

LA RELACIÓN ENTRE RESPONSABILIDAD SOCIAL EMPRESARIAL Y DESEMPEÑO FINANCIERO

Un estudio transversal en los países de la Unión Europea

Pablo Gómez Carrasco

José Luis Uceda Blanco

Universidad Autónoma de Madrid

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: doña Ana María MARTÍNEZ PINA, don Vicente CONDOR LÓPEZ, doña María Antonia GARCÍA BENAÚ, don Carlos PUIG DE TRAVY y don Rafael CÁMARA RODRÍGUEZ-VALENZUELA.

EXTRACTO

Tanto en el mundo académico como en el empresarial se percibe un interés creciente por las prácticas socialmente responsables y su impacto en la reputación de las compañías. A pesar de que la mayor parte de los estudios realizados sobre la relación entre Responsabilidad Social Empresarial (RSE) y desempeño financiero (DF) de las empresas sugieren una relación positiva, muchos autores coinciden en que el elevado número de estudios no concluyentes sobre esta cuestión subraya la necesidad de clarificar la forma concreta en que estas medidas de desempeño empresarial se relacionan. En este trabajo, partimos de una hipótesis alineada con la literatura anterior para investigar la relación en el contexto de la Unión Europea, analizando la influencia mediadora de variables propias de cada compañía, como los intangibles y la comunicación sobre RSE, y de la coyuntura económica, como variable del entorno. Nuestros resultados consolidan la hipótesis de la relación positiva, e indican que esta se puede dar de forma directa o producirse mediante la intervención de otras variables, en función de la coyuntura económica. Por lo tanto, la RSE se consolida como fuente de ventaja competitiva y herramienta de protección en momentos de crisis, que dota de mayor estabilidad financiera a las compañías que la incorporan en el núcleo de su estrategia de negocio.

Palabras claves: Responsabilidad Social Empresarial, desempeño financiero, teoría de los grupos de interés, variables mediadoras y coyuntura económica.

Fecha de entrada: 03-05-2012 / Fecha de aceptación: 12-07-2012

THE RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY AND FINANCIAL PERFORMANCE

A cross-sectional study in the European Union

Pablo Gómez Carrasco
José Luis Ucieda Blanco

ABSTRACT

Both in academia and in business, a growing interest in socially responsible practices and their impact on companies reputation can be observed. Although most studies suggest a positive relationship between Corporate Social Responsibility (CSR) and financial performance, many authors agree that the high number of inconclusive studies on this issue underlines the need to clarify the precise way in which these corporate performance measures are related. In this paper, we take a hypothesis aligned with the previous literature as a starting point to investigate the relationship within the context of the European Union, analyzing the mediating influence of company-level variables, such as intangibles and CSR communication, and economic situation as environment variable. Our findings strengthen the hypothesis of positive relationship, indicating that it may occur directly or through the intervention of other variables depending on the economic situation. Therefore, CSR is consolidated as a source of competitive advantage and protection tool in periods of economic crisis, providing more financial stability to the companies that incorporate it in their core business.

Keywords: Corporate Social Responsibility, financial performance, stakeholder theory, mediator variables and economic situation.

Sumario

1. Introducción
2. Revisión de la literatura e hipótesis
 - 2.1. La RSE en la literatura: concepto y evolución
 - 2.2. La investigación teórica de la relación RSE-DF
 - 2.3. La investigación empírica de la relación RSE-DF
 - 2.4. Nuestra visión de la relación RSE-DF: marco teórico del modelo e hipótesis
3. Método y muestra
 - 3.1. Midiendo la RSE o desempeño social
 - 3.2. Midiendo el DF
 - 3.3. Variables mediadoras
 - 3.4. Variables de control (VC)
 - 3.5. Análisis
4. Resultados
5. Discusión y conclusiones

Bibliografía

1. INTRODUCCIÓN

El desarrollo empresarial de los últimos años ha venido condicionado por la profunda crisis económico-financiera en la que aún hoy seguimos inmersos, estando la transparencia y la ética en la gestión empresarial entre los principales puntos débiles que ha puesto de manifiesto esta difícil situación. Una cuestión que no ha pasado desapercibida para los ciudadanos, que en tanto que consumidores de bienes y servicios, también han adaptado sus conductas a estas nuevas circunstancias.

