PARA LA ELABORACIÓN DE MEMORIAS DE SOSTENIBILIDAD. GRI, Global Reporting Initiative, versión 3.1, 2000-2011.

HENRIQUES, A. (2004): “CSR, sustainability and the triple bottom line”. Routledge, London.

KLING, R. (1996): “Social relationships in electronic forums: hangouts, slons, workplaces and communités”. In R.Kling (Ed.) Computerization and controversy: value conflicts and social choices, *Ed Academic Press*. 2^a ed. páginas 426-454.

LARRINAGA, C., MONEVA, J., LLENA, F., CARRASCO, F. y CORREA, C. (2002): “Regulación contable de la información medioambiental. Normativa española e internacional”. Madrid AECA, Madrid.

LEE, D., FAFF, R. y LANGFIELD-SMITH, K. (2009): “Revisiting the Vexing Question: Does Superior corporate social lead to improved financial performance”. *Australian Journal of Management*, Vol. 34, N° 1, páginas 21-49.

LIN, N. y WESTCOTT, J. (1991): “Marital engagement, disengagement, social networks and mental health”. Ed. Plenum Press, New York.

MILNE, M. y CHAN, C. (1999): “Narrative corporate social disclosures: how much of a difference do they make to investment decision-making?”. *The British Accounting Review*, Vol. 31, N° 4, páginas 439-457.

MONEVA, J. y ORTAS, E. (2007): “Información de sostenibilidad y performance financiera en el mercado español: especial referencia al sector financiero”. *Ekonomiaz, Revista Vasca de Economía*, N° 66, páginas 246 -265.

MONEVA, J. y ORTAS, E. (2008): “Are stock markets influenced by sustainability matter? Evidence from European companies”. *International Journal of Sustainable Economy*, Vol. 1, N° 1, páginas 1-16.

MONEVA, J. y ORTAS, E. (2009): “Desarrollo sostenible e información corporativa. Evolución y situación actual”. *Economía Industrial*, N° 371, páginas 139-154.

MONEVA, J. y ORTAS, E. (2010): “Corporate environmental and financial performance: a multivariate approach”. *Industrial Management & Data Systems*, Vol. 110, N° 2, páginas 193-210.

MONEVA, J., ORTAS E. y ACERO, I. (2013): “Divulgación de la información de responsabilidad social en las cooperativas de crédito y cajas de ahorros aragonesas”. *CIRIEC-España, Revista de Economía Social, Pública y Cooperativa*, N° 77, páginas 5-29.

ORTAS, E., BURRITT. R. y MONEVA, J. (2013): “Socially Responsible Investment and cleaner production in the Asia Pacific: does it pay to be good?”. *Journal of Cleaner Production*, Vol. 52, páginas 272-280.

ORTAS, E., GALLEGÓ-ÁLVAREZ, I. y ÁLVAREZ-ETXEBERRÍA, I. (2015): “Financial factors influencing the quality of corporate social responsibility and environmental management disclosure: a quantile regression approach”. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 22, páginas 362-380.

ORTAS, E. y MONEVA, J. (2011a): “Origen y desarrollo de la divulgación de información de sostenibilidad: Análisis del contexto Latinoamericano”. *CGC, Revista de Globalización, Competitividad y Gobernabilidad*, Vol. 5, Nº2, páginas 16-37.

ORTAS, E. y MONEVA, J. (2011b): “Sustainability stock exchange indexes and investor expectations: Multivariate evidence from DJSI-Stoxx”. *Revista española de financiación y contabilidad*, Vol. 40, Nº 151, páginas 395-416.

ORTAS, E. y MOSEÑE, J. (2011): “Sostenibilidad en tiempos de crisis, ¿una apuesta al fracaso o un valor en alza?: evidencia del sector energético español”. *Revista de contabilidad- Spanish Accounting review*, Vol. 14, Nº Extraordinario, páginas 299-320.

STEVENS, W. (1984): “Market reaction to corporate environmental performance”. *Advances in Accounting*, Nº1, páginas 41-61.

SZÉKELY, F. y KNIRSCH, M. (2005): “Responsible leadership and corporate social responsibility: metrics for sustainable performance”. *European management journal*, Vol. 23, Nº 6, páginas 628-647.

THOMAS, A. (2001): “Corporate environmental policy and abnormal stock returns: An empirical investigation”. *Business Strategy and the Environment*, Vol. 10, Nº 3, páginas 125-134.

VEN, V. y JEURISSEN, R. (2005): “Competing responsibly”. *Business Ethics Quarterly*, Vol. 15, Nº 2, páginas 299-317.

