

## Trabajo Fin de Máster

### **INFLUENCIA DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN EL RESULTADO SOCIAL Y FINANCIERO**

#### **Análisis mediante ecuaciones estructurales en entidades cotizadas españolas**

Autora:

Nerea Alonso Fernández

Director:

Javier García Lacalle

Facultad de Economía y Empresa

2015

# ÍNDICE

---

RESUMEN .....	1
ABSTRACT .....	1
INTRODUCCIÓN.....	2
1. GOBIERNO CORPORATIVO (GC) Y RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA (RSC) .....	4
1.1. Gobierno Corporativo en España .....	4
1.2. Responsabilidad Social Corporativa .....	6
1.3. Relación entre GC, RSC y Performance .....	8
2. DESARROLLO DE LAS HIPÓTESIS .....	10
3. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN .....	16
3.1 Población y muestra .....	16
3.2. Variables utilizadas .....	17
3.3. Modelo propuesto .....	21
3.4. Metodología .....	23
4. RESULTADOS DE LOS ANÁLISIS .....	25
4.1. Estadísticos descriptivos .....	25
4.2. Validación de los modelos .....	27
4.3. Resultados de los modelos validados .....	30
5. DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS .....	32
6. CONCLUSIONES FINALES .....	37
BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS .....	39
ANEXOS .....	46

## RESUMEN

---

Numerosos trabajos han analizado la influencia de las características de Gobierno Corporativo (GC) en las decisiones y resultados de las empresas, obteniendo distintas conclusiones. Este trabajo tiene por objeto determinar la influencia que ejercen las características de GC en la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) y en la Performance Financiera de las empresas. Estos aspectos, han sido normalmente estudiados de forma independiente. En este estudio se incluyen ambas dimensiones del resultado empresarial mediante el uso de ecuaciones estructurales. Para ello, se ha usado una muestra de 100 empresas españolas que cotizaban en la Bolsa de Madrid en el ejercicio 2013. Los resultados sugieren que el factor relativo a GC que más afecta a la RSC y a la Performance Financiera es el tamaño del Consejo de Administración, mientras la diversidad de género no tiene ninguna influencia sobre ambas variables; por otra parte, los resultados de la relación entre la RSC y la performance financiera no son concluyentes.

## ABSTRACT

---

Many studies have analyzed the influence of the characteristics of Corporate Governance (CG) on the decisions and on the performance of enterprises, obtaining different conclusions. The aim of this study is to determine the influence of the characteristics of CG on Corporate Social Responsibility (CSR) and Financial Performance of Spanish listed companies. These issues have been usually studied independently. In this study, both dimensions of business performance are included using structural equations. In order to get it, we have made a sample of 100 Spanish companies listed on the Madrid Stock Exchange in 2013. The results suggest that the factor of CG that most affects CSR and financial performance is the size of board of directors, while gender diversity has no effect on both variables. On the other hand, the relationship between CSR and financial performance is not conclusive.

## INTRODUCCIÓN

---

El concepto de Gobierno Corporativo ha adquirido una gran importancia en las últimas décadas, ya que contribuye al crecimiento de las empresas: mantener un correcto diseño en la dirección de las sociedades, es una señal positiva que favorece a la empresa y que anima a los accionistas a invertir en ella. En 1997 el Consejo de Ministros acordó la creación de una Comisión Especial para la elaboración del Código Ético de Buen Gobierno (que luego pasaría a llamarse Código de Buen Gobierno), una guía donde se recogían una serie de recomendaciones referentes a este tema. El Código estaba dirigido a todas aquellas empresas que cotizaban en el mercado continuo español y que debían elaborar a final de año un informe sobre Gobierno Corporativo, en el que se mostraban y explicaban el grado de seguimiento de las recomendaciones. Este Código ha sufrido modificaciones a lo largo de los años: en mayo de 2006 se aprobó el Código Unificado de Buen Gobierno por acuerdo del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), en junio 2013 se modificó este Código y finalmente, la última actualización tuvo lugar en febrero de 2015.

El objetivo de este trabajo es estudiar la forma en la que las características relativas al Gobierno Corporativo (características del Consejo de Administración como el tamaño, la diversidad de género, las reuniones que llevan a cabo, la independencia y la dualidad) influyen en la performance social (Responsabilidad Social Corporativa) y en la performance financiera (resultado) de las empresas, así como la relación entre estas últimas. Este tema es interesante, ya que analizamos de qué forma afecta al resultado de las empresas el seguimiento de las recomendaciones que establece el Código de Buen Gobierno. Como “novedad” metodológica se ha empleado la técnica de ecuaciones estructurales para modelizar y realizar el contraste empírico. La gran ventaja de esta técnica es poder establecer y estudiar un mayor número de relaciones entre variables, permitiendo por un lado la creación de constructos (que pueden capturar mejor distintas características) y, por otro lado, incluir más de una variable dependiente.

El trabajo se estructura en 6 secciones. En la primera se define el marco teórico alrededor del cuál va a girar el trabajo (Gobierno Corporativo, Responsabilidad Social Corporativa y vínculos entre ambos conceptos con la performance financiera). A continuación, se establecen las hipótesis a estudiar. En la tercera sección, se describe el diseño de la investigación: población y muestra elegida, variables utilizadas, modelo

propuesto y metodología empleada. En la siguiente sección se presentan los resultados del análisis empírico: estadísticos descriptivos, validación de los modelos y resultados de los modelos validados. En la quinta sección se discuten los resultados expuestos en la anterior sección y finalmente, en la última sección, se presentan una serie de conclusiones sobre el trabajo realizado.

# 1. GOBIERNO CORPORATIVO (GC) Y RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA (RSC)

---

## 1.1. Gobierno Corporativo en España

La Comisión Europea (EC, 2011) define el Gobierno Corporativo como *“el sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas y como una serie de relaciones entre el cuerpo directivo de una empresa, su consejo, sus accionistas y otras partes interesadas.”*

El Consejo de Administración de una empresa es el principal mecanismo para implementar los principios de GC (Paul et al., 2011); sus principales características son el tamaño del Consejo, su composición y la dualidad (Dalton et al., 1998, 1999). Otros factores importantes que debemos tener en cuenta al hablar de GC son la diversidad de género en el Consejo, que está evolucionando significativamente (Daily y Dalton, 1993) y el número de reuniones que se desarrollan a lo largo del año en el Consejo.

La CNMV es la encargada de desarrollar una serie de normas bajo el nombre de “Códigos de Buenas Prácticas o de Buen Gobierno” que deben seguir las empresas cotizadas y que les proporcionan una guía sobre la creación, composición y tareas de sus órganos de gobierno y que, en conjunto, integran el Gobierno Corporativo. Su principal objetivo es establecer mecanismos que garanticen la supervivencia de la empresa a largo plazo y la transparencia en todos los ámbitos de actuación de la misma (García y Albornoz, 2004). El origen de estos códigos se remonta al 28 de febrero de 1997, cuando el Consejo de Ministros acordó la creación de una Comisión Especial para el estudio de un Código ético de los Consejos de Administración de las sociedades, que tuvo lugar el 30 de junio. El acuerdo encomendó a esta Comisión Especial un doble cometido: la redacción de un Informe sobre la problemática de los Consejos de Administración de las sociedades que participasen en los mercados financieros y la elaboración de un Código Ético de Buen Gobierno (que luego llamarían Código de Buen Gobierno) de asunción voluntaria por estas sociedades. En 2006, fue aprobado el Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas por acuerdo del Consejo de la CNMV de 22 de mayo de 2006, como documento único, junto con las recomendaciones de GC. Por acuerdo del Consejo de Ministros de 10 de mayo de 2013, se creó una Comisión de expertos en materia de Gobierno Corporativo para proponer las

iniciativas y las reformas normativas que se considerasen adecuadas para garantizar el buen gobierno de las empresas y para prestar apoyo y asesoramiento a la CNMV en la modificación del Código de 2006, que tuvo lugar en junio de 2013. La última actualización del Código de Buen Gobierno fue elaborada con el apoyo y asesoramiento de la Comisión de expertos y aprobada por acuerdo del Consejo de la CNMV el 18 de febrero de 2015. Las novedades que presenta son las siguientes:

- Se ajusta a un nuevo formato que parte de distinguir e identificar los principios que inspiran las recomendaciones.
- Muchas de las recomendaciones del Código unificado de 2006 se han incorporado a normas legales, por lo que no forman parte de este Código de buen gobierno.
- Se han incorporado recomendaciones específicas en materia de RSC.

En este trabajo nos vamos a centrar en las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas de 2013. Sus principios, conforme a lo indicado en la página web de la CNMV, son las siguientes:

#### Voluntariedad, con sujeción al principio de “cumplir o explicar”

La Ley del Mercado de Valores obliga a las sociedades cotizadas españolas a presentar en su Informe Anual de Gobierno Corporativo el grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo o, en su caso, la explicación de la falta de seguimiento de dichas recomendaciones. De esta manera, deja a la libre autonomía de cada sociedad la decisión de seguir o no las recomendaciones de Gobierno Corporativo, pero les exige que, cuando no lo hagan, revelen los motivos que lo justifican. En concordancia con ese principio, el Código no reitera entre sus recomendaciones los preceptos legales aplicables, por lo que omite recomendaciones que no son necesarias en España, al haber quedado incorporadas a nuestro ordenamiento jurídico.

En la actualización de 2015, este principio no varía, pero se señala que la Unión Europea ha recogido expresamente en su normativa la validez de este principio, confirmado recientemente en el Libro Verde de la Unión Europea sobre Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas. También explica que la reciente reforma de la Ley de Sociedades de Capital ha elevado a la categoría de normas legales de obligado cumplimiento ciertas cuestiones básicas que se han considerado exigibles a todas las

sociedades. De esta forma, el marco actual del GC de las sociedades cotizadas en España puede valorarse considerando dos niveles:

- Por un lado las normas de obligado cumplimiento incorporadas a la Ley de Sociedades de Capital y demás disposiciones legales aplicables.
- Por otro, las recomendaciones de buen gobierno contenidas en este Código de buen gobierno, de carácter estrictamente voluntario, puesto que las cuestiones consideradas básicas e imprescindibles han quedado incorporadas a normas de obligado cumplimiento.

### Evaluación por el mercado

Corresponde a los accionistas, a los inversores y, en general, a los mercados valorar las explicaciones que las sociedades cotizadas den en relación con el no seguimiento o el seguimiento parcial de las recomendaciones que, en su caso, corresponda. En la actualización de 2015 este principio no varía.

### Generalidad

El Código está dirigido a todas las sociedades cotizadas, con independencia de su tamaño y nivel de capitalización. A pesar de ello, algunas de sus recomendaciones puedan resultar poco apropiadas o excesivas para las empresas de menor tamaño. Si ello ocurriera, dichas sociedades deberán explicar debidamente las razones y las opciones elegidas, quedando así su libertad y autonomía de organización plenamente salvaguardadas. En la actualización de 2015 este principio pasa a denominarse “ámbito de aplicación” y la única aportación que hace es establecer algunas recomendaciones en las que expresamente se indica que son de aplicación única a las sociedades cotizadas de mayor capitalización.

## **1.2. Responsabilidad Social Corporativa**

Según establece AECA en el “Marco Conceptual de la Responsabilidad Social Corporativa” (AECA, 2004, pfo 17): *“RSC es el compromiso voluntario de las empresas/organizaciones con el desarrollo de la sociedad y la preservación del medioambiente, desde su composición social y un comportamiento responsable hacia las personas y grupos sociales con quienes interactúa.”*



El Código Unificado de Buen Gobierno de 2013 hace referencia al cumplimiento de aquellos principios de responsabilidad social que la compañía considere razonable adoptar de forma voluntaria para una responsable conducción de los negocios, y establece la necesidad de aprobar en pleno la política de RSC. En la actualización del Código de 2015 se introducen recomendaciones específicas en materia de RSC, debido a su importancia y a la necesidad de prestarle una adecuada atención por parte de los sistemas de gobierno corporativo de las sociedades. Esas recomendaciones específicas establecen la atribución de funciones específicas en esta materia a una comisión especializada y la necesidad de que la organización informe, en un documento separado o en el informe de gestión, sobre los asuntos relacionados con la RSC.