En este sentido, el papel de las redes sociales se antoja esencial en el devenir de los acontecimientos. Vivimos en un momento en que los comportamientos socialmente reprobables por parte de las empresas tienen una publicidad inmediata y ampliada en la *Web 2.0*, y la respuesta es cada vez más contundente por parte de la sociedad, como se ha demostrado con el movimiento ciudadano global de los «indignados» («*Occupy*») en Estados Unidos). Por todo ello, el riesgo reputacional para las empresas es máximo y las políticas de Responsabilidad Social Empresarial (RSE)¹ se configuran como un elemento esencial en la minimización de las consecuencias adversas asociadas a tales riesgos.

Es tal el peso de las grandes empresas en la economía mundial que la importancia de la ética y la sostenibilidad aplicada a la gestión empresarial va mucho más allá de sus intereses particulares. La suma de los ingresos de las 500 mayores empresas multinacionales equivalen aproximadamente al producto interior bruto conjunto de la Unión Europea y Estados Unidos. La contundencia de este dato es una buena muestra de la relevancia de la cuestión que nos ocupa. Pero la crisis financiera está incrementando aún más el protagonismo de las corporaciones privadas. En el origen, las instituciones públicas fueron incapaces de controlar, mediante una adecuada regulación la actividad de la banca privada, que aprovechó esta circunstancia para alimentar una economía frágil basada en la especulación. La explosión de la burbuja especulativa en 2008 ha dado paso a un periodo de enorme inestabilidad financiera que perdura en la actualidad. La crisis financiera ha terminado por calar en la economía real disparando las cifras de desempleo en el sur de Europa y provocando serios problemas en las cuentas públicas de los países de esta zona. Situación que se ha visto agravada por la actuación, cuanto menos sospechosa, de las agencias de *rating*.

¹ Si bien el término Responsabilidad Social Empresarial (RSE) se está imponiendo en la actualidad sobre el original Responsabilidad Social Corporativa (RSC) con el ánimo de incluir a las pymes, que no se sienten identificadas con el concepto «corporación», la realidad es que ambos se utilizan indistintamente, tanto en la literatura académica como en el contexto empresarial, referidos a la misma cuestión. Por lo tanto, a lo largo de este trabajo y con la finalidad de reducir la repetición excesiva de un mismo vocablo, se emplearán las dos terminologías, que habrán de considerarse equivalentes a todos los efectos. «Desempeño social» será otro término que aparecerá referido también al mismo concepto.

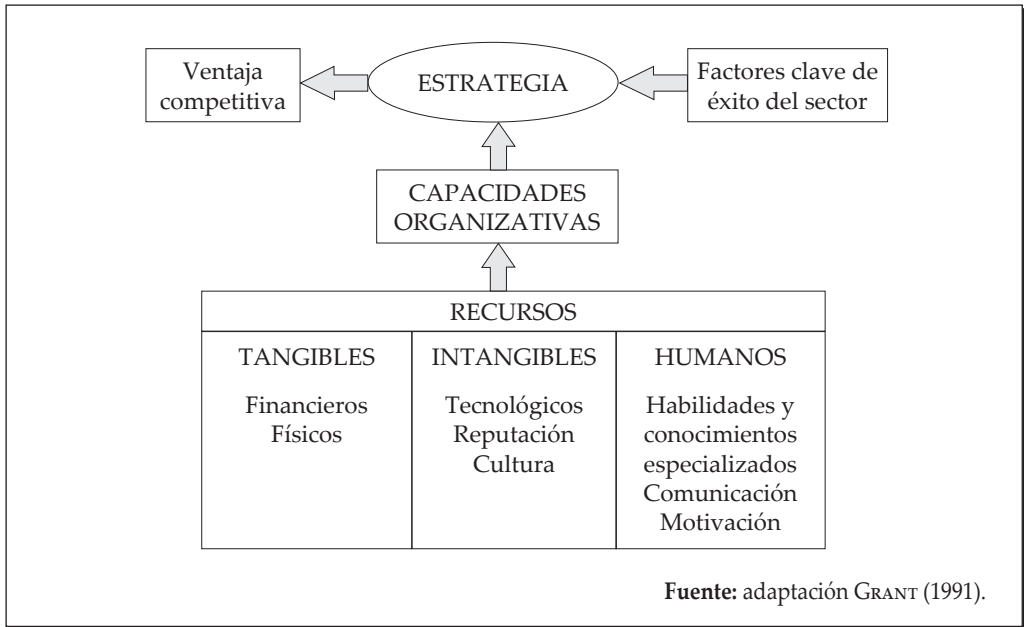
Las mismas que dieron la máxima calificación a los fondos de titulización de hipotecas *subprime* y a bancos quebrados como Lehman Brothers parecen haberse vuelto extremadamente rigurosas a la hora de calificar la deuda de países con problemas de financiación, lo que hace entrar a estos países de un círculo vicioso de dificultades financieras. Los que sufren los efectos finales de esta dinámica, en forma de deterioro de las prestaciones públicas y de tasas de paro disparadas, son los ciudadanos. El peso del sector privado en la economía mundial, su influencia en el sistema financiero y su impacto en la sociedad, han de llevar necesariamente a que las empresas tomen conciencia del valor de la ética y la sostenibilidad en su actividad y entiendan la necesidad de situar la RSC en el núcleo de su estrategia, si pretenden tener éxito comercial y financiero a largo plazo.

