

# Trabajo Fin de Máster

**RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA Y  
MANIPULACIÓN CONTABLE.**

**EVIDENCIA EN LOS MERCADOS EUROPEOS**

**CORPORATE SOCIAL RESPONSABILITY AND EARNINGS  
MANAGEMENT.**

**EVIDENCE IN EUROPEAN MARKETS**

Autor

**Javier Gonzalo Gracia**

Directores

**Susana Callao Gastón**

**José Ignacio Jarne Jarne**

Máster en Contabilidad y Finanzas

Facultad Economía y Empresa

Universidad de Zaragoza

Año 2019

## ÍNDICE

<u>Apartado</u>	<u>Página</u>
Resumen.....	3
1- Introducción.....	5
2- Literatura previa y planteamiento de hipótesis.....	6
3- Muestra.....	10
4- Metodología.....	11
5- Resultados .....	21
6- Conclusiones.....	26
7- Bibliografía.....	28

Anexo

## **Resumen.**

La información financiera sirve a los usuarios para la toma de decisiones, esto puede crear en las empresas incentivos para manipular sus resultados. Estas prácticas pueden afectar a la imagen y reputación de la empresa. Para mitigar este efecto negativo las empresas pueden utilizar políticas de Responsabilidad Social Corporativa (RSC).

En el presente trabajo investigamos si las políticas de RSC de las empresas están influenciadas por el nivel de manipulación del resultado. Nos basamos en una muestra de 259 empresas cotizadas en diferentes índices bursátiles europeos durante una década (2007-2017).

Para medir las políticas RSC hemos utilizado los *ESG score (Environmental, Social and Governance score)*, puntuaciones sobre la actuación de las empresas en materia medioambiental, social y gubernamental proporcionadas por Thomson Reuters. Para medir la manipulación del resultado nos basamos en los ajustes por devengo y utilizamos el modelo de Dechow et al. (1995) para estimarla parte discrecional de los mismos que nos servirá como medida de manipulación.

Los resultados obtenidos nos llevan a concluir que las empresas utilizan políticas de RSC como forma de mitigar el efecto negativo que tiene la existencia de manipulación del resultado en su reputación; además, los resultados ponen de manifiesto que el hecho de pertenecer a distintos mercados bursátiles también influye en la relación entre manipulación contable y conductas de RSC.

## **Abstract.**

Financial information can give insights that drive corporate decision-making. This, in itself, can become a business incentive to earnings management. These practices can affect the reputation of the company. To mitigate this negative effect, companies can use policies such as Corporate Social Responsibility (CSR).

This paper aims to investigate whether the CSR policies of companies are influenced by earnings management and to what extent it is so. The study has relied on a sample of 259 companies, listed in different European benchmark and for a decade (2007-2017).

The ESG score (*Environmental, Social and Governance score*) by Thomson Reuters has been used to measure CSR policies. To measure earnings management we base on accruals and use Dechow et al. (1995) model to estimate discretionary accruals, which we use as earnings management measure .

The results obtained lead us to conclude that companies use Corporate Social Responsibility policies as a way to mitigate the negative effects of earnings management in the company reputation; moreover, the results evidence that the fact of listing in different indexes influences the relationship between the earnings management and CSR policies.

## **1. Introducción.**

La información financiera es fundamental para la toma de decisiones, tanto de inversión como de financiación en los distintos mercados. Tanto es así, que si dicha información faltase muchas de estas decisiones no se llevarían a cabo, provocando la paralización de gran parte de la actividad económica.

Por otra parte, las decisiones de los usuarios afectan a la empresa, esto hace que las empresas busquen influir en esa toma de decisiones, esto puede crear incentivos en las empresas para realizar prácticas de manipulación contable. Una de las alternativas que tienen las empresas para manipular esa través de sus resultados. Esta manipulación puede afectar a la empresa y volverse en su contra, principalmente deteriorando su reputación y su imagen corporativa. Las compañías buscaran estrategias para mitigar este efecto negativo.

En la actualidad, las empresas van más allá de la búsqueda de una rentabilidad económica, considerando que tienen una responsabilidad con la sociedad con la cual interactúa y de la cual obtiene unos beneficios. Una responsabilidad que lleva a contribuir con la mejora del entorno y la sociedad en la que se inserta. De modo que no solo la empresa sino toda la sociedad en su conjunto obtengan una mejora, crecimiento y desarrollo, con su actividad. Políticas de Responsabilidad Social Corporativa (RSC), pueden ayudar a las compañías a mejorar su reputación y su imagen hacia la sociedad, mejorando los efectos negativos que pueden derivar de determinadas prácticas contables.

El principal objetivo de esta investigación es conocer si las políticas de Responsabilidad Social Corporativa de las empresas están influenciadas por su nivel de manipulación del resultado. Por otro lado, pensamos que el funcionamiento diferenciado de cada mercado puede influir en la relación entre las políticas de RSC y la manipulación del resultado, esto nos lleva a plantear un segundo objetivo que consiste en conocer cómo influye el índice bursátil en el que coticen las compañías con la influencia de la manipulación del resultado en las políticas de RSC.

Para llevar a cabo el estudio nos basamos en una muestra de 259 empresas cotizadas en diferentes índices bursátiles europeos (DAX30/Alemania, CAC40/Francia, IBEX35/España, FTSE100/Reino Unido, AEX25/Países Bajos y OMX30/Suecia) durante los años 2007-2017.

Los resultados obtenidos evidencian que las empresas utilizan políticas de Responsabilidad Social Corporativa como forma de mitigar el efecto negativo que tiene la existencia de manipulación del resultado, y de esta forma que tenga menor repercusión en la imagen de las compañías y su reputación. Además, como hipótesis complementaria, si añadimos el factor mercado bursátil, observamos que cotizar en FTSE100 implica un menor efecto de manipulación contable en las conductas que mejoran el nivel de RSC; por tanto pertenecer a este índice hace que un menor nivel de manipulación tenga un mejor desempeño de las políticas de RSC.

Tras esta introducción, el trabajo se estructura del siguiente modo: En el segundo apartado se plantea la literatura previa utilizada para introducirnos en la temática de manipulación contable y Responsabilidad Social Corporativa, planteando también las hipótesis sobre las que se va a basar la investigación. El apartado tercero trata sobre la muestra utilizada en el trabajo. En el apartado cuarto la metodología empleada en la investigación, para llegar al apartado cinco donde analizamos los resultados obtenidos. En el sexto apartado establecemos unas conclusiones finales y por último en el séptimo apartado recopilamos la bibliografía utilizada.

## **2. Literatura previa y planteamiento de hipótesis.**

En este apartado vamos a analizar, desde un marco teórico, estudios previos que justifican la relación entre la manipulación de los resultados y su influencia en políticas de Responsabilidad Social Corporativa.

Davidson III et al. (2004) examinaron la relación entre la manipulación del resultado y la teoría de la agencia. Ellos argumentaban que la separación entre los propietarios y los gerentes lleva a un problema de asimetría de la información. Esta asimetría es la que lleva a los gerentes a actuar de forma oportunista, ya que tienen diferentes

intereses a los de la propiedad. En este contexto, la manipulación de los resultados se ve como un problema de agencia, ya que los gerentes son propensos a mantener sus intereses personales, mediante la emisión de estados financieros que no presentaron la verdadera imagen de empresa económica. Como consecuencia, los accionistas pueden tomar decisiones de inversión que no son óptimas.

Watts, et al. (1978) definen la manipulación del resultado como situación donde la gerencia utiliza una política contable en la presentación de informes y cifras contables, la cual no representa las verdaderas condiciones económicas de la empresa conduciendo a datos engañosos para los usuarios en la toma de decisiones económicas.