La RSC integra una triple perspectiva de la gestión de las organizaciones, que abarca sus grandes áreas temáticas: economía, medio ambiente y sociedad. Éste enfoque fue definido por John Elkington (1997) bajo el nombre de “*Triple Bottom Line*”. Sin embargo la RSC tiene un carácter pluridimensional que afecta a distintos ámbitos de la gestión de la empresa (derechos humanos, prácticas de trabajo y empleo, protección de la salud, cuestiones medioambientales, lucha contra el fraude y la corrupción e intereses de los consumidores). En el caso de este trabajo, sólo nos centraremos en el “*Triple Bottom Line*” debido a la dificultad de medición de las otras dimensiones.

Actualmente existen diversas iniciativas que regulan, promueven e impulsan la responsabilidad social, tanto con normas vinculantes como a través de políticas de promoción e incentivo. Dentro de ellas, la iniciativa más importante es el GRI (Global Reporting Initiative), organización internacional sin ánimo de lucro líder en el campo de la sostenibilidad, cuyo fin es promover el uso de las Memorias de Sostenibilidad por parte de las empresas, como herramienta para mejorar la sostenibilidad y contribuir al desarrollo sostenible de la economía. Para cumplir con su objetivo desarrolla un marco estándar para elaborar la memoria aplicable a todas las empresas y que actualmente es utilizado en todo el mundo, bajo el nombre de “Guía para la elaboración de Memorias de Sostenibilidad – Principios y contenidos básicos”. Actualmente, la versión aplicable es la del G4 y las empresas pueden encontrarla en la página web oficial del GRI. Esta guía proporciona los principios e indicadores necesarios para medir e informar sobre los impactos y resultados relacionados con la sostenibilidad y permite una mayor transparencia en la organización.

### 1.3. Relación entre GC, RSC y Performance

Las prácticas de buen gobierno y la Responsabilidad Social Corporativa, son dos formas de dirigir las organizaciones hacia una situación más justa y ética que les provea de mejores resultados o performance. En este trabajo, hablaremos de “performance” en lugar de utilizar el término rentabilidad, ya que queremos estudiar los resultados de las entidades más allá de la rentabilidad económica y el término “performance” es un término más amplio.

En los últimos años, la relación entre GC y RSC se ha hecho más estrecha debido a la necesidad de conseguir el equilibrio entre rentabilidad y responsabilidad social. Según la Comisión Europea (EC, 2011): *“El gobierno corporativo y la responsabilidad social de las empresas son elementos clave para cimentar la confianza de las personas en el mercado único. Contribuyen también a la competitividad de las empresas europeas, ya que son las empresas bien dirigidas y sostenibles las que están en mejores condiciones para contribuir a los ambiciosos objetivos de crecimiento”*.

El análisis de la RSC y el GC implica tener en cuenta los mecanismos que configuran el proceso de adopción de decisiones en las empresas y los diferentes intereses que se ven afectados en dichos procesos; debido a esto, hay que abordar el estudio de los diversos factores que confluyen sobre ellos. La RSC se puede considerar una extensión de los esfuerzos para promover un efectivo GC, garantizar la sostenibilidad de las empresas a través de prácticas empresariales claras que promueven la rendición de cuentas y la transparencia, no sólo a los accionistas sino también para la sociedad (Jo y Harjto, 2011).

Distintos autores como Demb y Neubauer (1992), Sonnenfeld (2002), Kiel y Nicholson (2005) o Westphal y Bednar (2005), que han estudiado la influencia del Consejo de Administración, de acuerdo a las prácticas de buen gobierno, en las decisiones y resultados de sus empresas creyendo que logran un impacto significativo sobre ellos. A pesar de ello, hay autores como Dalton et al. (1998) que no encuentran relación significativa entre la composición del Consejo de Administración y los resultados de las empresas.

Por otra parte, numerosos trabajos apuntan que un comportamiento socialmente responsable contribuye a crear valor para la empresa, a partir del desarrollo de recursos estratégicos clave (Surroca et al., 2010; Wang y Bansal, 2012). En este sentido, se argumenta que la RSC debería integrarse en la dirección estratégica de las empresas porque ello ayuda a justificar las elecciones estratégicas y permite generar intangibles de alto valor, a la vez que le permite aprovechar oportunidades para alcanzar mejores resultados económicos (Hart y Sharma, 2004; Surroca et al., 2010; Guadamillas y Donate, 2011). Pese a todo, la literatura sobre RSC no ofrece resultados concluyentes en cuanto a la relación entre RSC y resultados económicos (Lee, 2008; García-Castro et al., 2010; Setó y Angla, 2011), por tratarse de modelos incompletos en los que se omiten variables, por la falta de consenso en la definición y medición de la RSC o por no considerar el largo plazo en el análisis, entre otros motivos (Margolis y Walsh, 2003; García-Castro et al., 2010; Surroca et al., 2010; Miras et al., 2011).

## 2. DESARROLLO DE LAS HIPÓTESIS

---

### Relación entre tamaño del Consejo de Administración y performance

El número de personas que forman parte del consejo afecta a la eficacia de éste en la toma de decisiones, ya que un número pequeño puede ser insuficiente para aportar ideas u opiniones y, por el contrario, un número elevado puede provocar problemas de coordinación y conflictos entre los miembros. Según la recomendación 9 del Código Unificado de Buen Gobierno de 2013, debería estar compuesto por entre 5 y 15 miembros. Tras la actualización del Código de 2015, esto no varía.

Autores como Pearce y Zahra (1992) encuentran que el aumento del número de consejeros puede introducir diferentes características personales que ayudarán a vincular la organización con su ambiente externo, favoreciendo así la toma de decisiones estratégicas en materia de RSC. Cuadrado et al. (2014) muestran un efecto positivo del tamaño del consejo sobre las actividades socialmente responsables de la empresa; cuando el número de consejeros se incrementa, las prácticas de RSC son más importantes en la compañía, pero cuando el número de consejeros es excesivamente grande, la empresa comienza a reducir tales actividades. Por el contrario, Brown et al. (2006) encuentran una relación negativa, ya que consejos más grandes son más ineficientes debido a la dificultad de llegar a acuerdos.

Muchos de los estudios que examinan la relación entre el tamaño del consejo y la performance financiera, han llegado a la conclusión de que ambas variables se correlacionan negativamente. Esto se debe a que a medida que el tamaño crece, aumentan los problemas de comunicación y coordinación (Yermack, 1996) y esto se ve reflejado en el resultado. Por el contrario autores como Dalton et al. (1998), Beverley y Shireenjit (2009) o Kiel y Nicholson (2003) encuentran grandes ventajas de tener consejos grandes. Van den Berghe y Levrau (2004) ponen de manifiesto que incrementar el número de consejeros permite aumentar el nivel de conocimientos, habilidades y experiencias del consejo, lo que repercute positivamente en el resultado.

*H<sub>1</sub> A. Un mayor tamaño del Consejo de Administración tiene un efecto positivo en la performance RSC.*

*H<sub>1</sub> B. Un mayor tamaño del Consejo de Administración tiene un efecto positivo en la performance financiera.*

#### Relación entre diversidad de género y performance

La diversidad de género, definida como la presencia femenina dentro del Consejo de Administración de las empresas (Carter et al., 2003), refleja una preocupación moral por la igualdad entre hombres y mujeres, lo que favorece la imagen que la empresa muestra a la sociedad, cada vez más justa e igualitaria. Por otro lado, las mujeres tienen perspectivas distintas a las de los hombres, y pueden contribuir a las empresas con formas alternativas de asumir los conflictos, aportando nuevos conocimientos y posibles soluciones a los problemas (Dang et al., 2012). Como explican Bear et al. (2010), las mujeres pueden ser más participativas y democráticas en las tomas de decisiones, y aportar nuevas y diferentes perspectivas que contribuirán a alcanzar mejores decisiones.

El Código de 2013 recoge en su epígrafe relativo a la diversidad de género que “lograr una adecuada diversidad en los Consejos de Administración no constituye sólo un desafío en el plano de la ética, de la política y de la responsabilidad social corporativa; es también un objetivo de eficiencia que las sociedades cotizadas deben plantearse, al menos a medio plazo”. Relativo a este tema, cuenta con una recomendación para promover la incorporación de las mujeres a los consejos y a la alta dirección de las empresas nacionales, a diferencia de la obligatoriedad de la legislación en países como Alemania, Francia, Noruega, Italia, Bélgica, Holanda o Austria. En la recomendación 14, expone que cuando sea escaso o nulo el número de consejeras, la Comisión de Nombramientos deberá promover la selección de éstas. Sin embargo, el nuevo Código de 2015 es más concreto y recomienda que las empresas cotizadas aprueben una política que favorezca la diversidad de conocimientos, experiencias y género y promuevan el objetivo de que el número de consejeras represente, al menos, el 30% del total de miembros del Consejo de Administración en 2020.

Hay muchos estudios cuyos resultados muestran la existencia de una relación positiva entre la presencia de mujeres en el Consejo de Administración y la performance. Bear et al. (2010) señalan que un mayor número de mujeres en el consejo mejora la RSC, y esto tiene un efecto positivo sobre el resultado financiero de la empresa. Otro ejemplo es el de Zhang et al. (2013), quienes demuestran cómo la existencia de mujeres en el consejo

conlleva una mejora en la RSC de la empresa. También García-Meca et al. (2014) explican que la presencia de mujeres en los consejos mejora el gobierno de la empresa, lo que la lleva a mejorar su performance financiera. Carter et al. (2003) consiguen demostrar esta relación positiva entre el porcentaje de mujeres y el resultado financiero de la empresa. Para Adams and Ferreira (2009) y Lincoln y Adedoyin (2012), la diversidad de género favorece el GC y tiene un efecto positivo en la performance financiera, ya que las mujeres pueden ser más diligentes a la hora de participar en las reuniones del consejo e incrementan la confianza de los grupos de interés en la empresa. Por otra parte, también hay autores que no han encontrado relación entre ambas variables como es el caso de Martínez-Ferrero et al. (2015).

*H<sub>2</sub> A. Una mayor diversidad de género tiene un efecto positivo en la performance RSC.*

*H<sub>2</sub> B. Una mayor diversidad de género tiene un efecto positivo en la performance financiera.*

#### Relación entre dualidad y performance

Este concepto, hace referencia a la concurrencia en la misma persona de los cargos de primer ejecutivo y Presidente del Consejo de Administración de la sociedad. El hecho de que una misma persona ostente ambos cargos, puede reducir costes de información y coordinación pero, por otra parte también puede dar lugar a que todo el poder de decisión recaiga única y exclusivamente sobre esa persona, llevándole a tomar decisiones que convengan más a su persona, que a la propia sociedad.

No existe uniformidad acerca de si es oportuno que el cargo de Presidente del Consejo pueda recaer en un consejero ejecutivo de la sociedad y tampoco una base empírica para formular una recomendación a favor de uno u otro criterio, por lo que el Código Unificado de Buen Gobierno no se pronuncia sobre la conveniencia o no de separar ambos cargos.

Cabrera-Suárez et al. (2014), consiguen demostrar la relación positiva que existe entre la dualidad CEO y la performance de la empresa. Otros autores como Tian y Lau (2001), Kula (2005), Lam y Lee (2007) o Kaymak y Bektas (2008), creen que la dualidad CEO tiene un efecto negativo sobre los resultados empresariales.

*H<sub>3</sub> A. La dualidad presidente-consejero ejecutivo tiene un efecto negativo en la performance RSC.*

*H<sub>3</sub> B. La dualidad presidente-consejero ejecutivo tiene un efecto negativo en la performance financiera.*

#### Relación entre independencia y performance

La existencia de consejeros independientes o no ejecutivos es de vital relevancia ya que, debido a su condición de independientes, serán capaces de ejercitar sus funciones sin estar condicionados por relaciones directas o indirectas tanto con consejeros ejecutivos o con la sociedad, como con accionistas significativos. Según la recomendación 12 del Código de 2013, el número de consejeros independientes debería representar, al menos, un tercio del total de consejeros. Sin embargo, tras la modificación de 2015 esta cantidad pasa a ser, al menos, la mitad del total de consejeros en la recomendación 17. Aun así, también expone que cuando la sociedad no sea de elevada capitalización o cuando, aun siéndolo, cuente con un accionista, o varios actuando concertadamente, que controlen más del 30% del capital social, el número de consejeros independientes represente, al menos, un tercio del total de consejeros.