Para el desarrollo de nuestro modelo nos hemos basado en la teoría de los grupos de interés o *stakeholders theory* (FREEMAN, 1984) y en la estrategia basada en los recursos y capacidades de la empresa o *resource-based view* (WERNERFELT, 1984), que normalmente se identifica con el acrónimo RBV. La teoría de los grupos de interés se contrapone a la visión tradicional de la empresa, que defiende que esta ha de tener en cuenta por encima de todo los intereses de los accionistas, que se materializan en la maximización del beneficio y, como consecuencia de esto, del valor de su participación en la compañía (FRIEDMAN, 1970). Por lo tanto, esta concepción tradicional reduce la estrategia de la empresa a los siguientes actores: accionistas, empleados, clientes y proveedores. Por el contrario, la teoría de los grupos de interés incluye valores de índole moral, e incluso filosófica, entre sus directrices para la gestión de un negocio, que le llevan a buscar una cierta legitimación social de su actividad (DONALDSON y PRESTON, 1995). Para ello, amplía el concepto de grupos de interés incluyendo a las administraciones públicas, partidos políticos, sindicatos, organizaciones no gubernamentales (ONG), empleados potenciales, asociaciones profesionales. En definitiva, al conjunto de la sociedad. La amplia concepción de los grupos de interés de una compañía les ha acarreado numerosas críticas a los defensores de esta teoría, siendo el conflicto de intereses entre los diversos colectivos la más recurrente de ellas (BLATTBERG, 2004).

La estrategia RBV sostiene que las empresas han de gestionar los recursos y capacidades de toda índole que tienen a su alcance, de tal manera que estos se conviertan en una fuente de ventaja competitiva sostenible a largo plazo. En este sentido, la búsqueda de la excelencia en la gestión empresarial que implica la RSC y su visión largoplacista del negocio, que lleva a incluir en la estrategia empresarial a todos los elementos del entorno que puedan (en el presente o en el futuro) afectar a la actividad de la compañía, encaja bastante bien con esta estrategia. La ventaja competitiva sostenida ha de dar lugar necesariamente a rentabilidades anormales, es decir, por encima de la media del mercado.

GRANT (1991) afirma que en un entorno tan cambiante como el actual la empresa ha de dirigir sus esfuerzos a actuar sobre los factores internos, que a la postre son los que justifican las diferencias entre competidores, y clasifica los recursos en tangibles (físicos y financieros), intangibles (tecnología, reputación y cultura) y humanos (habilidades y conocimientos especializados, capacidad de comunicación y motivación). Los recursos se coordinan para crear capacidades, que son las que permiten que las empresas desarrollen su actividad. Esta estrategia se expone de manera más visual en el **gráfico 1**.

Gráfico 1. Estrategia basada en los recursos y capacidades de la empresa



Para que los recursos y capacidades de la empresa actúen como competencias distintivas deben cumplir una serie de características (AMIT y SCHOEMAKER, 1993): ser duraderos, escasos, complementarios entre sí en el proceso de generación de valor, de transferencia difícil, inimitables, de sustitución limitada y encajados en los factores estratégicos del sector. Los activos intangibles que surgen como consecuencia de la implantación de la RSE en el núcleo de la estrategia de la empresa (por ejemplo: potenciación de las relaciones con la comunidad, creación de asociaciones positivas con una marca, atracción y retención del talento, identificación y minoración de riesgos, etc.) cumplen con las características anteriormente citadas y, por tanto, entendemos que pueden dar lugar a esas rentabilidades por encima de la media a las que hemos hecho referencia anteriormente.