Esto puede llevar a los gestores a informar sobre ganancias mayores o menores que la cifra real de beneficio, sin violar principios contables generalmente aceptados [GAAP], ya que estos ofrecen una amplia libertad de uso.

Sin embargo, esta manipulación de beneficios trae consecuencias negativas para los usuarios, e influye de manera negativa en la carrera y en la reputación de los respectivos gestores (Zahra, et al. 2005). Esto puede llevar a la empresa a perder el apoyo de sus grupos de interés.

Todo ello puede motivar a los gerentes a utilizar una estrategia de defensa personal (estrategia de afianzamiento), para anticipar el descontento de los grupos de interés cuando se informe de que el rendimiento de la empresa no es satisfactorio.

La estrategia de autodefensa es un intento de mantener la reputación de la empresa y proteger la carrera profesional de la gerencia. Una de las formas utilizadas por los administradores es, emitir una política intensa con respecto a la implantación de la Responsabilidad Social Corporativa (RSC).

Aspectos de la RSC relacionados con la ética y las cuestiones morales, son algunos sobre los que se basaran a la hora de tomar decisiones políticas y ejecutivas, tales como la conservación del medio ambiente, la gestión de recursos humanos, la salud y la seguridad, las relaciones con las comunidades locales, y el establecimiento de unas relaciones armónicas con proveedores y clientes (Castelo, et al. 2006).

La divulgación de información sobre los comportamientos y resultados relacionados con la responsabilidad social, ayuda a construir una imagen positiva hacia los grupos de interés (Orlitzky et al. 2003). Esta imagen positiva puede ayudar a las empresas a establecer vínculos con la comunidad y construir una mejor reputación en el mercado de valores. Además puede ayudar en otros aspectos reputacionales como la negociación de contratos, o el establecimiento de precios más elevados para sus bienes y servicios, o incluso reducir el coste de capital para la empresa (Fombrum et al. (2000).

Cespa et al. (2007) explican que la administración tiene incentivos para manipular los resultados con proyectos que muestren una imagen socialmente responsable a través de las actividades de RSC, y de esta forma obtener el apoyo de los grupos de interés. Con esta táctica, el gerente reducirá la posibilidad de tener mayor presión de los accionistas insatisfechos u otros usuarios cuyos intereses hayan sido perjudicados por las prácticas de manipulación contable.

La estrategia personal justifica el uso de las políticas de RSC por aquellos administradores que manipulen los resultados. Desde este punto de vista, determinadas actividades de RSC pueden servir a los CEOs como una manera de sofocar la presión de los grupos de interés, cuyos intereses se verían dañados y a través de estas actividades se suavizarían los efectos negativos.

Por lo tanto, se sospecha que los ejecutivos con incentivos para manipular el resultado del ejercicio, van a ser muy proactivos a anunciar sus actividades de RSC de manera pública, especialmente las empresas con una estricta supervisión. Por el contrario, las empresas con bajos niveles de manipulación de resultados tienen menos incentivos para obtener una respuesta del público mediante la promoción de actividades de responsabilidad social.

Pero debemos tener en cuenta que puede surgir problemas. Estarán basados en la sospecha de que los gerentes utilizan mecanismos de la RSC como una herramienta poderosa para la autodefensa, debido al uso de prácticas que dañan los intereses de los accionistas u otros grupos de interés.



Los grupos de interés pueden actuar ante las empresas que manipulan su resultado, por un lado, con desinversión por parte del accionariado como medida de presión; o por otro, a través de sanciones por parte del regulador por la realización de esas prácticas contables, (Prior, et al. 2008). Tales acciones son una forma de insatisfacción de los grupos de interés sobre el rendimiento de las empresas manipuladas, y en última instancia, un impacto perjudicial sobre el valor de mercado de la empresa y su reputación (Fombrum et al. 2000).

Prior et al. (2008), en relación con la teoría de la agencia, señala cómo las prácticas de RSC pueden ser utilizadas por los directores que manipulan el beneficio para afianzar su posición. Pero advierte que la proyección de una imagen social favorable, a través de prácticas como la RSC a fin de ocultar la manipulación del beneficio, no se puede sostener en el tiempo, debido a que esto supondría un efecto perjudicial sobre los resultados financieros.

Basándonos en los estudios previos que hemos estado comentando, observamos que existen investigaciones relacionadas con la relación existente entre, las prácticas de manipulación del resultado y la influencia que tiene con las políticas de RSC de las compañías. Destacar que estos estudios previos pertenecen, principalmente, a países como EE.UU, Canadá, Indonesia o Malasia, donde cada país presenta sus peculiaridades. Pero no hemos encontrado un estudio particular para el caso europeo, es por ello que pretendemos contrastar, a través de las hipótesis que a continuación vamos a presentar, la relación que existe entre estas variables, para el caso europeo.

La primera hipótesis planteada, enunciada en su forma alternativa es:

H1: Las políticas de Responsabilidad Social Corporativa de las empresas están influenciadas por el nivel de manipulación del resultado.

En una segunda hipótesis planteamos la influencia del mercado bursátil en el que cotiza la empresa en la relación entre manipulación y políticas de responsabilidad social corporativa. En su forma alternativa, dicha hipótesis quedaría enunciada como sigue:

H2: El índice donde coticen las empresas afecta a la relación entre Responsabilidad Social Corporativa y manipulación el resultado.

### **3. Muestra.**

Para este trabajo se analizarán seis de los principales índices bursátiles de Europa. El criterio para la elección de estos índices ha sido tener en cuenta diferentes entornos económicos de las diferentes regiones para observar si existen similitudes o diferencias en función de su zona.

Por ello, hemos seleccionado, como índices continentales, el francés (CAC40), el alemán (DAX30) y el español (IBEX35); por otra parte, dos índices de influencia anglosajona, como son el índice británico (FTSE100) y el índice neerlandés (AEX25) y, por último, el índice sueco (OMX30) para abarcar la vertiente nórdica.

Se utilizan las cuentas anuales de los años 2007 a 2017 para poder medir con mayor exactitud la evolución de la actividad a lo largo de todo ese periodo y ver que similitudes y diferencias existen entre los países y los años.

Tendremos que tener en cuenta el año 2007, pero a efectos prácticos sólo lo utilizaremos para deflactar por el activo de ese año a la hora de realizar los cálculos, como explicaremos en el apartado metodológico.

Para la muestra se ha tenido en cuenta todas las empresas que a lo largo del periodo analizado han pertenecido a estos índices, como observamos en el ANEXO 1, donde aparecen todas las empresas. Algunos índices presentan un mayor número de empresas de las que a priori deberían estar incluidas, esto es debido a que a lo largo de los 10 años van entrando y saliendo empresas en estos índices que presentan las empresas de mayor capitalización bursátil para las 6 zonas analizadas. A la hora de realizar el estudio hemos tenido en cuenta todas ellas, pero teniendo en cuenta que en determinados años no todas contaban con los datos necesarios.

Además debemos de comentar que para el índice neerlandés AEX25, nuestra base de datos tan solo nos facilitaba información de 22 empresas, por lo que solamente hemos tenido en cuenta esas al no disponer de datos del total del índice.

La base de datos utilizada para obtener toda la información ha sido DATASTREAM.