Autores como O'Neill et al. (1989), han confirmado con sus estudios que existe una relación positiva entre la presencia de consejeros no ejecutivos y el comportamiento social responsable de la empresa. También Zhang et al. (2013) y Martínez-Ferrero et al. (2015) demuestran cómo influye la independencia de los consejeros de manera positiva en la RSC de la empresa. Cuadrado et al. (2014) muestra un efecto positivo entre ambas variables, aunque existe un punto en el que incluir nuevos consejeros independientes reduce las prácticas de RSC, pero añadir un nuevo consejero ejecutivo las puede incrementar.

Cabrera-Suárez et al. (2014) encuentran que una elevada proporción de directores ejecutivos afectan negativamente a la performance debido a los problemas de agencia; por ello, la existencia de un mayor número de independientes deberá proporcionar mejores resultados a las empresas. Sin embargo, sus resultados también muestran que la influencia de los consejeros no ejecutivos comienza a ser positiva cuando no tienen relación con la dualidad CEO. Esto significa que los ejecutivos independientes juegan

un papel significativo positivo en situaciones donde el poder máximo es sostenido por el presidente. Müller (2014), por el contrario, encuentra un impacto positivo fuerte entre la independencia y performance financiera.

*H<sub>4</sub> A. Una mayor independencia tiene un efecto positivo en la performance RSC.*

*H<sub>4</sub> B. Una mayor independencia tiene un efecto positivo en la performance financiera.*

#### Relación entre número de reuniones y performance

El Consejo de Administración debe reunirse con cierta frecuencia y estar presente en la vida de sociedad, desarrollando su función de supervisión y control del equipo de dirección y de la Comisión Delegada. También es importante que no tenga más reuniones de las precisas, ya que pondría en evidencia su ineficiencia. Según la recomendación 18 del Código de 2013, el consejo se debería reunir con la frecuencia precisa para desempeñar sus funciones, pero no establece un número exacto de reuniones. A diferencia de éste, el Código actualizado de 2015 es más preciso y concreta en su recomendación 26 que el consejo se reúna, al menos, 8 veces al año.

Autores como Lipton y Lorsch (1992) sostienen que los consejos con un mayor número de reuniones son más eficientes, por lo que servirán mejor los intereses generales; un consejo activo tiene mayor control e interés en las cuestiones que demanda la sociedad (RSC) y esto se verá reflejado en el resultado. Por otra parte, demasiadas reuniones pueden reflejar un consejo ineficiente, afectando negativamente a los resultados (Vafeas, 1999).

*H<sub>5</sub> A. Un mayor número de reuniones tiene un efecto positivo en la performance RSC.*

*H<sub>5</sub> B. El número de reuniones influye en la performance financiera.*

#### Relación entre performance social y performance financiera

Como ya hemos comentado en el apartado referente a la RSC, el Código de 2013 establece que las empresas deben cumplir sus principios sociales y aprobar su política de RSC en pleno. Tras la modificación de 2015 se introducen ciertas recomendaciones específicas sobre este tema, referentes a la atribución de funciones específicas en RSC a



una comisión especializada y la necesidad de que la organización informe sobre los asuntos relacionados con la responsabilidad social corporativa.

Actualmente, encontramos diversas publicaciones que han analizado si existe una relación entre ambos conceptos: GC, medido por el grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código Unificado, y los resultados empresariales o performance. Autores como Keenan (2004) afirman que asegurar el equilibrio entre el buen gobierno corporativo y una estrategia eficaz es fundamental para lograr adecuados resultados del negocio; por ello, resulta interesante determinar esta relación de forma cuantitativa. Jo y Harjto (2011), Galbreath y Shum (2012) o Shen y Chang (2008) también exponen que la RSC está positivamente relacionada con el GC y con la performance financiera. Por otro lado, también hay algunos estudios sobre la relación entre rendimiento y buenas prácticas de GC, cuyos resultados obtenidos muestran que ésta es débil, poco consistente o incluso contradictoria, como los de Alves y Mendes (2004).

*H<sub>6</sub>. La performance RSC influye de manera positiva en la performance financiera.*

### 3. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

---

#### 3.1 Población y muestra

La población objeto de estudio está formada por 100 empresas españolas no financieras que cotizan en el mercado continuo de valores español: 27 empresas del IBEX 35 y 73 restantes que no cotizan en dicho índice, pero que replican los sectores a los que pertenecen las empresas del IBEX 35. Esto supone una proporción de 27 empresas no IBEX frente a cada una del IBEX. Este tamaño es adecuado tanto por la representatividad de la muestra frente a la población total de 166 empresas no financieras (representa un 60.24%) como para la metodología empleada. Los datos utilizados corresponden al ejercicio 2013, aunque para algunos años se utilizan también datos correspondientes al año 2012.

Como ya se ha comentado, todas las empresas cotizadas deben remitir a la CNMV cierta información económica-financiera obligatoria; ejemplo de ello son las Cuentas Anuales Consolidadas y Auditadas y el Informe sobre Gobierno Corporativo. Algunos de los datos necesarios para calcular las variables que se han utilizado en el trabajo se han extraído de dichos informes:

- De las Cuentas Anuales Consolidadas y Auditadas de cada una de las 100 empresas, se han obtenido los datos referentes a: Activo Total, Patrimonio Neto, Cifra de Negocios Neta, gasto de personal, número de trabajadores y gastos de naturaleza ambiental.
- De los Informes sobre Gobierno Corporativo elaborados por la CNMV: “Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del IBEX 35, 2013” e “Informe anual de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, 2013”, se ha obtenido información referente a dicho concepto de cada una de las empresas: el número de miembros del Consejo de Administración, el número de consejeras, la existencia de dualidad CEO (Chairman and Chief Executive Officer), el grado de independencia y el número de reuniones del Consejo de Administración.

Los datos referentes a las retribuciones del Consejo de Administración, se han obtenido de los informes elaborados por la CNMV: “Informe anual de Remuneraciones de los

Consejeros de las compañías del IBEX 35, 2013” e “Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros de las sociedades cotizadas, 2013”.

### 3.2. Variables utilizadas

#### Variables dependientes

##### *Performance RSC*

Dada la ausencia de un índice específico generalmente aceptado para medir la RSC, hemos optado por estudiar dos de sus dimensiones: la social y la medioambiental. Para ello, hemos creado unos índices que explican cada una de esas dimensiones, con los que intentaremos crear el constructo “Performance RSC” (véase explicación de la metodología empleada en el apartado 3.4).

- **Social.** Para medir la dimensión social, se ha estudiado la desviación de la retribución media del Consejo de Administración respecto al salario medio de los empleados. En primer lugar, se han dividido los datos del gasto de personal de cada una de las empresas entre el número de trabajadores, para conseguir el salario medio que reciben los empleados. El siguiente paso es obtener la retribución media de un miembro del Consejo de Administración; para ello, dividimos la retribución total del consejo de cada una de las empresas entre el número de miembros que componen cada uno. Para conseguir la relación final, se divide la retribución media del consejero por el salario medio ya calculado.
- **Medioambiental.** Para medir la dimensión medioambiental, se ha realizado la media de los gastos de naturaleza ambiental de las empresas de 2012 y 2013, conforme a lo publicado en los Estados Financieros. Dado que no todas las empresas proporcionan datos sobre este aspecto, en la sección de metodología se explica cómo se ha resuelto esta circunstancia de cara a los análisis realizados posteriormente.

##### *Performance financiera*

La variable que queremos explicar en última instancia es el resultado financiero o performance financiera. Como explica Jiménez (2011), a la hora de estudiar la relación

del GC y la RSC en la performance financiera de la empresa, debemos tener en cuenta que esa relación debe ser consistente ante el uso de distintas medidas de rendimiento. En este estudio, vamos a utilizar dos variables para medir la performance financiera e intentaremos crear un constructo formado por ambas para representarla:

- **ROE o Rentabilidad Financiera:** resultado contable sobre el valor en libros del capital propio.
- **ROA o Rentabilidad Económica:** resultado contable sobre el valor en libros del activo.

Otras formas de medir el resultado explicadas por Carter et al. (2003) son: el rendimiento de las acciones o rentabilidad bursátil, la Q de Tobin (también usada por Jo y Harjto, 2011) o el ratio “Book to market”. En esta investigación no se analizan debido a la densidad de trabajo que ello supondría, y porque creemos que tanto la rentabilidad económica como la financiera se adecúan más a nuestro estudio. Concretamente, la Q de Tobin ha sido utilizada en numerosos estudios realizadas hasta la fecha en materia de rentabilidad, pero no hemos considerado oportuno incluirla debido a que refleja la valoración del mercado y eso depende también de indicadores externos, no sólo de los internos (referentes al Consejo de Administración), que son los que estamos analizando.

### Variables independientes

Las variables independientes que vamos a utilizar, son las referentes a GC:

- El *tamaño* del Consejo de Administración, medido como el número de miembros del consejo (incluido el presidente).
- La *diversidad de género* en el Consejo de Administración. Algunos estudios la miden como el porcentaje de mujeres que hay en el consejo o simplemente a través de su presencia en éste: Campbell y Mínguez-Vera (2008), Hillman y Cannella (2007) o Huse et al. (2009); otros se centran en el número de mujeres (Torchia et al., 2011). Debido a las diferentes formas de medirlo y para mejorar la calidad explicativa, en este estudio se analiza mediante un constructo formado por tres variables: i) la existencia o no de mujeres, medido como una variable dicotómica donde ‘1’ significa que hay mujeres y ‘0’ el caso contrario; ii) el número de

consejeras; y iii) el porcentaje que representan las mujeres sobre el total del número de consejeros.

- La existencia de *dualidad* CEO-Presidente. Esto supone que el cargo de presidente y de principal consejero ejecutivo recaiga o no en la misma persona. Esta variable se mide como una variable dicotómica que toma valor '1' si el primer ejecutivo de la empresa ostenta el cargo de Presidente del Consejo de Administración y '0' en caso contrario.
- El grado de *independencia* del consejo, medido como el número de consejeros independientes dividido entre el número total de consejeros.
- El *número de reuniones* que lleva a cabo el Consejo de Administración anualmente.

#### Variables de control

Hay otras variables, que sin ser el principal objeto de estudio, también afectan a la performance financiera de la empresa, por lo que las introducimos en el modelo para mejorarlo. A estas variables las llamamos variables de control, y están relacionadas con las características de la empresa:

- *El tamaño de la entidad*. Es una variable fundamental a la hora de estudiar la performance de las empresas; aquéllas con mayor tamaño podrán aprovechar las economías de escala, realizar grandes inversiones y desarrollar competencias aunque, por otro lado, también pueden suponer un problema debido a la dificultad de coordinación y los conflictos de intereses.

El tamaño puede venir expresado de diversas maneras y los trabajos académicos han usado una u otra forma de manera desigual. En este caso, se utilizan tres magnitudes representativas del tamaño para crear un constructo que refleja de forma más completa el tamaño de las empresas:

- Volumen del negocio: hace referencia a la cifra de negocios neta.
- Activo total de la empresa. Esta variable es utilizado por la gran mayoría de los autores, como por ejemplo Prado et al. (2009), Carter et Al (2003).
- Número de trabajadores de los que dispone la empresa.

Otros autores como Prado et al. (2009) también utilizan la capitalización bursátil o del mercado, que se expresa como el precio de la acción en un momento concreto multiplicado por el número de acciones en circulación en dicho momento.

En general, es de esperar que cuanto mayor sea el tamaño de la empresa, mayor interés pondrá en cumplir con las recomendaciones de GC y en mantener una buena estrategia de RSC, aspectos que contribuirán a unos resultados positivos de las sociedades.

- *El endeudamiento.* Se mide como Pasivo dividido para Activo Total. El endeudamiento reduce el resultado de la empresa, ya que parte de sus recursos debe emplearlos en disminuirlo, por lo que afecta de manera negativa a éste.