Es precisamente la verificación de rentabilidades anormales (en términos tanto de rentabilidad económica como financiera) obtenidas por empresas con un notable desarrollo de su actividad de RSE, el principal objetivo de este trabajo. La obtención de evidencia adicional en esta línea demostrará que existe una relación positiva entre la responsabilidad que demuestra una empresa en las relaciones con el entorno, entendido este en el más amplio sentido de la palabra, y su desempeño financiero (DF). Con ello, pretendemos colaborar con el fomento de una práctica empresarial responsable, que valore que, en el mundo cada vez más globalizado en que vivimos, las consecuencias económicas de un comportamiento empresarial en el que no impere la ética son impredecibles, pudiendo llegar incluso a poner en peligro la propia continuidad del negocio a largo plazo. De hecho, en el mundo empresarial ya se ha incorporado, como así pone de manifiesto la elaboración de memorias de sostenibilidad por parte de un creciente número de empresas,

el *triple resultado*², un concepto que implica la necesidad de medir el desempeño de un negocio con base en tres dimensiones: económica, social y medioambiental.

La aportación esencial de este trabajo a la literatura es la demostración de que a largo plazo RSE y DF están correlacionados en un contexto novedoso, pues hemos limitado la muestra a empresas de la Unión Europea en un periodo económicamente tan complejo como la actual crisis financiera internacional y los años que la precedieron. Asimismo, tratamos de profundizar en la investigación de los factores que dan lugar a estudios no concluyentes sobre esta relación, en particular, la existencia de variables que pueden actuar como mediadoras en la relación entre RSE y DF y la influencia de la coyuntura económica.

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA E HIPÓTESIS

2.1. LA RSE EN LA LITERATURA: CONCEPTO Y EVOLUCIÓN

De acuerdo con el Marco Conceptual de la RSC elaborado por la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA), la RSC puede definirse como «el compromiso voluntario de las empresas con el desarrollo de la sociedad y la preservación del medio ambiente, desde su esencia social y un comportamiento responsable hacia las personas y grupos sociales con los que interactúa». Se trata de un enfoque que supera la visión tradicional de la filantropía social, en la que se asocia la Responsabilidad Social con el grado de acción social de la organización. De esta definición se derivan una serie de características propias de una organización socialmente responsable:

- Su objetivo básico pasa de una gestión orientada a los inversores (*shareholders*) hacia los grupos de interés (*stakeholders*).
- Implementación de políticas y programas orientados a una gestión innovadora basada en la integración de las demandas sociales en los instrumentos de decisión.
- Va más allá del mero cumplimiento de la normativa vigente y se plantea como una estrategia voluntaria que se basa en el diálogo con los *stakeholders*.
- Orientación a largo plazo. Es difícil proponer rentabilidad a corto plazo de la RSC, cuando es un planteamiento estratégico de creación de valor.

Esta filosofía empresarial, surgida a principios de los setenta, fue recibida con desagrado por los economistas que concebían la empresa como una entidad dirigida exclusivamente a generar el máximo beneficio para sus accionistas (FRIEDMAN, 1970). Desde entonces, su principal hándicap ha sido

² Esta expresión, derivada del inglés *triple bottom line*, fue utilizada por primera vez por John ELKINGTON en 1994 y, posteriormente, desarrollada en su libro *Cannibals With Forks: the Triple Bottom Line of 21st Century Business* (New Society: Vancouver).