De manera general podemos resumir que la muestra se compone de un total de 259 empresas cotizadas en alguno de los seis índices seleccionados (Tabla1):

Índice	Nº Empresas	Nº Observaciones	%Total
CAC40	41	410	15,83%
DAX30	30	300	11,58%
IBEX35	35	350	13,51%
FTSE100	101	1010	38,99%
AEX25	22	220	8,49%
OMX30	30	300	11,58%
<b>TOTALES</b>	<b>259</b>	<b>2590</b>	

Tabla1: Total de observaciones para la muestra

#### **4. Metodología**

A continuación explicaremos la metodología que vamos a utilizar para nuestro trabajo, en primer lugar plantearemos la regresión que vamos a llevar a cabo para posteriormente explicar qué variables utilizaremos en la misma y cómo las vamos a calcular.

Partimos de las hipótesis anteriormente mencionadas, donde buscamos contrastar la influencia que tienen las políticas de Responsabilidad Social Corporativa de las empresas y el nivel de manipulación contable, y añadimos el factor mercado, en función de si el índice bursátil es determinante en esta influencia.

Para realizar este contraste vamos a planteamos la regresión (1) donde una variable dependiente mide el nivel de políticas de RSC que siguen las compañías, por otro lado, se incluyen dos variables explicativas, para contrastar cada una de las dos hipótesis

que nos planteamos. Además de estas dos variables añadiremos variables de control, para que nuestra regresión nos dé información complementaria respecto a nuestra variable dependiente, y nos ayude a la hora de establecer conclusiones más fiables.

Así pues, la regresión que vamos a plantear es la siguiente: (1)

LogESG= (1)	$a_0 + a_1 *  AD  + a_2 * LIQ + a_3 * END + a_4 * ROI + a_5 * TAM + a_6 * VAR_{PIBpc} + a_7 * MER_{CAC40} + a_8 * MER_{DAX30} + a_9 * MER_{IBEX35} + a_{10} * MER_{FTSE100} + a_{11} * MER_{AEX25} + a_{12} * MAN_{CAC40} + a_{13} * MAN_{DAX30} + a_{14} * MAN_{IBEX35} + a_{15} * MAN_{FTSE100} + a_{16} * MAN_{AEX25} + \epsilon$
----------------	--

Donde:

LogESG= Logaritmo del ESG score global  
 |AD|= ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto  
 LIQ= Liquidez (AC/PC)  
 END= Endeudamiento (P/PN)  
 ROI= Rentabilidad económica (BAII/Activo)

VAR PIB pc= Variación interanual del PIB per cápita  $(PIB_t - PIB_{t-1}) / PIB_{t-1}$   
 MER i; i=Mercado bursátil (CAC40; DAX30; IBEX35; FTSE100; AEX25)  
 MAN i; i=Manipulación en mercado bursátil (CAC40; DAX30; IBEX35; FTSE100; AEX25)

#### 4.1 Variable dependiente.

En primer lugar, vamos a centrarnos en la que va a ser nuestra variable dependiente, las políticas de RSC. Para determinar estas políticas hemos tenido en cuenta la puntuación que cada empresa tiene a tres niveles (medioambiental, social y gubernamental), y la forma en la que se establece esta puntuación es, a través de los ESG score proporcionados por la base de datos DATASTREAM.

Los ESG score son una evaluación objetiva del compromiso de una empresa con prácticas empresariales sostenibles, describen un enfoque que incorpora factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo en la toma de decisiones. Forma la base de un enfoque de inversión responsable, y permite a los inversores gestionar mejor el riesgo y, potencialmente, generar rentabilidades sostenibles en el largo plazo.

Los métodos de puntuación ESG varían de un sector a otro. Los factores E, S y G tienen diferentes ponderaciones según el sector en el que opera una empresa.

En nuestro caso, no vamos a diferenciar entre los tres componentes (medioambiental, social y gubernamental), sino que manejaremos el total de la

puntuación de ESG, que nos mida el conjunto de políticas globales que lleva cada compañía a cabo. De esta forma para cada compañía disponemos de un valor total para cada año, y utilizaremos el logaritmo de ese valor, para que este sea más pequeño. De esta forma, nos va a ayudar a conocer qué nivel de políticas de RSC sigue cada una de las empresas analizadas. Así pues, nuestra variable dependiente será el Logaritmo del ESG. (LogESG)

#### **4.2 Variables Explicativas.**

En segundo lugar, vamos a explicar cuál va a ser la primera de las variables explicativas tenidas en cuenta en la regresión. La primera de ellas tenía como misión medir la manipulación del resultado de las empresas.

##### 4.2.1 Valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales ( $|AD|$ ).

Antes de establecer cuál va a ser la forma en la que vamos a medir la manipulación del resultado, destacamos algunas razones por las que una empresa que adopta políticas de RSC decide, por esta causa, manipular más.

En primer lugar, con la intención de que la aplicación de medidas de RSC le ayude a corregir o mejorar esta situación. Lo cual sería lo “ideal”, pero siendo conscientes de que finalmente podría o no darse el resultado esperado, aunque ese fuera su objetivo.

Otra opción, sería que al manipular más, la empresa adoptase RSC no para corregir esta manipulación, que conoce, sino por querer encubirla con “la buena imagen que pueda dar la aparente aplicación de RSC”.

Entre los trabajos que analizan estas tesisuras, se encuentra el trabajo de Prior et al. (2008), estos autores plantean variables que están influyendo en la adopción de medidas de RSC. Así, la RSC aparece como variable dependiente, en la regresión, e influida por una serie de variables “independientes” entre las cuales se incluye la manipulación del beneficio. Sus investigaciones concluyen que las empresas que más manipulación presentan, son las que más llevan a adoptar medidas de

RSC. Este estudio proporciona una advertencia a los responsables políticos de que ciertas prácticas orientadas a elevar la responsabilidad social de una empresa, pueden ser simplemente un mecanismo para obstaculizar otras desviadas prácticas. Situándose, por tanto, en la segunda de las posturas señaladas. Se espera por lo tanto, que siendo significativa, la relación entre ambas variables sea positiva.

Como medida de la manipulación contable del resultado utilizaremos los ajustes por devengo discrecionales.

Los ajustes por devengo se definen como aquella parte de los ingresos o gastos que no implican cobros o pagos.

Entendiendo que los flujos de caja por operaciones no son manipulables y que el resultado no es igual a los flujos de caja, la diferencia resultante son los ajustes por devengo totales (AT), es decir ingresos o gastos que no implican cobros o pagos.

De éstos se debe distinguir entre los que no son manipulables, los ajustes no discrecionales (AND), y los ajustes discrecionales (AD) cuya manipulación es más factible (2):

$$AT=AND+AD \quad (2)$$

Los ajustes por devengo totales (AT) se calculan mediante la diferencia entre el resultado (RDO) y el cash-flow operativo (CFO), de acuerdo con la siguiente igualdad (3):

$$AT = RDO-CFO \quad (3)$$

Dado que no es posible identificar los Ajustes no discrecionales (AND) y los ajustes discrecionales (AD) por separado, estimamos los ajustes no discrecionales y calculamos los ajustes discrecionales como diferencia entre los ajustes por devengo totales (AT) y los ajustes no discrecionales (AND).

Para la estimación utilizamos el modelo de Dechow et al (1995). (4)

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \alpha_2 \frac{(\Delta Ventas_{it} - \Delta Ccobrar_{it})}{A_{it-1}} + \alpha_3 \frac{Inmov_{it}}{A_{it-1}} + e_{it} \quad (4)$$

Donde:

- AD son los ajustes por devengos discrecionales para la empresa i en el ejercicio t
- TA it son los ajustes por devengo totales para la empresa i en el ejercicio t,
- $\Delta Ventas_{it}$  es la variación en ventas de la empresa i en el ejercicio t respecto al t-1,
- $\Delta Ccobrar_{it}$  es la variación en cuentas a cobrar de la empresa i en el ejercicio t respecto al t-1,
- Inmovit es la cifra de inmovilizado técnico para la empresa i en el ejercicio t,
- $A_{it-1}$  es la cifra de activo total para la empresa i en el ejercicio t-1 y la hemos utilizado como deflactor con el fin de evitar problemas de heterocedasticidad.