Existen otras características vinculadas a la empresa que no han sido utilizadas en este estudio, pero que autores como Prado et al. (2009) emplean:

- *El sector al que pertenece la empresa.* Las empresas cuya actividad está vinculada al medio ambiente, suelen prestar mayor atención en mantener niveles adecuados de RSC y en seguir las recomendaciones de buen gobierno. Es una variable muy utilizada en los estudios, pero en este caso no se va a incluir ya que sólo las empresas que pertenecen a los sectores más contaminantes publican datos sobre medio ambiente y, por tanto, el estudio no iba a ser representativo.
- *La cotización en otras bolsas.* La participación de las empresas participen en otros mercados internacionales, puede provocar que al desenvolverse en entornos más exigentes, presenten más atención a mejorar sus RSC y la adecuación a las recomendaciones del buen gobierno.
- *El ratio “Market to Book” (MTB).* Éste representa las oportunidades de crecimiento.

Una vez desarrolladas las variables que vamos a utilizar, pasamos a definir algunos constructos que van a ser necesarios para llevar a cabo nuestro estudio.

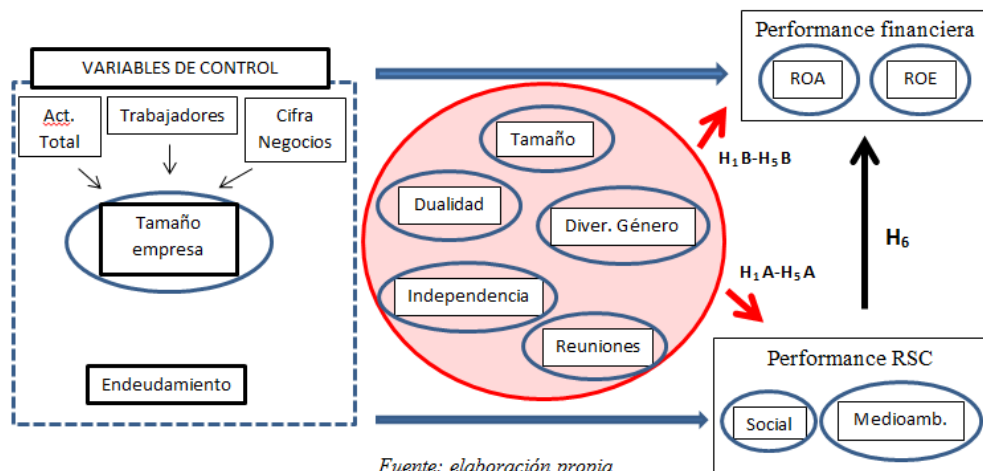
- Para medir la **Performance RSC**, crearemos un constructo formado por la dimensión social y la medioambiental explicadas anteriormente.

- Como hemos dicho, hay multitud de formas de medir la rentabilidad de las empresas. En este caso, el constructo **Performance Financiera** estará inicialmente formado por la rentabilidad financiera (ROE) y la económica (ROA).
- El **tamaño** también puede definirse de muchas maneras, por lo que el constructo lo definiremos en base al logaritmo neperiano del activo total de la empresa, el de la cifra de negocios neta y el del número de empleados.
- En cuanto al constructo **diversidad de género**, estará formado por el número de mujeres que componen el Consejo de Administración, el porcentaje que representan y la presencia o no de éstas.

### 3.3. Modelo propuesto

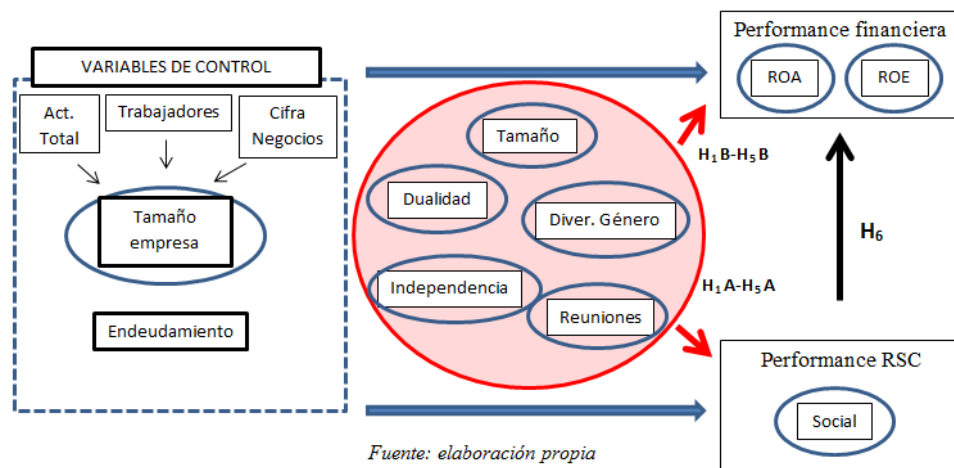
El objetivo de la investigación es estudiar cómo influyen las variables relativas a GC en la RSC de la empresa y en la performance financiera y, a su vez, cómo lo hace la RSC en ésta última (Figura 1). Debido a la escasez de empresas que presentan datos referentes al medio ambiente, ha sido necesario dividir el estudio en dos partes: un modelo inicial en el que se analizan todas las empresas en su vertiente social de la RSC y económica que llamaremos “Modelo RSC-Social” (Figura 2) y otro que llamaremos “Modelo RSC” en el que sólo se analizan las empresas que disponen de datos medioambientales (Figura 3). Para llevar a cabo este último, se reajusta la base de datos incluyendo sólo aquellas empresas que presentan datos referentes a los gastos ambientales en sus Cuentas Anuales Consolidadas, que son 41 de las 100 estudiadas. En este caso, se ha decidido suprimir del modelo las variables de control tamaño y endeudamiento, tras comprobar que siempre afectan al resultado de la empresa, para mejorar la capacidad explicativa del modelo al haber reducido la población muestral. También se ha incluido la variable Medioambiental, medida como el logaritmo del gasto ambiental medio de cada empresa de 2012 y 2013.

Figura 1: Modelo propuesto



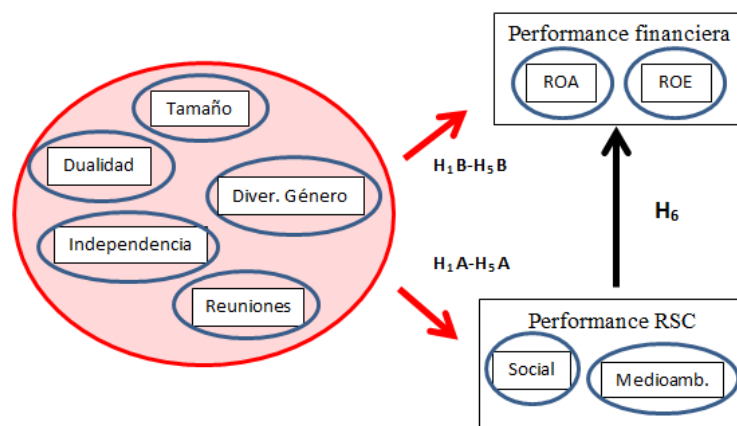
Fuente: elaboración propia

Figura 2: Modelo RSC-Social



Fuente: elaboración propia

Figura 3: Modelo RSC



Fuente: elaboración propia



### 3.4. Metodología

El modelo se va a calcular mediante ecuaciones estructurales, conforme a la publicación de Carlos Serrano (2007) y utilizando el programa informático Partial Least Squares (PLS) (SmartPLS v. 2.0.M3). Como ya se ha comentado, la gran ventaja de esta técnica es la de permitir proponer el tipo y la dirección de las relaciones que se espera encontrar entre las variables incluidas en el modelo, para pasar posteriormente a estimar los parámetros que vienen especificados por las relaciones propuestas a nivel teórico. Por este motivo se denominan también modelos confirmatorios, ya que el interés fundamental es “confirmar” mediante el análisis de la muestra las relaciones propuestas a partir de la teoría explicativa que se haya decidido utilizar como referencia.

En el modelo se contemplan las relaciones entre cada constructo y sus indicadores y se basa en el cálculo de los componentes principales. El procedimiento que se utiliza es deductivo, ya que proponemos a priori los indicadores que han de formar el constructo y se van descartando aquellos que no cumplen ciertas propiedades de consistencia. El proceso, tal y como explica el profesor Serrano, consiste en:

#### Medir la fiabilidad

En primer lugar se calcula la fiabilidad que mide la consistencia de los indicadores del constructo, es decir, que los indicadores están midiendo lo mismo.

- Fiabilidad Simple (reliability). Se calcula el alpha de Cronbach. El valor de este índice debe ser mayor a 0.7.
- Fiabilidad Compuesta (composite reliability). La diferencia es que el alpha de Cronbach presupone a priori que cada indicador de un constructo contribuye de la misma forma mientras que la fiabilidad compuesta utiliza las cargas de los ítems tal como existen en el modelo causal. El valor de este índice debe ser mayor a 0.6.

#### Medir la validez convergente

La validez convergente es el grado en que los indicadores reflejan el constructo es decir, si miden lo que se pretende medir. Para ello, se calcula el Average Variance Extracted (AVE) que mide que la varianza del constructo se pueda explicar a través de los indicadores elegidos. El valor de este índice debe ser mayor a 0.5.

### Medir la validez discriminante

La validez discriminante implica que cada constructo debe ser significativamente diferente del resto de los constructos con los que no se encuentra relacionado. Los R-square miden la cantidad de varianza del constructo que es explicada por el modelo.

Estos tres primeros pasos se realizan mediante la opción “calculate blindfolding”.

### Medir relevancia predictiva

Este paso se realiza mediante la opción “calculate blindfolding”. Si  $1 - (SSE/SSO) > 0$  se considera que el modelo tiene validez predictiva con respecto a esas variables independientes. En esta sección, también podemos evaluar la calidad del modelo global (Goodnes of fit); para ello utilizaremos la siguiente fórmula (Tenenhaus et al., 2005):

$$GoF = \sqrt{\text{Media } R^2 * \text{Media AVE}}$$

En función del valor obtenido, el modelo se considerará:

- Bueno:  $GoF > 0.36$
- Medio:  $GoF 0.25 - 0.36$
- Bajo:  $GoF < 0.25$

### Medir las ecuaciones estructurales

En este punto verificamos la significatividad del modelo estructural. Este paso se realiza mediante la opción “calculate bootstraping”. Los coeficientes de regresión estandarizados beta llamados "path coefficients" permiten analizar el cumplimiento de las hipótesis planteadas mediante el “t-statistic” y el signo de las relaciones entre las variables.

## 4. RESULTADOS DE LOS ANÁLISIS

### 4.1. Estadísticos descriptivos

La Tabla 1 recoge los estadísticos descriptivos de las variables utilizadas en este estudio. Para obtenerlos, se ha utilizado el paquete estadístico SPSS.

*Tabla 1: Estadísticos descriptivos*

	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
Nº MIEMBROS	100	4,00	21,00	10,56	3,51
Nº MUJERES	100	0,00	5,00	1,27	1,24
% MUJERES	100	0,00	0,50	0,12	0,12
% INDEPENDENCIA	100	0,33	1,00	0,82	0,14
Nº REUNIONES	100	4,00	19,00	9,84	3,52
ACTIVO TOTAL *	100	12.475	118.862.000	7.442.685	18.366.336
CIFRA NEGOCIOS *	100	980	57.061.000	3.860.154	10.047.138
Nº EMPLEADOS	100	10	164.750	13.074	30.117
ENDEUDAMIENTO	100	0,04	1,41	0,65	0,27
RET.MEDIA.CONS./SAL.MEDIO	100	2,22	503,25	69,04	91,59
GASTO AMBIENTAL MEDIO *	100	0	183.000	15.385	38.848
ROE	100	-6,30	8,65	0,13	1,30
ROA	100	-2,31	0,22	-0,03	0,27
N válido (según lista)	100				
<b>VARIABLES DUMMY</b>	N	Si	No		
DUALIDAD	100	51	49		
PRESENCIA MUJERES	100	68	32		
PRESENTAN G. AMBIENTALES	100	41	59		

\*(Variables expresadas en miles de euros)

El número medio de miembros que componen el Consejo de Administración es superior a 10, por lo que, en general, cumplen con la recomendación que da la CNMV en el Código Unificado de Buen Gobierno de 2013 que establece que debe estar compuesto por entre 5 y 15 miembros. Aun así, hay empresas que no llegan a ese límite, situándose con 4 miembros en su consejo como Solaria Energía y Medioambiente, S.A. y S.A. Ronsa, y otras que lo superan como Gas Natural SDG, S.A. (17), Repsol YPF, S.A.