la compleja cuantificación de los beneficios que aporta a las organizaciones que invierten en RSE, una circunstancia que llevó a muchos autores a despreciar este tipo de políticas en tanto en cuanto no se demostrara de manera objetiva su contribución positiva a la cifra de resultados (RAMANATHAN, 1976). Sin embargo, en la actualidad existe, tanto en el ámbito académico como en el empresarial, un elevado consenso en torno a los beneficios que la RSE proporciona a las empresas que implantan estas medidas en su estrategia, y a la sociedad en su conjunto. Esto ha llevado a un creciente interés por parte de las compañías en la adopción de comportamientos socialmente responsables, incluso cuando el beneficio que se deriva de estas acciones es en ocasiones difícilmente cuantificable. A este respecto, comienzan a proliferar trabajos que demuestran que las empresas que revelan una mayor cantidad de información sobre RSE disfrutan de menores costes de capital (DHALIWAL et ál., 2011) y atraen el interés de analistas e inversores institucionales en mayor medida que las empresas que no difunden este tipo de información (IOANNOU y SERAFEIM, 2010). Además, se observa que las proyecciones de los analistas para estas empresas son de mayor calidad y menos dispersas. Este proceso ha desembocado en un curioso fenómeno de retroalimentación en el que las empresas tratan de adaptarse a las demandas sociales y a las nuevas leyes sobre RSE, y al mismo tiempo las leyes tratan de absorber la regulación que de forma voluntaria se autoimponen las empresas (ARCHEL et ál., 2011).

2.2. LA INVESTIGACIÓN TEÓRICA DE LA RELACIÓN RSE-DF

En la investigación sobre la relación entre RSE y DF podemos distinguir dos categorías de estudios: teóricos y empíricos. Comenzaremos realizando un breve análisis de los teóricos, basados fundamentalmente en la teoría de los grupos de interés o *stakeholders*.

Según PRESTON y O'BANNON (1997), los trabajos teóricos difieren en el signo de la relación (positivo, negativo o neutral) y de la secuencia causal (la RSE suele figurar como variable independiente en la relación, pero en ocasiones aparece como variable dependiente). Las diferentes combinaciones de estos posibles vínculos teóricos dan lugar a las siguientes hipótesis:

1. Hipótesis del impacto social: niveles más altos (bajos) de RSE conducen a niveles más altos (bajos) de desempeño financiero. La teoría de los *stakeholders* sugiere esta asociación positiva (FREEMAN, 1984), porque la RSE permite satisfacer las necesidades de los *stakeholders*, lo que conduce a mejorar la reputación externa de la empresa y, por tanto, a mejorar el DF. Por el contrario, no cubrir esas necesidades genera un deterioro de la reputación que provoca un incremento de la prima de riesgo de la empresa y finalmente el DF se ve afectado (CORNELL y SHAPIRO, 1987).
2. Hipótesis de la disponibilidad de fondos: niveles más altos (bajos) de DF conducen a niveles más altos (bajos) de RSE. También supone una vinculación positiva pero en este caso el sentido de la causalidad es inverso (WADDOCK y GRAVES, 1997). Supedita el desempeño social de la empresa a la disponibilidad de recursos financieros. Así, una forma de contrastar esta hipótesis en estudios empíricos es considerar la variable DF como exógena y retardada n periodos.

3. Sinergia positiva. Esta hipótesis nace como combinación de las dos anteriores y sugiere la existencia de un «círculo virtuoso» (WADDOCK y GRAVES, 1997) entre las variables implicadas: una mayor RSE conduce a un mejor DF, lo que a su vez permite una mejor gestión y comunicación de la RSE.
4. Hipótesis del *trade-off*: niveles más altos (bajos) de RSE conducen a niveles más bajos (altos) de DF. Refleja el argumento neoclásico de FRIEDMAN (1970) según el cual las empresas solo tienen una responsabilidad social: incrementar sus beneficios. Así, al potenciar la RSE las empresas incurren en costes innecesarios y, situándose en una posición de desventaja respecto a sus competidores, reducen su rentabilidad.
5. Hipótesis del oportunismo de los directivos: niveles más altos (bajos) de DF conducen a niveles más bajos (altos) de RSE. Se argumenta frecuentemente en la literatura que los directivos de las empresas pueden perseguir objetivos propios, lo que iría en detrimento de los propietarios y otros *stakeholders* (WILLIAMSON, 1967; ROSS, 1973; JENSEN y MECKLING, 1976). Así, puede ocurrir que cuando el DF sea elevado los directivos reduzcan la RSE para maximizar sus ingresos personales a corto plazo, y ante un pobre DF, los directivos podrían intentar justificar los malos resultados embarcándose en programas sociales llamativos.
6. Sinergia negativa. De la misma forma que puede existir un «círculo virtuoso», si combinamos la hipótesis del *trade-off* y la del oportunismo de los directivos encontraremos un círculo vicioso entre las variables implicadas.
7. Hipótesis de las variables mediadoras: no hay una relación directa significativa entre la RSE y la DF. Según esta hipótesis, como veremos más adelante, existen algunas variables (por ejemplo: intangibles, comunicación, gastos en I+D+i, etc.) que pueden actuar como mediadores clave en esa relación, lo que podría explicar el hecho de que en algunos estudios no se encuentren correlaciones concluyentes entre la RSE y el DF (MCWILLIAMS y SIEGEL, 2001).