La estimación del modelo de Dechow et al. (1995) proporciona un valor para  $\alpha_1$ ,  $\alpha_2$  y  $\alpha_3$ , que al incorporarlos en la ecuación y sustituir cada variable por sus valores correspondientes de cada entidad se obtienen los ajustes por devengo no discrecionales estimados.

De este modo, los ajustes discrecionales (AD) se calculan de acuerdo con la ecuación (5):

$$AD_{it} = \frac{TA_{it}}{A_{it-1}} - \left( a_1 \frac{1}{A_{t-1}} + a_2 \frac{(\Delta Ventas_{it} - \Delta Ccobrar_{it})}{A_{it-1}} + a_3 \frac{Inmov_{it}}{A_{it-1}} \right) \quad (5)$$

Donde:

- AD son los ajustes por devengos discrecionales para la empresa i en el ejercicio t
- TA it son los ajustes por devengo totales para la empresa i en el ejercicio t,
- $\Delta Ventas_{it}$  es la variación en ventas de la empresa i en el ejercicio t respecto al t-1,
- $\Delta Ccobrar_{it}$  es la variación en cuentas a cobrar de la empresa i en el ejercicio t respecto al t-1,
- Inmovit es la cifra de inmovilizado técnico para la empresa i en el ejercicio t,
- $A_{it-1}$  es la cifra de activo total para la empresa i en el ejercicio t-1 y la hemos utilizado como deflactor con el fin de evitar problemas de heterocedasticidad.

Una vez obtenidos los ajustes discrecionales (AD), debemos filtrarlos para evitar, tanto por exceso como por defecto, que los datos que sean muy grandes y distorsionen la muestra.

Para ello determinamos que los valores que queden por encima de la media más 3 veces la desviación típica quedaran desechados, mientras lo mismo sucederá los que queden por debajo de la media menos 3 veces la desviación típica. De esta forma eliminamos los valores que puedan distorsionar los resultados de análisis posteriores. Esta

casuística se repetirá para el resto de variables planteadas, ya que de esa forma depuramos los valores extremos en nuestra investigación.

Destacar por último, que trabajamos con el valor absoluto de los ajustes discrecionales ( $|AD|$ ), dado que nos interesa la magnitud de la manipulación, independientemente de si se trata de manipulación al alza o a la baja).

#### 4.2.2 Valor producto de la manipulación por mercado bursátil (MAN i).

La segunda variable explicativa que vamos a establecer, surgirá de una variable dicotómica en función del índice bursátil.

Como consecuencia en primer lugar plantearemos una dicotomía por país y posteriormente un producto de esta variable por el nivel de manipulación existente en este país. Recordemos que la hipótesis que buscábamos contrastar al incluir esta variable era que, el cotizar en un mercado bursátil determinado este influye en sus políticas de RSC.

La forma en la que hemos llegado a calcular esta variable ha sido a través de la creación de 5 variables dicotómicas nuevas, debido a que tenemos 6 índices bursátiles, en donde para cada variable hemos dado valores de entre 1 y 0 en función de cual mercado bursátil de la variable, de la siguiente forma (Tabla2), sin que podamos indicar los signos esperados de los coeficientes

Variable	Concepto	Dicotomía
MERCAC40	Mercado bursátil CAC40	MERCAC40valor 1, resto de mercados valor 0
MERDAX30	Mercado bursátil DAX30	MERDAX30valor 1, resto de mercados valor 0
MERIBEX35	Mercado bursátil IBEX35	MERIBEX35valor 1, resto de mercados valor 0
MERFTSE100	Mercado bursátil FTSE100	MERFTSE100valor 1, resto de mercados valor 0
MERAEX25	Mercado bursátil AEX25	MERAEX25valor 1, resto de mercados valor 0

Tabla2: Variables dicotómicas por mercado bursátil

El procedimiento que se realiza a continuación es, realizar el producto entre esta variable dicotómica creada y el nivel de manipulación contable calculado con anterioridad ( $|AD|$ ).



De esta manera calculamos 5 nuevas variables explicativas que nos ayudaran a contrastar la segunda hipótesis en función del mercado bursátil en el que cotice cada compañía. Tampoco en este caso podemos predecir el signo de los coeficientes

Tal y como se presenta en la siguiente tabla: (Tabla 3)

Variable	Concepto	Producto de la variable dicotómica*  AD
MAN <sub>CAC40</sub>	Manipulación en CAC40	MER <sub>CAC40</sub> con valor 1*  AD  <sub>CAC40</sub>
MAN <sub>DAX30</sub>	Manipulación en DAX30	MER <sub>DAX30</sub> con valor 1*  AD  <sub>DAX30</sub>
MAN <sub>IBEX35</sub>	Manipulación en IBEX35	MER <sub>IBEX35</sub> con valor 1*  AD  <sub>IBEX35</sub>
MAN <sub>FTSE100</sub>	Manipulación en FTSE100	MER <sub>FTSE100</sub> con valor 1*  AD  <sub>FTSE100</sub>
MAN <sub>AEX25</sub>	Manipulación en AEX25	MER <sub>AEX25</sub> con valor 1*  AD  <sub>AEX25</sub>

Tabla 3. Producto de cada variable dicotómica por el nivel de manipulación en ese mercado

#### 4.3 Variables de control.

El resto de variables que vamos a utilizar en este trabajo van a ser de control, estas tienen la misión de añadir precisión a nuestro análisis y nos ayudara a la hora de establecer conclusiones finales. Nos fijaremos preferentemente en el signo que obtengamos para cada variable de control, y si coincide con las previsiones que se han establecido en diferentes estudios relacionados con esta temática. Diferenciaremos dos grupos de variables de control para nuestro estudio; por un lado variables propias de la empresa, como son la liquidez, el endeudamiento, la rentabilidad económica y el tamaño; y por otro variables macroeconómicas que indiquen la situación de cada uno de los países a lo largo del periodo analizado, como va a ser la variación que exista del PIB per cápita de un año respecto del anterior.

- Variables empresa: Aquellas que dependen de la situación concreta de cada entidad. Las variables seleccionadas son liquidez, endeudamiento, rentabilidad económica y activo total. Las primeras se introducen como variables que muestran situación económico-financiera de la empresa mientras que el Logaritmo del Activo es una variable que mide el tamaño de estas empresas.

### Liquidez (LIQ)

La liquidez es el factor que mide la capacidad de la empresa para hacer frente a sus deudas a corto plazo. En concreto es uno de los ratios considerados a la hora de analizar la situación de una empresa, y en esa medida, de valorar la actuación de los directivos. Así, en este trabajo se presenta la liquidez como una variable que efectivamente puede influir en las políticas de RSC, ya que existe esa necesidad por parte de las empresas de mantener los recursos a corto plazo en unos niveles determinados.

En nuestro estudio vamos a medir esta variable como el cociente entre el activo a corto y el pasivo a corto (Activo Corriente/Pasivo Corriente). Es decir, el mantenimiento de este ratio en unos niveles adecuados puede influir en las decisiones de financiación, bien sea a través de la autofinanciación (por mantenimiento o por enriquecimiento) o financiación externa. Por tanto existiría una relación positiva entre la liquidez y las políticas de RSC.

### Endeudamiento (END)

Otra de las variables que pueden influir en las políticas de RSC, es la mayor necesidad de endeudamiento por parte de las empresas. Así, se plantea que si la situación financiera es negativa y se presenta una posición muy endeudada, la compañía no realizará políticas de RSC ya que no dispondrá de fondos suficientes para dedicarlos a estas acciones, entendemos que existirá una relación negativa entre políticas de RSC y el nivel de endeudamiento. Para medirlo hemos utilizado el cociente entre el Pasivo y el Patrimonio neto.