(16), Fomento de Construcciones y Contratas, S.A. (18) o Telefónica, S.A. (18), entre otras.

En cuanto a la diversidad de género, hay 32 de los 100 consejos en los que no participan mujeres; en el resto, el número máximo es de 5 mientras que la media es alrededor de una mujer, lo que supone un bajo grado de cumplimiento de la recomendación de la CNMV, y está lejos de lo que propone la nueva versión del Código de 2015. La máxima representación de mujeres en los consejos es de un 50% en S.A. Ronsa.

El porcentaje mínimo de independencia es un 33%, lo que se corresponde con un tercio del total de consejeros como marca el Código Unificado de Buen Gobierno de 2013. El porcentaje de independencia medio supera el 80%, lo que supone también el cumplimiento de la recomendación expuesta por el Código actualizado de 2015 (al menos la mitad del total de consejeros).

El número de reuniones que llevan a cabo está entre 4 (Barón de Ley, S.A. o Inverfiatc, S.A.) y 19 (Sniace, S.A.) y la media gira en torno a 10 reuniones al año. El Código Unificado de Buen Gobierno de 2013 en su correspondiente recomendación no establece un número determinado de reuniones, pero la actualización de 2015 sugiere un mínimo de 8 al año, por lo que las empresas de nuestra muestra lo cumplirían.

Sólo 41 de las 100 empresas presenta en sus Cuentas Anuales gastos de naturaleza ambiental, por eso la cifra mínima es 0; por otro lado, la máxima es de 183 millones en Repsol YPF, S.A. (empresa que pertenece al sector de Petróleo y Energía). La mayor parte de las empresas que disponen de gastos ambientales pertenecen al sector de Petróleo y Energía o al sector industrial.

Referente a la dualidad, disponemos de 51 empresas en las que el primer ejecutivo de la empresa ostenta a la vez el cargo de Presidente del Consejo de Administración.

Las cifras referentes al tamaño de la empresa (activo total, cifra de negocios y número de empleados) varían mucho ya que por ejemplo, encontramos el mínimo de número de empleados en 10 en S.A. Ronsa y el máximo en 164.750 en ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S.A. Esto se debe a que nuestra muestra está formada por empresas que cotizan en el IBEX 35 y otras de menor tamaño y capitalización que cotizan en el mercado continuo pero no forman parte del IBEX.

## 4.2. Validación de los modelos

En este apartado se explican los resultados obtenidos en las distintas fases para la validación de los modelos que, finalmente, sirven para estudiar las relaciones/hipótesis planteadas. En el anexo se muestran los modelos, tal y como los planteamos en el programa informático Partial Least Squares (PLS).

### Modelo RSC-Social

En primer lugar analizamos la eficacia de los constructos (tabla 2). Al fijarnos en “Tamaño” y “Mujeres”, vemos que están formados por las variables más representativas de dichos constructos y que ofrecen una buena calidad. Por el contrario, si nos fijamos en el constructo “Performance Financiera”, observamos que no resulta adecuado medirla a través de la variable ROE porque lo empeora. Como podemos ver, la relación resultante es menor que 0.7 e incluso negativa. Debido a esto, reajustamos este primer modelo utilizando sólo la variable ROA como indicador de la performance financiera.

*Tabla 2: Calidad constructos modelo RSC-Social*

	B	B	B	B	B		RSC	Performance	
	Dual	Gender	Independence	Meetings	Size	Endeudamiento	Social	Financiera	Tamaño
% INDEPENDENCIA	0	0	1	0	0	0	0	0	0
% MUJERES	0	<b>0,80</b>	0	0	0	0	0	0	0
DUALIDAD CEO	1	0	0	0	0	0	0	0	0
ENDEUDAMIENTO	0	0	0	0	0	1	0	0	0
LN AT	0	0	0	0	0	0	0	0	<b>0,91</b>
LN CN	0	0	0	0	0	0	0	0	<b>0,98</b>
LN N°EMP	0	0	0	0	0	0	0	0	<b>0,94</b>
MUJ SI/NO	0	<b>0,90</b>	0	0	0	0	0	0	0
N° MIEMBROS	0	0	0	0	1	0	0	0	0
N° MUJERES	0	<b>0,93</b>	0	0	0	0	0	0	0
N° REUNIONES	0	0	0	1	0	0	0	0	0
ROA	0	0	0	0	0	0	0	<b>0,95</b>	0
ROE	0	0	0	0	0	0	0	<b>-0,85</b>	0
RSC-SOCIAL	0	0	0	0	0	0	1	0	0

Una vez ajustado el modelo (tabla 3), comprobamos que los constructos tienen en los dos índices de fiabilidad valores superiores a 0.7, por lo que superan esta primera prueba. La validez convergente medida a través de los AVE sale mayor que 0.5, por lo que también cumplen este segundo criterio. Asumimos el cumplimiento de la validez discriminante dado el alto valor del AVE (la raíz cuadrada de los AVE debe ser superior a las correlaciones entre los constructos). El R-square de la “Performance Financiera” es 0.43 y el de la “RSC-Social” 0.47.

*Tabla 3: Fiabilidad y validez modelo RSC-Social*

	Composite		Cronbachs			
	AVE	Reliability	R Square	Alpha	Communality	Redundancy
B Dual	1	1	0	1	1	0
B Gender	0,71	0,88	0	0,91	0,71	0
B Independence	1	1	0	1	1	0
B Meetings	1	1	0	1	1	0
B Size	1	1	0	1	1	0
Endeudamiento	1	1	0	1	1	0
RSC-Social	1	1	0,47	1	1	0,04
Performance						
Financiera	1	1	0,43	1	1	0,01
Tamaño	0,89	0,96	0	0,94	0,89	0

También comprobamos que el modelo tiene validez predictiva, ya que todos los valores de la última columna son mayores que 0 (tabla 4).

*Tabla 4: Relevancia predictiva modelo RSC-Social*

Total	SSO	SSE	1-SSE/SSO
RSC-Social	100	54,09	<b>0,46</b>
Performance Financiera	100	57,42	<b>0,43</b>

En el índice GoF obtenemos un valor de 0.53, por lo que podemos concluir que la calidad del modelo es muy buena.

### Modelo RSC

En este modelo tenemos dos constructos: “RSC” y “Performance Financiera”. El primero de ellos ofrece una buena calidad pero nos volvemos a encontrar con un

problema en el segundo (tabla 5), aunque en este caso la variable que empeora el modelo es el ROA. Por ello, reajustamos el modelo utilizando sólo la variable ROE como indicador de la performance financiera.

*Tabla 5: Calidad constructos modelo RSC*

	B Dual	B Gender	B Independence	B Meetings	B Size	RSC	Performance Financiera
% INDEPENDENCIA	0	0	1	0	0	0	0
% MUJERES	0	<b>0,97</b>	0	0	0	0	0
DUALIDAD CEO	1	0	0	0	0	0	0
GASTO AMBIENTAL MEDIO	0	0	0	0	0	<b>0,76</b>	0
MUJ SI/NO	0	<b>0,88</b>	0	0	0	0	0
Nº MIEMBROS	0	0	0	0	1	0	0
Nº MUJERES	0	<b>0,96</b>	0	0	0	0	0
Nº REUNIONES	0	0	0	1	0	0	0
RET.MEDIA.CONSUM./SAL.MEDIO	0	0	0	0	0	<b>0,93</b>	0
ROA	0	0	0	0	0	0	<b>-0,89</b>
ROE	0	0	0	0	0	0	<b>0,94</b>

Una vez ajustado el modelo (tabla 6), comprobamos que los constructos tienen en los dos índices de fiabilidad valores superiores a 0.7, por lo que superan la primera prueba. La validez convergente (AVE) también es mayor que 0.5, por lo que cumplen el segundo criterio. La validez discriminante no la calculamos porque asumimos que según los valores del AVE, el modelo es válido. El R-square de la “Performance Financiera” es 0.43 y el de la “RSC” es 0.26.

*Tabla 6: Fiabilidad y validez modelo RSC*

	AVE	Composite Reliability	R Square	Cronbachs Alpha	Communality	Redundancy
B Dual	1	1	0	1	1	0
B Gender	0,88	0,95	0	0,93	0,88	0
B Independence	1	1	0	1	1	0
B Meetings	1	1	0	1	1	0
B Size	1	1	0	1	1	0
RSC	0,72	0,84	0,26	0,64	0,72	0,03
Performance financiera	1	1	0,43	1	1	0,02

También comprobamos que el modelo tiene validez predictiva, ya que todos los valores de la última columna son mayores que 0 (tabla 7).

*Tabla 7: Relevancia predictiva modelo RSC*

Total	SSO	SSE	1-SSE/SSO
RSC	82	68,67	<b>0,16</b>
Performance Financiera	41	23,85	<b>0,42</b>

En el índice GoF obtenemos un valor de 0.38, por lo que consideramos que el modelo es bueno, aunque peor que el anterior.

#### 4.3. Resultados de los modelos validados

En el último paso queda medir la significatividad del modelo estructural. En la tabla 8 podemos comprobar la relación existente entre las variables para así analizar si se confirman o no las hipótesis planteadas anteriormente.

*Tabla 8. Resultados del modelo RSC-Social*

	T Estadístico	Signo de la relación	Hipótesis
H <sub>1</sub> A: Tamaño Consejo Administración → RSC	0,32	-0,04	No confirmada
H <sub>1</sub> B: Tamaño Consejo Administración → PF	1,47	0,15	No confirmada
H <sub>2</sub> A: Presencia de mujeres → RSC	0,04	0,05	No confirmada
H <sub>2</sub> B: Presencia de mujeres → PF	0,93	-0,08	No confirmada
H <sub>3</sub> A: Dualidad → RSC	1,37	-0,12	No confirmada
H <sub>3</sub> B: Dualidad → PF	1,23	0,08	No confirmada
H <sub>4</sub> A: Independencia → RSC	1,34	0,12	No confirmada
H <sub>4</sub> B: Independencia → PF	0,24	-0,02	No confirmada
H <sub>5</sub> A: Número de reuniones → RSC	0,51	-0,04	No confirmada
<b>H<sub>5</sub> B: Número de reuniones → PF</b>	<b>3,10**</b>	<b>-0,25</b>	Confirmada
H <sub>6</sub> : RSC → PF	0,06	0,01	No confirmada
<b>Tamaño → RSC</b>	<b>6,54**</b>	<b>-0,64</b>	-
<b>Tamaño → PF</b>	<b>3,22**</b>	<b>0,31</b>	-
Endeudamiento → RSC	0,26	0,021	-
<b>Endeudamiento → PF</b>	<b>5,54**</b>	<b>-0,46</b>	-

\*p < 0.05 (95% significativo) → z=1,96

\*\*p<0.01 (99% significativo) → z=2,576

RSC (social), PF (performance financiera)

Como podemos comprobar sólo hay una única relación establecida en nuestro trabajo entre una variable específica y la dependiente que se cumple (hipótesis H<sub>5</sub> B), y es la



que vincula de manera negativa el número de reuniones con la Performance Financiera. El resto de relaciones confirmadas son las que hacen referencia a las variables de control: el tamaño de la organización influye de manera negativa en la RSC-Social pero de forma positiva en la Performance Financiera, y el endeudamiento afecta de manera negativa a la Performance Financiera. Por último, en la tabla 9 vemos la significatividad de las hipótesis propuestas en el modelo RSC.