En este punto hemos de añadir que, a pesar de que la mayoría de los autores han trabajado con modelos lineales, se puede considerar la hipótesis de que la relación sea no lineal. BARNETT y SALOMON (2006) trabajaron sobre un modelo en el que la relación entre la RSE y el DF tenía la forma de una U invertida. De esta forma, existiría un nivel óptimo de RSE y las desviaciones respecto al mismo estarían asociadas con niveles más bajos de DF. Una alternativa que proporciona otra posible explicación al hecho de que algunos estudios empíricos no hayan encontrado un vínculo simple entre dichas variables.

2.3. LA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA DE LA RELACIÓN RSE-DF

A lo largo de las últimas décadas se han realizado multitud de estudios instrumentales para contrastar las hipótesis expuestas anteriormente. Este tipo de literatura se puede dividir en dos

grupos: los casos de estudio cualitativos y los análisis cuantitativos. Los casos de estudio se refieren a cuestiones tales como la evitación de riesgos (fundamentalmente medioambientales) y la sostenibilidad de las empresas como parte de la excelencia empresarial (WEISER y ZADEK, 2000). Estos estudios presentan el problema de que, al estar basados en datos cualitativos, su aplicabilidad es limitada, siendo solamente válidos para una sola empresa o, a lo sumo, para un sector específico, por lo que sus conclusiones no son demasiado robustas.

Por su parte, los análisis cuantitativos se construyen fundamentalmente con base en dos metodologías diferentes. Por un lado está el método denominado *event studies*, en el que se valora el impacto de buenas o malas políticas de RSE en el precio de las acciones de las empresas. Aunque en algunos casos pueden apreciarse movimientos en dichos precios, debemos tener en cuenta que estos estudios buscan efectos en el muy corto plazo, por lo que entrarían en conflicto con la visión estratégica de la RSE que defendemos como la más acertada. En este sentido, FERNÁNDEZ-IZQUIERDO et ál. (2009) concluyeron que no se aprecia reacción a corto plazo en el comportamiento de los inversores españoles respecto a noticias asociadas a la RSE, ya que estos inversores entienden que dichas noticias no tienen impacto sobre los resultados de las empresas afectadas. Por otro lado, encontramos los análisis multivariantes que examinan las relaciones entre distintas medidas de las variables RSE y DF. Además, algunos estudios también controlan la influencia de factores mediadores y/o moderadores potenciales como el tamaño de la empresa, el riesgo, los gastos en I+D+i, los intangibles, etc.

Teniendo en cuenta las consideraciones anteriores, creemos que el análisis multivariante se presenta como el marco más adecuado para el estudio de las hipótesis que plantearemos más adelante. La ecuación tipo estimada en estos estudios empíricos es la siguiente:

$$DF = \beta_0 + \beta_1 RSE + \beta_2 VC + \varepsilon;$$

donde *VC* son las variables de control (tamaño de la empresa, tipo de industria, I+D+i, riesgo, etc.) que, en su caso, van a mediar o moderar la relación RSE-DF; y ε es el término de error.

Los autores de dos meta-análisis³ relativamente recientes (MARGOLIS y WALSH, 2003; ORLITZKY et ál., 2003) coincidieron al concluir que la evidencia empírica obtenida hasta ese momento sugería la existencia de una discreta relación positiva entre desempeño social y financiero de las empresas. No obstante, la mayoría de los autores afirman que aún se precisa de mucho trabajo adicional en esta área para alcanzar conclusiones definitivas.