### Rentabilidad de la empresa (ROI)

Los resultados positivos de una empresa, como se argumentaba en el caso del tamaño, permiten a esta disponer de más recursos, lo que

podría llevar a las empresas a disponer de ellos para aplicarlos en nuevas medidas de RSC.

Pero por otro lado, es lógico pensar que las empresas ante la posibilidad de incurrir en pérdidas o presentar resultados desfavorables tiendan a recortar gastos, y que entre estos gastos estuviesen todos los que no fueran obligatorios, siempre y cuando estas no fuesen consideradas como prioritarias o esenciales para el desarrollo de su actividad. Por tanto parece lógico pensar que puede existir una la relación positiva entre la rentabilidad de la empresa y el nivel de aplicación de la RSC. Para medir esta variable hemos utilizado el cociente entre los Beneficios Antes de Intereses e Impuestos y el Activo Total.

#### Tamaño (TAM)

Es de suponer que, las empresas más grandes tienen más capacidad y disponen de más medios y recursos para, en primer lugar, aplicar medidas de RSC y posteriormente elaborar y publicar informes de RSC. De modo que, no solo se preocupen en aplicar e informar de dichas políticas, sino que pueden llegar a contar incluso con departamentos y personal dedicado exclusivamente a ello. Es decir, se considera que existe una relación positiva entre el tamaño de la empresa y la aplicación de estas medidas.

En concreto, se parte de estudios previos, que han sido diferenciados en dos líneas, en primer lugar de los trabajos que han analizado los determinantes en la publicación de información voluntaria y en segundo lugar los trabajos que han analizado los determinantes en la aplicación propiamente de medidas de RSC.

Así el tamaño de la empresa es la variable más analizada, y que muestra unos resultados más homogéneos, siendo así mismo la “más” significativa, sobre todo si es medida como tamaño del activo. Es decir, el tamaño de la empresa influye en el volumen de información

publicada, bien sea porque se dispone de más recursos o bien sea recurriendo a la teoría de la agencia, costes del propietario, etc. para justificar dicha relación. Hay por tanto una relación positiva, entre las políticas de RSC y el tamaño de la empresa. Para medir esta variable hemos tomado el Logaritmo del Activo total de cada compañía.

- Variables entorno: Son aquellas que dependen de la situación general de un país, hemos seleccionado la variación del PIB per cápita, que mostrará para cada país su evolución a lo largo de los años.

Se considera relevante el tener en cuenta situación del país respecto al año anterior como un factor externo de análisis que puede influir en las conclusiones obtenidas. Así, no se puede evadir el hecho de que, situaciones macroeconómicas negativas afectan a todos los sectores de la economía y especialmente a las empresas. Por tanto es de esperar que pueda afectar de la misma manera a las medidas y políticas que las empresas sigan, y de entre ellas la RSC. Y supondría lo mismo en el caso contrario, si existe un crecimiento del PIB respecto del año anterior, puede suponer un incentivo a adoptar medidas adicionales de RSC para mejorar la imagen y reputación de la empresa. Por tanto establecemos que existe una relación positiva entre las políticas de RSC y la variación del PIB per cápita.

Una vez establecidos los elementos que van a ser analizados para contrastar nuestras hipótesis de partida, realizaremos una regresión lineal de la ecuación planteada al inicio de este apartado.

Para la modelación de los datos y análisis de los resultados nos serviremos del programa estadístico SPSS.

A continuación se muestra un resumen de los signos esperados dado el estudio previo para las variables a analizar: (Tabla4).

Variable	Definición	Signos esperados
Ajustes discretionales( AD )	Valor absoluto de los ajustes por devengo discretionales	Positivo
Liquidez (LIQ)	Activo corriente/Pasivo corriente	Positivo
Endeudamiento (END)	Pasivo/Patrimonio neto	Negativo
Rentabilidad Económica (ROI)	Beneficio antes de intereses e impuestos/Activo total	Positivo
Tamaño empresa (TAM)	Logaritmo del Activo total	Positivo
Variación PIB per cápita (VarPIBpc)	(PIBt-PIBt-1)/PIBt-1	Positivo
Mercado bursátil CAC40 (MERCAC40)	Dicotómica en mercado <sub>CAC40</sub>	Positivo/Negativo
Mercado bursátil DAX30(MER <sub>DAX30</sub> )	Dicotómica en mercado <sub>DAX30</sub>	Positivo/Negativo
Mercado bursátil IBEX35 (MER <sub>IBEX35</sub> )	Dicotómica en mercado <sub>IBEX35</sub>	Positivo/Negativo
Mercado bursátil FTSE100 (MER <sub>FTSE100</sub> )	Dicotómica en mercado <sub>FTSE100</sub>	Positivo/Negativo
Mercado bursátil AEX25 (MER <sub>AEX25</sub> )	Dicotómica en mercado <sub>AEX25</sub>	Positivo/Negativo
Manipulación en CAC40 (MAN <sub>CAC40</sub> )	Variable Mercado *  AD  en <sub>CAC40</sub>	Positivo/Negativo
Manipulación en DAX30 (MAN <sub>DAX30</sub> )	Variable Mercado *  AD  en <sub>DAX30</sub>	Positivo/Negativo
Manipulación en IBEX35 (MAN <sub>IBEX35</sub> )	Variable Mercado *  AD  en <sub>IBEX35</sub>	Positivo/Negativo
Manipulación en FTSE100 (MAN <sub>FTSE100</sub> )	Variable Mercado *  AD  en <sub>FTSE100</sub>	Positivo/Negativo
Manipulación en AEX25 (MAN <sub>AEX25</sub> )	Variable Mercado *  AD  en <sub>AEX25</sub>	Positivo/Negativo

Tabla4: Signos esperados en la regresión (1)

## 5. Resultados.

Una vez explicada la metodología que hemos seguido en el trabajo, y previamente a conocerlos resultados obtenidos con las pruebas realizadas, vamos a comenzar exponiendo la información descriptiva de las variables que hemos utilizado en nuestra regresión (Tabla 5):

## Estadísticos descriptivos

Variables	N	Mínimo	Máximo	Media	Desviación estándar
LogESG	2393	1,14	1,98	1,83	0,11
AD	2399	0,00	0,46	0,03	0,04
LIQ	1989	0,18	4,49	1,31	0,62
ENDEUD	2433	0,02	1,43	0,65	0,21
ROI	2388	-0,49	0,82	0,07	0,07
LogACT	2508	4,49	9,81	7,37	0,85
VARPIB	2590	-0,35	0,36	-0,01	0,09
N válido (por lista)	1840				

Tabla 5: Estadísticos descriptivos variables continuas.

Para evaluarla relación que existen entre las variables de la regresión, analizaremos las correlaciones existentes entre las mismas, este contraste lo vamos a realizar a través del test de correlación de Pearson.

Los resultados obtenidos se pueden observar en la siguiente tabla (Tabla 6).

Variables	LogESG	AD	LIQ	END	ROI	LogACT	VARPIB
LogESG	1	-0,01	-0,14**	0,14**	-0,12**	0,41**	0,01
AD		1	0,05*	-0,08**	0,03	-0,11**	-0,03
LIQ			1	-0,49**	0,18**	-0,15**	0,01
ENDEUD				1	-0,27**	0,38**	-0,01
ROI					1	-0,37**	0,04*
LogACT						1	0,03
VARPIB							1

\*\* . La correlación es significativa en el nivel 0,01 (bilateral).