*Tabla 9: Resultados del modelo RSC*

	T Estadístico	Signo de la relación	Hipótesis
<b>H<sub>1</sub> A: Tamaño Consejo Administración → RSC</b>	<b>5,19**</b>	<b>0,51</b>	Confirmada
<b>H<sub>1</sub> B: Tamaño Consejo Administración → PF</b>	<b>3,63**</b>	<b>0,35</b>	Confirmada
H <sub>2</sub> A: Presencia de mujeres → RSC	0,55	-0,06	No confirmada
H <sub>2</sub> B: Presencia de mujeres → PF	1,29	-0,12	No confirmada
<b>H<sub>3</sub> A: Dualidad → RSC</b>	<b>2,23*</b>	<b>0,24</b>	Confirmada
H <sub>3</sub> B: Dualidad → PF	1,24	0,09	No confirmada
H <sub>4</sub> A: Independencia → RSC	1,91	-0,20	No confirmada
<b>H<sub>4</sub> B: Independencia → PF</b>	<b>5,50**</b>	<b>-0,49</b>	Confirmada
<b>H<sub>5</sub> A: Número de reuniones → RSC</b>	<b>1,98*</b>	<b>0,17</b>	Confirmada
<b>H<sub>5</sub> B: Número de reuniones → PF</b>	<b>6,02**</b>	<b>0,64</b>	Confirmada
<b>H<sub>6</sub>: RSC → PF</b>	<b>5,89**</b>	<b>-0,34</b>	Confirmada

\*p < 0.05 (95% significativo) → z=1,96

\*\*p<0.01 (99% significativo) → z=2,576

RSC , PF (performance financiera)

A diferencia del modelo RSC-Social, en este caso algunas de las hipótesis establecidas se confirman. Los resultados muestran que el tamaño del Consejo de Administración influye tanto en la RSC como en la Performance Financiera de manera positiva (por lo que se aceptan nuestras hipótesis H<sub>1</sub>); la dualidad sólo influye y de forma positiva en la RSC (en nuestra hipótesis H<sub>3</sub> A establecíamos una relación negativa); el porcentaje de independencia está sólo y negativamente relacionado con la Performance Financiera (en nuestra hipótesis establecíamos una relación positiva); el número de reuniones influye de forma positiva en ambas variables (por lo que aceptamos nuestras hipótesis H<sub>5</sub>); y, por último, la RSC está vinculada con la Performance Financiera de forma negativa (relación contraria a la establecida en nuestra hipótesis H<sub>6</sub>).

## 5. DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS

---

### Modelo RSC-Social

Los resultados obtenidos en el modelo RSC-Social, que estudia la relación entre características del Consejo de Administración y la performance financiera y social de la empresa, y la relación entre estas dos últimas, muestran que el tamaño del Consejo de Administración no influye en la RSC-Social ni en la Performance Financiera. Éste resultado difiere del obtenido por Cuadrado et al. (2014), quienes obtienen una relación positiva justificando que un incremento del número de consejeros provoca un aumento de la importancia de las prácticas de RSC en la compañía; a pesar de ello, todas las empresas cuentan con el tamaño que marca la CNMV en su recomendación 9 (entre 5 y 15 miembros).

La diversidad de género en el Consejo de Administración no afecta ni a la RSC-Social ni a la Performance Financiera, conclusión alcanzada anteriormente por autores como Martínez-Ferrero et al. (2015); por el contrario, Bear et al. (2010) señalan que un mayor número de mujeres en el consejo mejora la RSC, y esto tiene un efecto positivo sobre la performance financiera de la empresa. A la vista de estos resultados, hay que tener en cuenta que la representación femenina en los consejos de las 100 empresas seleccionadas es muy escasa y que muchas de ellas no cuentan con ninguna mujer en su Consejo de Administración, mostrando un bajo grado de cumplimiento de la recomendación 14 de la CNMV, por lo que los datos serían insuficientes para medir esta relación.

La existencia de dualidad en el cargo de presidente tampoco afecta a la RSC-Social ni a la Performance Financiera. Esto parece justificar, como se ha comentado anteriormente, que la CNMV no establezca una recomendación específica de este aspecto, acreditando que no hay una clara evidencia de si resulta beneficioso o perjudicial. Como ya se ha comentado, algunos autores si han encontrado relación tanto positiva (Cabrera-Suárez et al., 2014) como negativa (Lam y Lee ,2007).

El porcentaje de independencia no afecta a la RSC-Social ni a la Performance Financiera. A diferencia de nuestros resultados, en la mayoría de estudios realizados hay relación entre ambas variables; algunos autores como O'Neill et al. (1989), Zhang et al.

(2013) y Martínez-Ferrero et al. (2015) han demostrado una relación positiva entre porcentaje de independencia y performance social y financiera, mientras otros como Cabrera-Suárez et al. (2014) la han encontrado negativa. A pesar de la inexistencia de relación significativa observada, sí comprobamos que la totalidad de las empresas estudiadas cumplen la recomendación 12 del Código Unificado de Buen Gobierno que establece que el número de consejeros independientes debería representar al menos un tercio del total de consejeros. En cuanto a la modificación de 2015, sólo encontramos una empresa que no la cumpliría.

El número de reuniones del Consejo de Administración no afecta a la RSC-Social y lo hace de manera negativa a la Performance Financiera, conclusión a la que también llega Vafeas (1999), para quien tener demasiadas reuniones puede representar un consejo ineficiente, afectando negativamente a los resultados. Esto pone de manifiesto que tener más reuniones no siempre es algo bueno, ya que puede deberse a la existencia de problemas en las empresas. La CNMV no detalla un número adecuado de reuniones hasta la modificación de 2015; en base a la recomendación en la que se establece un número mínimo de 8 reuniones al año, hablaríamos de 34 empresas que no la cumplen (34% del total).

De entre las variables de control analizadas, indicar que el endeudamiento no afecta a la RSC-Social pero lo hace de manera negativa a la Performance Financiera: a mayor endeudamiento, menor rentabilidad obtendrá la empresa. Esto es obvio, ya que cuando una empresa está endeudada, debe dedicar gran parte de sus recursos a solventarlo, por lo que el resultado o performance financiera disminuye. En cuanto al tamaño de la organización, influye de manera negativa en la RSC-Social pero de forma positiva en la Performance Financiera, conclusión a la que llegan también Bear et al. (2010): una empresa de mayor tamaño podrá aprovechar las economías de escala, realizar grandes inversiones y desarrollar competencias aunque, por otro lado, también puede suponer un problema debido a la dificultad de coordinación y los conflictos de intereses.

La RSC-Social no afecta a la Performance Financiera, resultado ya obtenido por Alves y Mendes (2004), Dalton et al. (1998), Lee (2008), García-Castro et al. (2010) o Setó y Angla (2011), a diferencia de la relación positiva que encuentran Jo y Harjto (2011) o Keenan (2004), quien mantiene que asegurar el equilibrio entre el buen GC y una estrategia eficaz es fundamental para lograr adecuados resultados del negocio. No

obstante, la aplicación de políticas adecuadas de RSC suelen ser a largo plazo, por lo que quizá, la obtención de resultados en línea con lo esperado requeriría de un estudio con un horizonte temporal mayor al estudiado.

### Modelo RSC

A diferencia del modelo anterior, en este caso obtenemos que el tamaño del consejo influye y además de manera positiva en la RSC; este resultado coincide con el de Pearce y Zahra (1992) y Cuadrado et al. (2014). Del mismo modo, nuestros resultados, al igual que los obtenidos anteriormente por Dalton et al. (1998), Beverley y Shireenjit (2009) o Kiel y Nicholson (2003), muestran que el tamaño del consejo también influye en la Performance Financiera de forma positiva. Para Van den Berghe y Levrau (2004) incrementar el número de consejeros permite aumentar el nivel de conocimientos, habilidades y experiencias del consejo, lo que repercute positivamente en el resultado.

La diversidad de género en el Consejo de Administración vuelve a mostrar una relación inexistente con la RSC y la Performance Financiera, como la que encontró en su momento Martínez-Ferrero et al. (2015). Sin embargo, hay muchos autores que si encuentran una relación positiva con ambas variables: García-Meca et al. (2014) explican que la presencia de mujeres en los consejos mejora el gobierno de la empresa, lo que la lleva a mejorar su performance financiera; Zhang et al. (2013) demuestran que la existencia de mujeres en el consejo conlleva una mejora en la RSC de la empresa; Carter et al. (2003) encuentran una relación positiva entre el porcentaje de mujeres y el resultado financiero de la empresa; Adams and Ferreira (2009) y Lincoln y Adedoyin (2012) sostienen que la diversidad de género favorece el GC y tiene un efecto positivo en la performance financiera, ya que las mujeres pueden ser más diligentes a la hora de participar en las reuniones del consejo e incrementan la confianza de los grupos de interés en la empresa. Como ya se ha explicado, la gran mayoría de las empresas no dispone del número o proporción adecuada de mujeres en su consejo, lo que justificaría la significatividad de los resultados obtenidos. Torchia et al. (2011) justifica que la presencia de mujeres no afecte a la performance de la empresa apelando que cuando un individuo se enfrenta a la opinión unánime de un grupo, es probable que se ajuste a la opinión de esa mayoría, aunque sea distinta a la suya; llevado al ámbito de la diversidad de género, si sólo hay una o dos mujeres en el Consejo de Administración, se ajustan a la opinión del resto del consejo, sin aportar sus verdaderas opiniones, lo que les lleva a

no influir en el resultado. Sin embargo, si en el consejo hay 3 o más mujeres, el grupo es más heterogéneo y éstas son más propensas a expresar su opinión libremente, aunque difiera de la del resto del consejo; esto que permite mejorar las interacciones entre mayorías (hombres) y minorías (mujeres), dando lugar a la consideración de más alternativas y, en definitiva, a una mejora en la calidad de las decisiones alcanzadas.

La dualidad en este caso afecta a la RSC de forma positiva pero no a la Performance Financiera, a diferencia de la conclusión a la que llegan Cabrera-Suárez et al. (2014), para quienes la dualidad afecta tanto a la RSC como a la performance en general (una elevada proporción de directores ejecutivos afectan negativamente a la performance debido a los problemas de agencia). Como ya hemos dicho, la CNMV no razona si la dualidad favorece o no a la empresa, y ello se hace evidente al analizar estos resultados.

El porcentaje de independencia en este modelo no afecta a la RSC, pero si lo hace a la Performance Financiera, aunque de forma negativa. Para Cabrera-Suárez et al. (2014) la existencia de un mayor número de consejeros independientes proporciona mejores resultados a las empresas. No obstante, otros estudios afirman que un mayor número de consejeros ejecutivos es positivo para el resultado empresarial por su mayor conocimiento de la empresa y del sector,

La relación entre el número de reuniones del Consejo de Administración con la RSC y la Performance Financiera nos sale positiva; este resultado también es alcanzado por Lipton y Lorsch (1992), quienes sostienen que los consejos con un mayor número de reuniones son más eficientes. El hecho de que salga un resultado opuesto al obtenido en el “Modelo RSC-Social”, puede deberse a que el consejo debe reunirse con cierta frecuencia pero sin tener más reuniones de las necesarias, ya que podría ser un síntoma de ineficiencia; en algunos casos puede ser positivo que el número de reuniones sea elevado porque ayudará a mejorar la performance de la empresa, mientras que en otros casos la empeorará por su ineficiencia. Esto puede justificar el hecho de que la CNMV no establezca un número concreto de reuniones en el Código de 2013.

Finalmente, encontramos una relación negativa entre la RSC y la Performance Financiera como la obtenida por Alves y Mendes (2004). Este resultado es contrario al obtenido por algunos autores como Jo y Harjto (2011), que sostienen que mantener una buena estrategia de RSC ayuda a mejorar la rentabilidad de las empresas o Surroca et

al., (2010), Wang y Bansal (2012), Guadamillas y Donate (2011), para quienes un comportamiento socialmente responsable contribuye a crear valor para la empresa, a partir del desarrollo de recursos estratégicos clave, lo que lleva a una mejora de la performance financiera. En este trabajo, al igual que en la literatura previa, vuelven a aparecer resultados no concluyentes entre RSC y performance financiera (Lee, 2008; García-Castro et al., 2010; Setó y Angla, 2011), ya que se trata de modelos incompletos en los que se omiten algunas variables, por la falta de consenso en la definición y medición de la RSC o por no considerar el largo plazo en el análisis, entre otros motivos (Margolis y Walsh, 2003; García-Castro et al., 2010; Surroca et al., 2010; Miras et al., 2011).