En cualquier caso, conviene destacar que apenas existen unos pocos estudios, la mayoría de ellos publicados en la década de los noventa, que encuentren una vinculación negativa entre ambas medidas de desempeño (GÓMEZ GARCÍA, 2008). Puede afirmarse que la mayoría de la literatura empírica apoya la idea de que, como mínimo, una buena gestión y comunicación de la RSE no tiene efectos

³ Este método, que consiste en una integración estadística de los datos acumulados a lo largo de numerosos estudios distintos (STANLEY, 2001), permite controlar los errores de medición y muestreo que distorsionan los resultados de los estudios individuales.

negativos sobre el DF. Por tanto, parece rechazarse la hipótesis del *trade-off* a favor de la hipótesis del impacto social. Además, en los estudios en los que la RSE aparece como variable dependiente tampoco se detecta evidencia alguna de relación negativa, por lo que también se podría rechazar, sobre la base de los estudios empíricos incorporados en los meta-análisis a los que nos hemos referido, la hipótesis del oportunismo de los directivos a favor de la hipótesis de la disponibilidad de fondos. Descartadas estas dos hipótesis, lógicamente el planteamiento de la sinergia negativa pierde validez.

En relación con la hipótesis de la sinergia positiva destaca el trabajo de WADDOCK y GRAVES (1997). Estos autores defienden que la RSE es al mismo tiempo impulsora y receptora del mejor DF de una empresa, dando de esta forma lugar a un «círculo virtuoso». Esta es también una de las principales conclusiones alcanzadas por ORLITZKY et ál. (2003) en su trabajo de meta-análisis. No obstante, debemos señalar que son relativamente escasos los estudios en los que la relación entre la RSE y el DF se estudia en ambas direcciones, lo que, por otra parte, constituye una buena oportunidad para el desarrollo de literatura empírica.

En cuanto al signo de la relación, observamos que el paso del tiempo ha incrementado el número de resultados positivos en detrimento de los neutrales y muy especialmente de los negativos. Esto es coherente con el hecho de que las políticas de RSE representan una innovación empresarial que, al igual que las políticas de I+D+i, necesitan de un periodo de maduración, dada la importancia del medio y largo plazo en la gestión de los activos intangibles. Además, como hemos venido subrayando, la RSE tiene una naturaleza claramente estratégica y no puede reducirse simplemente a acciones puntuales.

A pesar de lo anterior, no podemos ignorar la existencia de multitud de estudios no concluyentes sobre la cuestión que nos ocupa. Entre las razones que se barajan en la actualidad, destacan la ausencia de un marco teórico sólido y unificado, y diferencias conceptuales y metodológicas en las definiciones de la RSE y el DF (GARRIGA y MELÉ, 2004). En especial, la existencia de múltiples medidas de RSE (índices, *rankings*, encuestas, prensa especializada, etc.) y DF (diversas medidas basadas en el mercado y/o la contabilidad) dificultan su homogeneización y alejan así la posibilidad de alcanzar una conclusión unánime. Además, la práctica totalidad de los estudios publicados a nivel internacional se basan en empresas americanas o inglesas, por lo que se plantea la duda de si los resultados obtenidos se verían notablemente alterados, dada su debilidad, al replicar los trabajos en contextos diferentes. En este sentido, se hace necesaria una mayor investigación de la relación RSE-DF en otros ámbitos geográficos, sin duda uno de los aspectos más destacados en los que nuestra investigación, llevada a cabo en el contexto de la Unión Europea, trata de contribuir a la literatura.

Asimismo, la hipótesis de las variables mediadoras aporta otra explicación a la existencia de estudios no concluyentes. MARGOLIS y WALSH (2003) destacaron la necesidad de desarrollar modelos que incorporen variables mediadoras, omitidas en la mayor parte de los trabajos, una cuestión de indudable interés sobre la que diversos autores ya han realizado aportaciones. Para WILLIAMS y SIEGEL (2000), esa falta de consistencia de los resultados proporcionados por la literatura previa podría explicarse por la omisión de la variable I+D+i, lo que da lugar a errores asociados a una inadecuada especificación del modelo. Otros investigadores han demostrado que

factores tales como el crecimiento de la industria moderan la relación entre desempeño medioambiental (recordamos que se trata de una de las dimensiones de la RSC) y desempeño económico (RUSSO y FOUTS, 1997). De especial interés nos resulta el estudio llevado a cabo por SURROCA et ál. (2010), que concluye que no existe una relación directa entre el desempeño social y el financiero, sino que se trata de una relación indirecta en la que determinados intangibles (innovación, capital humano, reputación y cultura organizacional) de la compañía juegan un papel decisivo. Esta será precisamente una de las hipótesis que someteremos a prueba en nuestro estudio.