\*. La correlación es significativa en el nivel 0,05 (bilateral).

Tabla 6: Correlaciones entre variables continuas

Como se puede observar, existe un nivel de correlación moderado entre las variables utilizadas, no siendo en ninguno de los casos superiores al 50%, habiéndonos marcado este valor como límite para establecer una correlación significativa para nuestro estudio.

Una vez analizados los estadísticos descriptivos de nuestra muestra, y el test de correlación de Pearson, para observar si nuestras variables presentan correlación entre ellas; pasamos a analizar la regresión que nos habíamos planteado en el apartado de metodología.

Tras comentar las variables que hemos estudiado, en la tabla 7 podemos ver los resultados obtenidos para la regresión (1).

Variable	Coefficiente estandarizado ( $\beta$ )	Significatividad
Constante		0,000
AD	0,110	0,029
LIQ	-0,057	0,014
END	-0,023	,320
ROI	0,135	0,000
TAM	0,543	0,000
VAR PIB pc	-0,012	0,544
MER <sub>CAC40</sub>	0,306	0,000
MER <sub>DAX30</sub>	0,302	0,000
MER <sub>IBEX35</sub>	0,267	0,000
MER <sub>FTSE100</sub>	0,510	0,000
MER <sub>AEX25</sub>	0,180	0,000
MAN <sub>CAC40</sub>	0,010	0,732
MAN <sub>DAX30</sub>	-0,052	0,123
MAN <sub>IBEX35</sub>	-0,038	,376
MAN <sub>FTSE100</sub>	-0,176	0,000
MAN <sub>AEX25</sub>	-0,013	0,768
a. Variable dependiente: Log ESG		

Tabla7: Resultados Regresión lineal (1)

LogESG=	$a_0 + a_1 *  AD  + a_2 * LIQ + a_3 * END + a_4 * ROI + a_5 * TAM + a_6 * VARPIBpc + a_7 * MER_{CAC40} + a_8 * MER_{DAX30} + a_9 * MER_{IBEX35} + a_{10} * MER_{FTSE100} + a_{11} * MER_{AEX25} + a_{12} * MAN_{CAC40} + a_{13} * MAN_{DAX30} + a_{14} * MAN_{IBEX35} + a_{15} * MAN_{FTSE100} + a_{16} * MAN_{AEX25} + \varepsilon$
---------	--

Donde:

LogESG= Logaritmo del ESG score global  
|AD|= ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto  
LIQ= Liquidez (AC/PC)  
END= Endeudamiento (P/PN)  
ROI= Rentabilidad económica (BAlI/Activo)

VAR PIB pc= Variación interanual del PIB per cápita (PIBt-PIBt-1)/PIBt-1  
MER i; i=Mercado bursátil (CAC40; DAX30; IBEX35; FTSE100; AEX25)  
MAN i; i=Manipulación en mercado bursátil (CAC40; DAX30; IBEX35; FTSE100; AEX25)

Analizando los resultados, podemos observar que para nuestra primera hipótesis sobre la posible influencia de la manipulación contable en las políticas de responsabilidad social de las compañías, podemos establecer que sí existe esta influencia entre la manipulación del resultado y unas mejores políticas de RSC.

Para nuestra primera variable explicativa ( $|AD|$ ), obtenemos que es significativa al 5%, lo que nos reporta un resultado significativo para nuestra investigación. Por otro lado, existe un coeficiente positivo, lo que nos da una relación positiva y significativa entre la variable independiente (LogESG) y la variable explicativa ( $|AD|$ ).

Todo ello nos llevaría a aceptar la primera hipótesis planteada. Existe para el ámbito europeo de índices bursátiles analizados, una relación positiva que hace que la manipulación del resultado (medido a través de ajustes discrecionales) genere mejores conductas de responsabilidad hacia la sociedad, a través de políticas de RSC (medido a través de ESG score).

Esto significa que, tal y como comentábamos en la literatura previa, las empresas que realizan manipulación contable tienen incentivos para realizar políticas de Responsabilidad Social Corporativa y de esta forma mitigar los efectos negativos que pueden tener estas prácticas en su imagen y reputación.

En cuanto a la segunda hipótesis planteada, en relación a la influencia del índice en el que cotizan las empresas, podemos observar que en el único que obtenemos un nivel de significación adecuado es en el FTSE100 (por debajo del 1%), y que en el resto de índices obtenemos resultados no significativos.

Analizando en concreto el FTSE100, observamos que su coeficiente (beta) es negativo, esto nos indica que existe una relación inversa entre las variables analizadas. El hecho de cotizar en este mercado concreto influye en las políticas de ESG, implicando un menor efecto de la manipulación contable en las conductas que aumentan el ESG score (incluso el efecto de los Ajustes Discrecionales es negativo en el ESG score). Si recordamos la primera hipótesis, que tenía en cuenta toda la muestra, existía una relación positiva entre la manipulación contable y las políticas de RSC (coeficiente positivo). Mientras que si diferenciamos por mercado bursátil, observamos que



pertenecer al FTSE100 hace que la relación sea inversa (coeficiente negativo), lo que demuestra que las empresas cotizadas en este índice con un nivel de manipulación menor, tienen un mayor nivel de ESG score, es decir, mejores políticas de Responsabilidad Social Corporativa. Para el resto de índices no se puede llegar a análisis, debido a que no se obtienen relaciones significativas en nuestra regresión.

Respecto a las variables de control, destacar que los resultados que obtenemos para la rentabilidad económica (ROI) y el tamaño de las empresas son significativos al 1%, siendo positivo el signo de los coeficientes.

Para ambos casos existe coincidencia entre el resultado esperado y el obtenido. Esto supone que tener un buen ratio de rentabilidad económica y ser una empresa con un tamaño muy grande influyen de manera muy significativa en las políticas de RSC adoptadas por las compañías. Tal y como se planteaba en la literatura previa. Recordemos que en este apartado se defendía la existencia de una relación positiva entre estas variables y su influencia en las políticas de RSC. Las empresas grandes y rentables presentan una mayor puntuación en el ESG score, es decir tienen un mejor desempeño en políticas de RSC. Estos resultados añaden fiabilidad a nuestro análisis, ya que coinciden con lo que esperábamos al inicio de la investigación.

En cuanto a la liquidez, es significativa al 5%; pero el signo obtenido no coincide con el que esperábamos que tuviese, ya que presenta un coeficiente negativo y esperábamos que este fuese positivo. Pese a ello, destacamos que en la literatura previa apenas hay referencias a la relación entre las políticas de RSC y la variable liquidez. Analizando los resultados obtenidos para nuestra muestra, aquellas empresas con peor ratio de liquidez, son aquellas que tienen mejores Políticas de Responsabilidad Social Corporativa.

Respecto al endeudamiento, este presenta el mismo signo que se presuponía, siendo negativo y existiendo una relación inversa entre políticas de RSC y endeudamiento en las empresas. Sin embargo, esta relación no es estadísticamente significativa.

Asimismo, destacar que la variación del PIB país no influye significativamente en las políticas de RSC, lo que nos lleva a pensar que las políticas de RSC dependen más de

factores endógenos de la empresa (manipulación contable, mercado, liquidez, rentabilidad o tamaño) que de factores exógenos (situación del país).

## **6. Conclusiones.**

En los últimos años, la realización de actividades de RSC se ha convertido en una práctica que, con relativa frecuencia, las empresas están utilizando de modo voluntario con la finalidad de mejorar las condiciones sociales, medioambientales y gubernamentales en sus negocios, así como su relación con los distintos grupos de interés. Además, pueden ayudar a las empresas a obtener una mejor imagen en el mercado y repercutir en su reputación y su valoración.