9. ANEXOS

9.1. Empresas y sectores analizados.

Tabla 9.1: Listado de empresas y sectores analizados

Materiales básicos, industria y construcción	Servicios de consumo	Tecnología y telecomunicaciones
ABENGOA ACCIONA ACERINOX ACS ARCELORMITTAL CEMENTOS PORTLAND VALDERIBAS EADS FCC FERROVIAL FLUIDRA GAMESA IBERIA OHL SACYR	ABERTIS ATRESMEDIA DIA MEDIASET MELIA NHL HOTELES PRISA PROSEGUR	AMADEUS INDRA TECNOCOM TELEFONICA
Servicios financieros e inmobiliarios	Bienes de consumo	Petróleo y energía
BANCO POPULAR BANCO SABADELL BANCO SANTANDER BANKINTER BBVA BME CAIXA BANK MAPFRE REALIA	BAYER ENCE IBERPAPEL INDITEX SNIACE VIDRALA	ENAGAS ENDESA ENEL GAS NATURAL IBERDROLA R.E.C. REPSOL

9.2. Indicadores de Desempeño Social proporcionados por el GRI.

Tabla 9.2.: Indicadores de desempeño social

INDICADORES DEL DESEMPEÑO DE DERECHOS HUMANOS
•Aspecto: <i>PRÁCTICAS DE INVERSIÓN Y ABASTECIMIENTO</i>
• HR1 Porcentaje y número total de contratos y acuerdos de inversión significativos que incluyan cláusulas que incorporan preocupaciones en materia de derechos humanos o que hayan sido objeto de análisis en materia de derechos humanos.
• HR2 Porcentaje de los proveedores, contratistas y otros socios comerciales significativos que han sido objeto de análisis en materia de derechos humanos, y medidas adoptadas como consecuencia.
•Aspecto: <i>NO DISCRIMINACIÓN</i>
• HR4 Número total de incidentes de discriminación y medidas correctivas adoptadas.
•Aspecto: <i>LIBERTAD DE ASOCIACIÓN Y CONVENIOS COLECTIVOS</i>
• HR5 Operaciones y proveedores significativos identificados en los que el derecho a libertad de asociación y de acogerse a convenios colectivos pueda ser violado o pueda correr importantes riesgos, y medidas adoptadas para respaldar estos derechos.
•Aspecto: <i>EXPLORACIÓN INFANTIL</i>
• HR6 Operaciones y proveedores significativos identificados que conllevan un riesgo significativo de incidentes de explotación infantil, y medidas adoptadas para contribuir a la abolición efectiva de la explotación infantil.
•Aspecto: <i>TRABAJOS FORZADOS</i>
• HR7 Operaciones y proveedores significativos identificados como de riesgo significativo de ser origen de episodios de trabajo forzado u obligatorio, y las medidas adoptadas para contribuir a la abolición efectiva de la explotación infantil.
•Aspecto: <i>EVALUACIÓN</i>
• HR10 Porcentaje y número total de operaciones que han sido objeto de revisiones o evaluaciones de impacto en materia de derechos humanos.
•Aspecto: <i>MEDIDAS CORRECTIVAS</i>
• HR11 Número de quejas relacionadas con los derechos humanos que han sido presentadas, tratadas y resueltas mediante mecanismos conciliatorios formales.

INDICADORES DEL DESEMPEÑO DE SOCIEDAD

- Aspecto: *COMUNIDADES LOCALES*

- **S01** Porcentaje de operaciones donde se han implantado programas de desarrollo, evaluaciones de impactos y participación de la comunidad local.
- **S09** Operaciones con impactos negativos significativos posibles o reales en las comunidades locales.
- **S010** Medidas de prevención y mitigación implantadas en operaciones con impactos negativos significativos posibles o reales en las comunidades locales.

- Aspecto: *CORRUPCIÓN*

- **S02** Porcentaje y número total de unidades de negocio analizadas con respecto a riesgos relacionados con la corrupción.
- **S03** Porcentaje de empleados formados en las políticas y procedimientos anti-corrupción de la organización.
- **S04** Medidas tomadas en respuesta a incidentes de corrupción.

- Aspecto: *POLÍTICA PÚBLICA*

- **S05** Posición en las políticas públicas y participación en el desarrollo de las mismas y de actividades de "lobbying".

- Aspecto: *CUMPLIMIENTO NORMATIVO*

- **S08** Valor monetario de sanciones y multas significativas y número total de sanciones no monetarias derivadas del incumplimiento de las leyes y regulaciones.

INDICADORES DEL DESEMPEÑO DE LA RESPONSABILIDAD SOBRE PRODUCTOS

- Aspecto: *SALUD Y SEGURIDAD DEL CLIENTE*

- **PR1** Fases del ciclo de vida de los productos y servicios en las que se evalúan, para en su caso ser mejorados, los impactos de los mismos en la salud y seguridad de los clientes y porcentaje de categorías de productos y servicios significativos sujetos a tales procedimientos de evaluación.

- Aspecto: *ETIQUETADO DE PRODUCTOS Y SERVICIOS*

- **PR3** Tipos de información sobre los productos y servicios que son requeridos por los procedimientos en vigor y la normativa, y porcentaje de productos y servicios sujetos a tales requerimientos informativos.

- Aspecto: *COMUNICACIONES DE MARKETING*

- **PR6** Programas de cumplimiento de las leyes o adhesión a estándares y códigos voluntarios mencionados en comunicaciones de marketing, incluidos la publicidad, otras actividades promocionales y los patrocinios.

- Aspecto: *CUMPLIMIENTO NORMATIVO*

- **PR9** Coste de aquellas multas significativas fruto del incumplimiento de la normativa en relación con el suministro y el uso de productos y servicios de la organización.