Una vez analizados los resultados, es conveniente citar que al realizar este trabajo nos hemos encontrado algunas limitaciones que han influido en los resultados y conclusiones obtenidas. Nuestra muestra está formada por 100 empresas cotizadas en el mercado continuo español; para analizarlas, ha sido necesario buscar parte de la información que éstas publican en sus Cuentas Anuales Consolidadas, lo cual supone la dificultad de tener que buscarla individualmente, empresa por empresa y en distintas fuentes. Vinculado con el número de empresas estudiadas, podría discutirse el problema de representatividad de la muestra, ya que no se han analizado la totalidad de las empresas cotizadas en España. No obstante, el número de empresas estudiadas (100) y su grado de representatividad sobre el total de empresas no financieras (60% aproximadamente), minimizan este posible problema. Otra limitación que hemos encontrado es la inexistencia de un parámetro general para medir la RSC de las empresas. En nuestro caso, hemos calculado la RSC en base a sus tres grandes dimensiones (medioambiental, económica y social) (Bansal, 2005; Chow y Chen, 2012; Gallardo-Vázquez *et al.*, 2013). Para medirlos, ha sido necesario crear indicadores, aunque conseguir los datos necesarios para calcularlos supone cierta dificultad y lleva a un deterioro del modelo por la falta de algunos de ellos (sólo 41 de las empresas presentan datos referentes a sus gastos ambientales). También en el Modelo RSC hemos suprimido las variables de control, lo que puede afectar a los resultados obtenidos.

## 6. CONCLUSIONES FINALES

---

Una vez analizados los resultados, podemos concluir cuáles son las variables que más influyen en la performance, tanto RSC como financiera. El tamaño del Consejo de Administración ha resultado influyente en ambas variables y todas las empresas cumplen la recomendación que establece el Código Unificado de Buen Gobierno referente al tamaño del consejo (entre 5 y 15 miembros).

Los resultados vinculados con la diversidad de género no han sido concluyentes, aunque se debe tener presente que la gran mayoría de las empresas analizadas no cuentan con mujeres en su Consejo de Administración, lo que lleva al incumplimiento de la recomendación que sugiere la CNMV y a un deterioro del estudio.

No se ha llegado a una conclusión clara sobre el efecto que tiene la existencia de dualidad en el consejo, por ello es comprensible que la CNMV no establezca ninguna recomendación.

El porcentaje de independencia de los consejeros tampoco afecta a la RSC ni a la performance financiera, aunque se comprueba que todas las empresas estudiadas cumplen la recomendación del Código Unificado de Buen Gobierno (al menos un tercio del total de consejeros), y sólo una incumpliría la modificación de 2015 (al menos la mitad del total de consejeros).

No hay una conclusión clara acerca del efecto de la dualidad; probablemente ésta sea la causa por la cual la CNMV no establece ninguna recomendación sobre este tema hasta 2015. Con la modificación del Código de Buen Gobierno, la gran mayoría de las empresas cumpliría la recomendación referente al número de reuniones a desarrollar a lo largo del año.

Finalmente, los resultados han concluido que la relación entre RSC y performance financiera es poco consistente o incluso contradictoria.

Con la elaboración de este trabajo he podido poner en práctica los conocimientos, habilidades, aptitudes y actitudes que he adquirido a lo largo del Máster en Contabilidad y Finanzas. La faceta que más he desarrollado ha sido la investigadora, ya que ha sido necesario dedicar mucho tiempo y esfuerzo a recopilar, analizar e interpretar la

información de otros trabajos de investigación existentes relacionados con el tema que he decidido estudiar, con un alto nivel de especialización. Esta competencia he podido desarrollarla gracias a la formación recibida durante el Máster en cuanto a fundamentos metodológicos para la investigación y técnicas aplicables en su desarrollo. Otra competencia importante que he desarrollado es la referente a comunicación escrita y habilidad para documentar ideas y decisiones, capacidad para tomar iniciativa, capacidad de análisis, capacidad para pensar de forma crítica, capacidad para trabajar de forma independiente y capacidad de reflexionar sobre mi propio trabajo.



## BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS

---

CENTRO DE GOBIERNO CORPORATIVO. Accedido en <http://centrogobiernocorporativo.ie.edu/> a 9/06/2015.

CNMV. “Comisión especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades (Comisión Olivencia, 1998). Accedido en <http://www.cnmv.es/> a 08/05/2015.

CNMV. “Código unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas” (2006). Accedido en <http://www.cnmv.es/> a 08/05/2015.

CNMV. “Código unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas” (2013). Accedido en <http://www.cnmv.es/> a 08/05/2015.

CNMV. “Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas” (2015). Accedido en <http://www.cnmv.es/> a 08/05/2015.

CNMV. “Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del Ibex-35, 2013”. Accedido en <http://www.cnmv.es/> a 14/05/2015.

CNMV. “Informe anual de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, 2013”. Accedido en <http://www.cnmv.es/> a 14/05/2015.

CNMV. “Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros de las compañías del IBEX 35, 2013”. Accedido en <http://www.cnmv.es/> a 14/05/2015.

CNMV. “Informe anual de Remuneraciones de los Consejeros de las sociedades cotizadas, 2013”. Accedido en <http://www.cnmv.es/> a 14/05/2015.

EC 2011. LIBRO VERDE: “La normativa de gobierno corporativo de la UE”. Accedido en <http://ec.europa.eu/> a 09/06/2015.

GRI, 2015. Accedido en <http://www.globalreporting.org/> a 20/05/2015.

Informa, 2014. “Las mujeres en los Consejos de Administración y organismos de decisión de las empresas españolas”. Accedido en <http://www.informa.es/> a 16/06/2015.

Listado de Empresas por Sectores. Accedido en <http://www.bolsamadrid.es/> a 18/05/2015.

ORSC, 2015. “Introducción a la Responsabilidad Social Corporativa”. Accedido en <http://observatoriorsc.org/> a 08/05/2015.

ORSC, 2015. “Las políticas públicas en torno a la Responsabilidad Social Corporativa”. Accedido en <http://observatoriorsc.org/> a 08/05/2015.

SERRANO, CARLOS (2007). “Ecuaciones estructurales”. Accedido en <http://ciberconta.unizar.es/doctorado/09ecuaciones2.htm> a 08/09/2015.

ADAMS, B. y FERREIRA, D. (2009). “Women in the Boardroom and their Impact on Corporate Governance and Performance”. *Journal of Financial Economics*, nº94: 291–309.

ALVES, C. y MENDES, V. (2004). “Corporate governance policy and Company performance: The Portuguese case”, *Corporate Governance: An International Review*, v.12, págs. 290-301.

BANSAL, P. (2005): “Evolving Sustainably: A Longitudinal Study of Corporate Sustainable Development”, *Strategic Management Journal*, vol. 26, pp. 197-218.

BARROSO CASTRO, C., VILLEGAS PERIÑAN, M.M. y PÉREZ-CALERO, L. (2010). “¿Son efectivos los Consejos de Administración? La eficacia del consejo y los resultados de la empresa.” *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, Universidad de Sevilla, Vol. 16, Nº 3: 107-126.

BEAR, S., RAHMAN, N. y POST, C. (2010). “The Impact of Board Diversity and Gender Composition on Corporate Social Responsibility and Firm Reputation”. *Journal of Business Ethics*, 97: 207-221.

BEVERLEY, J. y SHIREENJIT, J (2009): "Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 17, 4: 492-509.

BROWN, W., HELLAND, E. y SMITH, J. K. (2006). “Corporate philanthropic practices”. *Journal of Corporate Finance*, nº12: 855–877.

CABRERA-SUÁREZ, M<sup>a</sup>. K. y MARTÍN-SANTANA, J.D. (2014). “Board composition and performance in Spanish non-listed family firms: The influence of type of directors and CEO duality”. *BRQ Business Research Quarterly* nº24.

CAMPBELL, K. y MÍNGUEZ-VERA, A. (2008): “Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance”. *Journal of Business Ethics*, nº 83(3):435–451.

CARTER, D.A., SIMKINS, B.J., Y SIMPSON, W.G. (2003). “Corporate Governance, Board Diversity and Firm Value”. *The Financial Review* 38: 33-53.

CHOW, W. S. y CHEN, Y. (2012): “Corporate Sustainable Development: Testing a New Scale Based on the Mainland Chinese Context”, *Journal of Business Ethics*, vol. 105, pp. 519-533.

CUADRADO BALLESTEROS, B., GARCÍA RUBIO, R. y MARTÍNEZ FERRERO, J. (2015). “Efecto de la composición del consejo de administración en las prácticas de responsabilidad social corporativa”. *Revista de Contabilidad – Spanish Accounting Review*, nº18: 20–31.

DAILY, C. M. y DALTON, D. R. (1993). “Board of Directors Leadership and Structure: Control and Performance Implications”. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, nº7: 65–82.

DALTON, D.R., DAILY, C.M., ELLSTRAND, A.E. y JOHNSON, J.L. (1998). “Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure and Financial Performance”. *Strategic Management Journal*, nº19: 269-290.

DALTON, D.R., DAILY, C.M., JOHNSON, J.L. y ELLSTRAND, A.E. (1999). “Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis”. *Academy of Management Journal*, nº42(6): 674–686.

DANG, R., NGUYEN, D.K. y VO L.C. (2012). “Women on Corporate Boards and Firm Performance: A Comparative Study”, Paper presented at AFFI Conference.

DEMB, A. y NEUBAUER, F. (1992): "The Corporate Board: Confronting the Paradoxes", *Long Range Planning*, Vol. 25: 9-21.

ELKINGTON J. (1997). “Cannibals with Forks: the Triple Bottom Line of 21st Century Business”, Capstone, 1997.

GALLARDO-VÁZQUEZ, D., SÁNCHEZ-HERNÁNDEZ, M.I. y CORCHUELO-MARTÍNEZ-AZUA, M.B. (2013): “Validación de un instrumento de medida para la relación entre la orientación a la Responsabilidad Social Corporativa y otras variables estratégicas de la empresa”, *Revista de Contabilidad*, vol. 16 (1), pp. 11-23.

HART, S. L. y SHARMA, S. (2004): “Engaging Fringe Stakeholders for Competitive Imagination”, *Academy of Management Executive*, vol. 18 (1), pp. 7-18.

HILLMAN, A.J. y CANNELLA, A.A. (2007). “Organizational Predictors of Women on Corporate Boards”, *Academy of Management Journal*, n°50(4): 941–952.

HUSE, M., NIELSEN, S.T. y HAGEN, I.M. (2009). “Women and Employee Elected Board Members, and Their Contributions to Board Control Tasks”. *Journal of Business Ethics*, n° 89(4), 581–597.

GARCÍA-CASTRO, R., ARIÑO, M. y CANELA, M. (2010): “Does Social Performance Really Lead to Financial Performance? Accounting for Endogeneity”, *Journal of Business Ethics*, vol. 92, pp. 107-126.

GARCÍA-MECA, E., GARCÍA-SÁNCHEZ, I.M. y MARTINEZ-FERRERO, J. (2014). “Board diversity and its effects on bank performance: An international analysis”. *Journal of Banking & Finance*, 53: 202–214.

GARCÍA OSMA, B. y GIL DE ALBORNOZ NOGUER, B. (2004). “El gobierno corporativo en las empresas españolas cotizadas: el cumplimiento de las recomendaciones del Código Olivencia”. *Revista valenciana de Economía y Hacienda*: N° 10, 2004, págs. 127-160.

GUADAMILLAS, F. y DONATE, M.J. (2011): “Ethics and Corporate Social Responsibility Integrated into Knowledge Management and Innovation Technology: A Case Study”, *Journal of Management Development*, vol. 30 (6), pp. 569-581.

JIMÉNEZ FERNÁNDEZ, A. (2011). “El gobierno corporativo y los resultados empresariales”. *El sistema financiero y el gobierno corporativo*, 40 Unacc, 2011, págs. 35-46.

JO, H y HARJTO, M.A. (2011). “Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility”. *Journal of Business Ethics* 103:351–383.