En el estudio hemos planteado la posible existencia de una influencia positiva entre la manipulación contable del resultado y en las políticas de RSC desarrolladas por la empresa con el objetivo de mejorar su relación con sus grupos de interés y por ende en su imagen corporativa.

Tras analizar los resultados, obtenemos evidencias de que existe una relación positiva entre estas prácticas de manipulación contable ( $|AD|$ ) y una mayor puntuación en medidas de Responsabilidad Social Corporativa (ESG score). Es decir, las empresas con mayores nivel de manipulación, también son aquellas que mejores políticas de RSC realizan. Por tanto, aquellas empresas con elevados niveles de manipulación contable, utilizarían mejores políticas de RSC como una forma de mejorar su imagen corporativa y su reputación.

Si analizamos los resultados para la segunda hipótesis, obtenemos conclusiones tan solo para uno de los mercados analizados, en este caso el británico, ya que para el resto de países los resultados no son significativos, por lo que no nos ayudan a concluir si existen evidencias que contrasten nuestra regresión para el resto de mercados.

Si nos quedamos por tanto con el FTSE100, sí podemos establecer conclusiones de lo que sucede en este índice concretamente. Cotizar en este mercado hace que aquellas compañías que menos manipulan son aquellas que desarrollan mejores políticas de

RSC. El hecho de cotizar en este índice bursátil, hace que la relación entre manipulación y RSC sea inversa, al contrario de lo que sucedía para el conjunto total de empresas.

Esto nos lleva a concluir que las empresas de este mercado no utilizan mejores políticas de RSC para mitigar el efecto negativo que puedan tener las prácticas de manipulación contable en su reputación. Sino que aquellas empresas con mejor puntuación en medidas de RSC son las que tienen menor nivel de manipulación.

Como limitación a la hora de interpretar los resultados obtenidos cabe mencionar que somos conscientes de que pueden existir otros indicadores de Responsabilidad Social Corporativa, como por ejemplo, la información de contenido social, medioambiental y gubernamental en los informes anuales de las empresas, que nos podían haber servido para analizar de manera diferenciada, como afectaba la manipulación a cada uno de los componentes del ESG score (medioambiental, social y gubernamental), y no analizarlo de manera global.

Además, hemos trabajado con una muestra de varios países, todas ellas cotizadas y en un momento temporal concreto. Por ello, en futuras investigaciones se podrían añadir otros índices de otros continentes para valorar estos resultados en otros entornos.

De igual forma, puede ser interesante analizar no solo la influencia de las empresas de mayor capitalización (más importantes de cada país), sino de todo el tejido empresarial de un país; por ejemplo, de la situación del caso español, donde pueden existir diferencias significativas entre empresas del IBEX35 y empresas que no coticen en él. O incluso diferenciando entre diferentes etapas; por ejemplo etapas donde exista un entorno macroeconómico adverso (crisis) y etapas donde no.

En futuras investigaciones se podrían plantear diferentes temas sobre los que seguir trabajando en este campo, el cual cada vez va a tener mayor repercusión en nuestra sociedad, como son las políticas de Responsabilidad Social Corporativa.

## 7. **Bibliografía.**

- ✓ Aupperle, K., Carroll, A., & Hatfield, J. (1985). An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. *Academy of Management Journal*, 28, 446-463.
- ✓ Barnea, Amir, and Amir Rubin, 2010, Corporate social responsibility as a conflict between shareholders, *Journal of Business Ethics* 97, 71-86.
- ✓ Baron, D. P. (2001). Private politics, corporate social responsibility, and integrated strategy. *Journal of Economics and Management Strategy*, 10, 7-45.
- ✓ Castelo, M., & Lima, L. (2006). Corporate social responsibility and resource-based perspectives. *Journal of Business Ethics*, 69, 111-132.
- ✓ Cespa, G., & Cestone, G. (2007). Corporate social responsibility and managerial entrenchment. *Journal of Economics and Management Strategy*, 16(3), 741-771.
- ✓ Davidson III, W. N., Jiraporn, P., Kim, Y. S., & Nemec, C. (2004). Earnings management following duality-creating successions, ethnostatistics, impression management, and agency theory. *Academy of Management Journal*, 47, 267-275.
- ✓ Dechow, P.M., Sloan, R.G. y Sweeney, A.P., (1995): Detecting earnings management. *The Accounting Review*, vol.70, nº 2: pp. 193-225.
- ✓ De Angelo, L.E., (1986): Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review*, vol. 61, nº 3: pp 400-420
- ✓ De George, F., Patel, J. y Zeckhauser, P., (1999): Earnings management to exceed thresholds. *Journal of Business*, 72 (1): 1-33
- ✓ Feddersen, T., & Gilligan, T. (2001). Saints and markets: Activists and the supply of credence goods. *Journal of Economics and Management Strategy*, 10, 149-171.
- ✓ Fombrun, C., Gardberg, N., & Barnett, M. (2000). Opportunity platforms and safety nets: Corporate citizenship and reputational risk. *Business and Society Review*, 105, 85-106.
- ✓ Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13, 365-383.
- ✓ Jones, J.J., (1991): Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, vol. 29, nº2: pp. 193-228.

- ✓ Lougee, Barbara, and James Wallace, 2008, The corporate social responsibility (CSR) trend, *Journal of Applied Corporate Finance* 20, 96-108.
- ✓ Luoma, P., & Goodstein, J. (1999). Stakeholders and corporate boards: Institutional influences on board composition and structure. *Academy of Management Journal*, 42, 553-563.
- ✓ Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24, 403-441.
- ✓ Pagano, M., & Volpin, P. (2005). Managers, workers, and corporate control. *The Journal of Finance*, 60, 841-868.
- ✓ Preston, L., & O'Bannon, D. (1997). The corporate social-financial performance relationship: A typology and analysis. *Business and Society*, 36, 419-429.
- ✓ Prior, D., Surroca, J., & Tribó, J. A. (2008). Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility. *Corporate Governance: An International Review*, 16, 160-177.
- ✓ Renneboog, L., ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance and investment behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32, 1723-1742.
- ✓ Rowley, T., & Berman, S. (2000). A brand new brand of corporate social performance. *Business and Society*, 39, 397-418.
- ✓ Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18, 303-319.
- ✓ Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, 53, 112-134.
- ✓ Zahra, S. A., Priem, R. L., & Rasheed, A. A. (2005). The antecedents and consequences of top management fraud. *Journal of Management*, 31, 803-828.

**ANEXO:****Empresas analizadas en CAC40, DAX30 e IBEX35**

	CAC40		DAX30		IBEX35
1	ACCOR SA	1	ADIDAS AG	1	ACS ACTIVIDADES
2	WFD UNIBAIL ROD	2	ALLIANZ SE	2	ACERINOX S.A.
3	AIRBUS SE	3	BASF SE	3	AE SME SA
4	ARCELORMITTAL SA	4	BAYER. MOTOREN WERKE	4	AMADEUS IT GROUP SA
5	ATOS SE	5	BAYER AG	5	ACCIO SA
6	AXA SA	6	BEIERSDORF AG	6	BANCO BILBAO VIZCAYA
7	BNP PARIBAS SA	7	CONTINENTAL AG	7	BANKIA SAU
8	BOUYGUES SA	8	COVESTRO AG	8	BANKINTER S.A.
9	CAPGEMINI SE	9	DAIMLER AG	9	CAIXABANK
10	CARREFOUR S.A.	10	DEUTSCHE BANK AG	10	CIE AUTOMOTIVE SA
11	CREDIT AGRICOLE SA	11	DEUTSCHE BOERSE AG	11	CELLNEX TEL
12	DANONE SA	12	DEUTSCHE POST AG	12	INMOBILIARIA COLONI
13	DASSAULT SYSTEMES	13	DEUTSCHE TELEKOM AG	13	ENDESA S.A.
14	ENGIE SA	14	E.ON SE	14	ENCE ENERGIA
15	ESSILORLUXOTTICA SA	15	FRESENIUS MEDICAL CA	15	EGAS SA
16	HERMES INTERTIOL	16	FRESENIUS SE	16	FERROVIAL SA
17	KERING	17	HEIDELBERGCEMENT AG	17	GRIFOLS SA
18	L'OREAL SA	18	HENKEL AG AND	18	IAG SA
19	LEGRAND S.A.	19	INFINEON TECHNOLOGIE	19	IBERDROLA SA
20	LVMH MOET HENNESSY	20	LINDE PLC	20	INDRA SISTEMAS SA
21	COMPAGNIE	21	DEUTSCHE LUFTHANSA	21	INDITEX
22	ORANGE SA	22	MERCK KGAA	22	MAPFRE SA
23	PERNOD RICARD SA	23	MUNCHENER RUCKVER	23	MELIA HOTELS
24	PEUGEOT SA	24	RWE AG	24	MERLIN PROPERTIES
25	PUBLICIS GROUPE SA	25	SAP SE	25	ARCELORMITTAL SA
26	REULT -REGIE	26	SIEMENS AG	26	TURGY ENERGY GROUP
27	SAFRAN	27	THYSSENKRUPP AG	27	RED ELECTRICA
28	COMPAGNIE DE	28	VOLKSWAGEN AG	28	REPSOL SA
29	SANOFI	29	VONOVIA SE	29	BANCO SABADELL
30	SCHNEIDER ELECTRIC	30	WIRECARD AG	30	BANCO SANTANDER SA
31	STE. GENL. DE FRANCE			31	SIEMENS GAMESA RE
32	SODEXO			32	TELEFONICA S.A.
33	STMICROELECTRONICS			33	MEDIASET ESPA
34	TECHNIPFMC PLC			34	TECNICAS REUNIDAS
35	TOTAL SA			35	VISCOFAN SA
36	WFD UNIBAIL ROD				
37	VALEO SA				
38	VEOLIA ENVIRONNEMENT				
39	VINCI				
40	VIVENDI SA				
41	WORLDLINE SA				

## Empresas analizadas en FTSE100, AEX25y OMX30

	FTSE100		FTSE100		AEX25		OMX30
1	ADMIRAL GROUP PLC	51	LAND SECURITIES	1	AALBERTS NV	1	ABB LTD
2	ANGLO AMERICAN PLC	52	LEGAL & GEN'L GRP	2	ABN AMRO GROUP	2	ALFA LAVAL AB
3	ANTOFAGASTA PLC	53	LLOYDS BANKING GROUP	3	ADYEN NV	3	ASSA ABLOY AB
4	ASHTED GROUP PLC	54	LONDON STOCK EXCH	4	AEGON N.V.	4	ASTRAZENECA PLC
5	ASSOCIATED BRITISH	55	MARKS & SPENCER	5	KONINKLIJKE AHOLD	5	ATLAS COPCO
6	ASTRAZENECA PLC	56	MELROSE	6	AKZO NOBEL N.V.	6	ATLAS COPCO A
7	AUTO TRADER	57	MICRO FOCUS INTL	7	ASML HOLDING NV	7	ATLAS COPCO B
8	AVIVA PLC	58	MONDI PLC	8	ASR NEDERLAND NV	8	BOLIDEN AB
9	BAE SYSTEMS	59	WM. MORRISON SUPERMT	9	KONINKLIJKE DSM N.V.	9	ELECTROLUX AB
10	BARCLAYS PLC	60	TIOL GRID PLC	10	GALAPAGOS	10	TELEFOKTIEBOLAGET
11	BARRATT DEVELOPMENTS	61	NEXT PLC	11	HEINEKEN N.V.	11	ESSITY AB
12	BERKELEY GROUP	62	NMC HEALTHCARE LLC	12	IMCD GROUP BV	12	GETINGE AB
13	BHP GROUP PLC	63	OCADO GROUP PLC	13	ING GROEP N.V.	13	HENNES & MAURITZ AB
14	BP PLC	64	PEARSON PLC	14	KONINKLIJKE KPN NV	14	HEXAGON AB
15	BRITISH AMERICAN TOB	65	PERSIMMON PLC	15	NN GROUP NV	15	INVESTOR AB
16	BRITISH LAND COMPANY	66	PHOENIX GROUP	16	KONINKLIJKE PHILIPS	16	KINNEVIK
17	BT GROUP PLC	67	PRUDENTIAL PLC	17	RANDSTAD NV	17	NORDEA BANK ABP
18	BUNZL PLC	68	RECKITT BENCKISER	18	RELX PLC	18	SANDVIK AB
19	BURBERRY GROUP	69	RELX PLC	19	ROYAL DUTCH SHELL	19	SECURITAS AB
20	CARNIVAL PLC	70	RENTOKIL INITIAL PLC	20	UNILEVER N.V.	20	SKANDIVISKA ENSK
21	CENTRICA PLC	71	RIGHTMOVE PLC	21	KONINKLIJKE VOPAK NV	21	SKANSKA AB
22	COCA COLA HBC AG	72	RIO TINTO PLC	22	WOLTERS KLUWER N.V.	22	AB SKF
23	COMPASS GROUP PLC	73	ROLLS-ROYCE			23	SSAB SVENSKT STAL AB
24	CRH PLC	74	ROYAL BANK			24	SVENSKA CELLULOSA
25	CRODA INTERTIOL	75	ROYAL DUTCH SHELL			25	SV. HANDELSBANKEN AB
26	DCC PLC	76	ROYAL DUTCH SHELL			26	SWEDBANK AB
27	DIAGEO PLC	77	RSA INSURANCE GROUP			27	SWEDISH MATCH AB
28	DIRECT LINE	78	THE SAGE GROUP PLC			28	TELE2 AB
29	EASYJET PLC	79	J SAINSBURY PLC			29	TELIA COMPANY AB
30	EVRAZ PLC	80	SCHRODERS PLC			30	VOLVO AB
31	EXPERIAN PLC	81	SCOTTISH MORTGAGE				
32	FERGUSON PLC	82	SEGRO PLC				
33	FLUTTER ENTERTAIN	83	SEVERN TRENT PLC				
34	FRESNILLO PLC	84	SMITH & NEPHEW PLC				
35	GLAXOSMITHKLINE	85	DS SMITH PLC				
36	GLENCORE PLC	86	SMITHS INDUSTRIES				
37	HALMA PLC	87	SMURFIT KAPPA GROUP				
38	HARGREAVES LANSD	88	SPIRAX-SARCO ENGIN.				
39	HIKMA PHARMACEUTICAL	89	SSE PLC				
40	HISCOX PLC	90	ST. JAMES'S				
41	HSBC HOLDINGS PLC	91	STANDARD CHARTERED				
42	IMPERIAL BRANDS	92	STANDARD LIFE ABER				
43	INFORMA PLC	93	TAYLOR WIMPEY PLC				
44	INTERCONTINENTAL	94	TESCO PLC				
45	IAG SA	95	TUI AG				
46	INTERTEK GROUP	96	UNILEVER PLC				
47	ITV PLC	97	UNITED UTILITIES PLC				
48	JOHNSON MATTHEY PLC	98	VODAFONE GROUP PLC				
49	JUST EAT PLC	99	WHITBREAD PLC				
50	KINGFISHER PLC	100	WPP PLC				
		101	3I GROUP PLC				