- KAYMARK, T. y BEKTAS, E. (2008). "East Meets West? Board Characteristics in an Emerging Market: Evidence from Turkish Banks. *Corporate Governance: An International Review*", nº16(6): 550 - 561.
- KEENAN, J. (2004). "Corporate Governance in UK/USA Boardrooms". *Corporate Governance*, v.12, nº2, págs. 172-176.
- KIEL, G. C. y NICHOLSON, G. J. (2003): "Board composition and corporate performance: how Australian experience informs contrasting theories of corporate governance", *Corporate Governance: An International Review*, nº11: 189-205.
- KIEL, G. C. y NICHOLSON, G. J. (2005): "Evaluating boards and directors", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13: 613-631.
- KULA, V. (2005). "The Impact of the Roles, Structure and Process of Boards on Firm Performance: Evidence from Turkey". *Corporate Governance*, nº13(2): 265 - 276.
- LEE, M-D.P. (2008): "A review of the theories of corporate social responsibility: Its evolutionary path and the road ahead", *International Journal of Management Reviews*, vol. 10 (1), pp. 53-73.
- LINCOLN, A. y ADEDOYIN, O. (2012). "Corporate Governance and Gender Diversity in Nigerian Boardrooms". *World Academy of Science, Engineering and Technology*, nº71: 1853-1859.
- LIPTON, M. y LORSCH, J. W. (1992). "Modest proposal for improved corporate governance". *The Business Lawyer*: 48-59.
- LIZCANO, J.L. y MONEVA J.M., (2004). "Marco Conceptual de la Responsabilidad Social Corporativa", *Asociación Española de Contabilidad y Administración, AECA*.
- MARGOLIS, J. y WALSH, J.P. (2003): "Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business", *Administrative Science Quarterly*, vol. 48 (2), pp. 268-305.
- MARTÍNEZ-FERRERO, J., VAQUERO-CACHO, L.A., CUADRADO-BALLESTEROS, B. y GARCÍA-SÁNCHEZ, I.M. (2015). "El gobierno corporativo y la responsabilidad social corporativa en el sector bancario: el papel del consejo de administración". *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, nº64.

- MIRAS, M.M.; CARRASCO, A. y ESCOBAR, B. (2011): “Una revisión de los meta-análisis sobre responsabilidad social corporativa y rendimiento financiero”, *Revista de Estudios Empresariales. Segunda Época*, nº 1, pp. 118-132.
- MÜLLER, V.O. (2014). “The impact of board composition on the financial performance of FTSE100 constituents”. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, nº 109: 969-975.
- O’NEILL, H.; SAUNDERS, C., y MCCARTHY, A. (1989). “Board members’ background characteristics and their level of corporate social responsiveness: A multivariate investigation”. *Academy of Management Best Papers Proceedings*: 32-36.
- PAUL, A., FRIDAY, O. y GODWIN, O. (2011). “Board Composition and Corporate Performance: An Analysis of Evidence from Nigeria”. *Research Journal of Finance and Accounting*, 2222–2847.
- PEARCE, J. y ZAHRA, S. (1992). “Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, nº29: 411–438.
- PRADO LORENZO, J., GARCÍA SÁNCHEZ, I. y GALLEGU-ÁLVAREZ, I. (2009), “Características del consejo de administración e información en material de Responsabilidad Social Corporativa”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, V.XXXVIII, nº141: 107-135.
- SETÓ, D. y ANGLA, J. (2011): “La naturaleza de la relación entre la responsabilidad social de la empresa (RSE) y el resultado financiero”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 20 (4), pp. 161-176.
- SONNENFELD, J. A. (2002): "What makes great boards great?", *Harvard Business Review*, Vol. 80: 106-13.
- SURROCA J., TRIBÓ, J.A. y WADDOCK, S. (2010): “Corporate Responsibility and Financial Performance: The role of intangible resources”, *Strategic Management Journal*, vol. 31, pp. 463-490.
- TIAN, J. J y LAU, C. M. (2004). “Board Composition, Leadership Structure and Performance in Chinese Listed Companies”. *Asia Pacific Journal of Management*, nº18: 245 – 268.

TORCHIA, M., CALABRÒ, A. y HUSE, M. (2011): “Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass”, *Journal of Business Ethics*, nº 102:299–317.

VAN DEN BERGHE, L. A. A. y LEVRAU, A. (2004): "Evaluating Boards of Directors: what constitutes a good corporate board", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12, pp. 461-478.

VAFEAS, N. (1999). “Board meeting frequency and firm performance”. *Journal of Financial Economics*, 53(1): 113–142.

WANG, T. y BANSAL, P. (2012): “Social responsibility in new ventures: profiting from a long-term orientation”, *Strategic Management Journal*, vol. 33 (10), pp. 1135-1153.

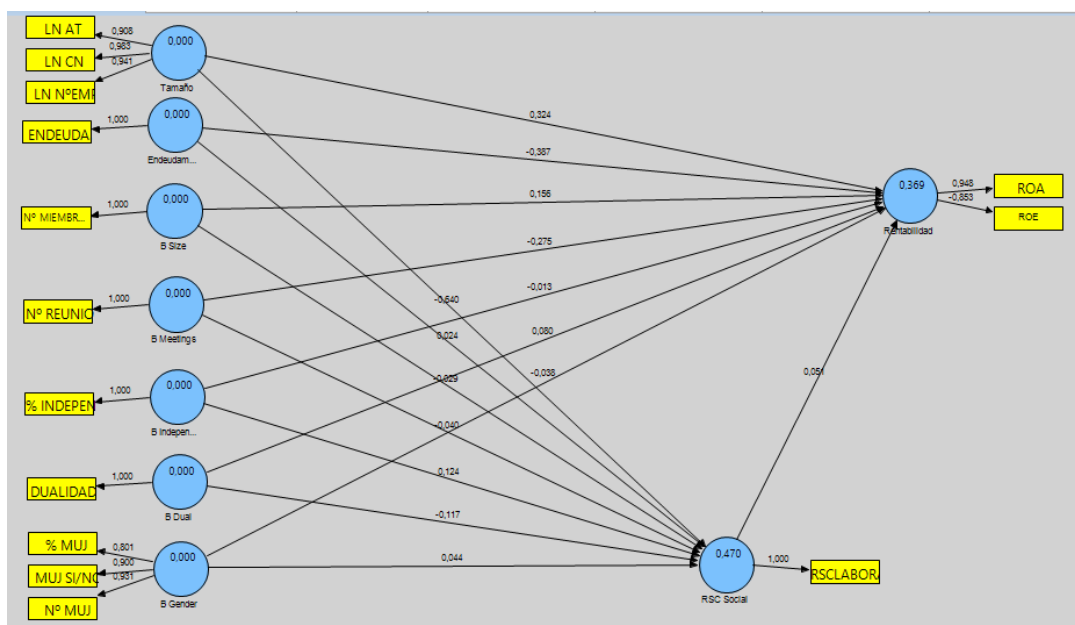
WESTPHAL, J. D. y BEDNAR, M.K. (2005): “Pluralistic Ignorance in Corporate Boards and Firms’ Strategic Persistence in Response to Low Firm Performance”, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 50: 262-298.

YERMACK, D. (1996). “Higher Market Valuation of Companies with small Board of Directors”. *Journal of Financial Economics*, 40 (2): 185 – 211

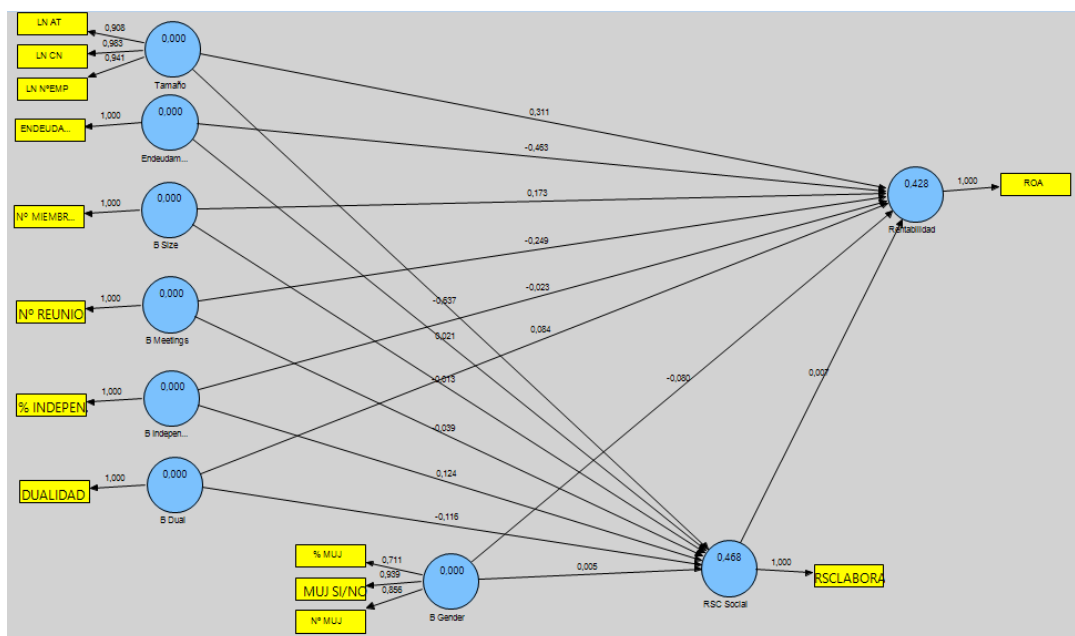
ZHANG, J.Q., ZHU, H. y DING, H. (2013). “Board Composition and Corporate Social Responsibility: An Empirical Investigation in the Post Sarbanes-Oxley Era”. *Journal of Business Ethics*, nº 114: 381-392.

## ANEXOS

### Modelo RSC-Social: Rentabilidad = ROA - ROE

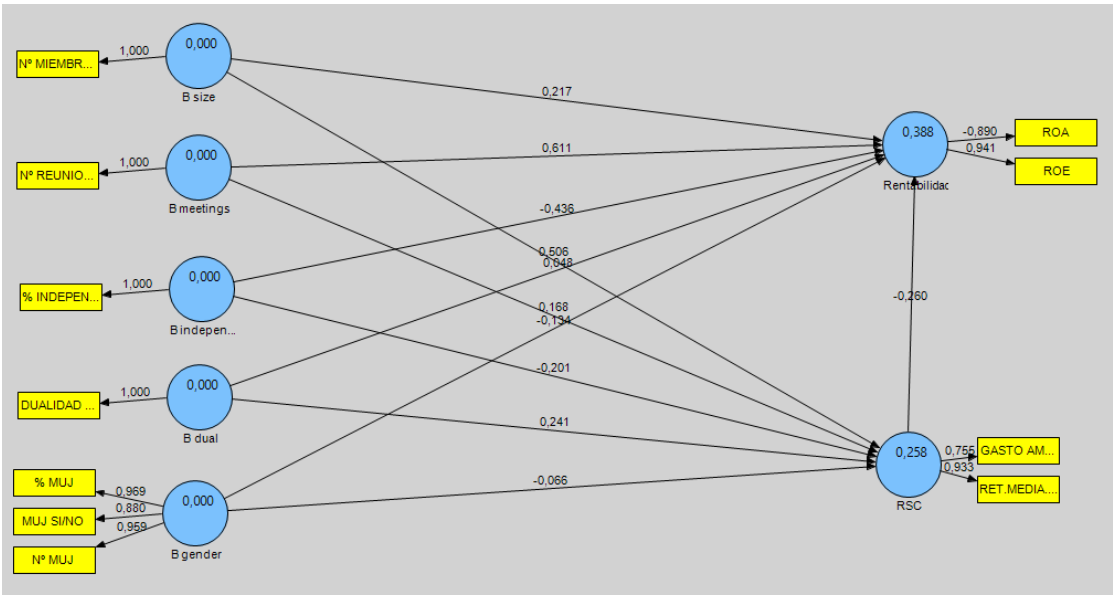


### Modelo RSC-Social: Rentabilidad = ROA





**Modelo RSC: Rentabilidad = ROA - ROE**



**Modelo RSC: Rentabilidad = ROE**