2.4. NUESTRA VISIÓN DE LA RELACIÓN RSE-DF: MARCO TEÓRICO DEL MODELO E HIPÓTESIS

La relación entre desempeño social y financiero en las empresas es un tema de actualidad que acapara el interés de cada vez más investigadores. Entendemos que existen pruebas suficientes, tanto en la literatura publicada hasta la fecha como en los datos provenientes de la realidad social y empresarial, de que la inversión en RSE proporciona importantes retornos a las empresas que saben gestionarla de manera no oportunista. No obstante, a pesar de la gran cantidad de estudios que se han venido publicando en las últimas décadas sobre esta cuestión, no se ha alcanzado un consenso dentro del mundo académico respecto a los mecanismos concretos que vinculan ambas variables. Por lo tanto, a nuestro juicio la hipótesis de que la gestión socialmente responsable es beneficiosa para las empresas está superada, y creemos que los esfuerzos académicos han de dirigirse a avanzar por este camino, tratando de conciliar los trabajos anteriores al tiempo que plantean nuevos modelos capaces de proporcionar resultados consistentes con independencia del contexto en que se esté llevando a cabo el estudio.

Por otro lado, la RSE es un concepto que por su carácter estratégico afecta a todos los niveles y secciones de una organización y, por basarse en la teoría de los grupos de interés, condiciona todas y cada una de las relaciones de la empresa con su entorno. Por lo tanto, creemos que se trata de una cuestión tan amplia y compleja que no puede ser abordada con base en hechos concretos y el juicio posterior de los mercados. Según nuestro punto de vista, las técnicas de *event studies* o la utilización de variables desplazadas en modelos econométricos puede servir para aportar indicios sobre por dónde ha de avanzar la investigación, pero no son las herramientas más adecuadas para dar respuesta a la cuestión principal.

Precisamente por la complejidad a la que acabamos de aludir, la hipótesis de una relación causal directa y unidireccional nos parece excesivamente simplista. Pensamos que la sinergia positiva con la intervención de diversas variables moderadoras es la hipótesis más sólida desde un punto de vista teórico. No obstante, entendemos que, a pesar de fluir en ambos sentidos, los efectos positivos de la relación entre RSE y DF solo pueden ser claramente observables cuando la RSE actúa como variable independiente, puesto que la hipótesis de la disponibilidad de fondos entraría en conflicto con el carácter estratégico de la RSE, vulnerando con ello el marco teórico establecido, con la excepción de aquellas compañías que de manera expresa incorporan la RSE en su estrategia de negocio, y solo sería aplicable al momento inicial.

Sobre la base de estas conclusiones y con el fin de poner a prueba la vigencia de los resultados predominantes en la literatura previa en un contexto tan poco estudiado como los países de la Unión Europea, planteamos las siguientes hipótesis de investigación:

- **H1:** *Un buen desempeño en materia de RSE tiene un impacto positivo sobre el desempeño financiero a largo plazo, ceteris paribus. O lo que es lo mismo, el desempeño social está positiva y significativamente relacionado con el resultado financiero.*
- **H2:** *Los intangibles asociados a la RSE y su comunicación actúan como mediadores en la relación entre desempeño social y financiero.*
- **H3:** *La implantación de la RSE en la estrategia empresarial constituye una ventaja competitiva que actúa como herramienta defensiva en momentos de elevada incertidumbre, como una crisis económica.*

3. MÉTODO Y MUESTRA

La muestra utilizada para nuestro estudio está compuesta por 396 empresas pertenecientes a países de la Unión Europea⁴, cuyos datos financieros se encuentran disponibles en Amadeus (base de datos que no incluye empresas del sector financiero). Este marco geográfico nos ha resultado de interés por la escasez de estudios centrados en empresas exclusivamente europeas y porque entendemos que se trata de un entorno económico y normativo relativamente homogéneo, también en materia de RSC, lo que reduce el ruido que la elección del contexto introduce en nuestro modelo.

La Unión Europea ha jugado desde el año 2000 un papel fundamental en el impulso de las iniciativas y estrategias políticas adoptadas por los gobiernos europeos para promocionar la RSC⁵. De hecho, es la única instancia supranacional que ha desarrollado un marco de referencia común en la materia⁶. De entre las iniciativas más importantes para discutir el enfoque y la estrategia

⁴ A efectos de nuestro estudio, mantenemos en todo momento la composición que la Unión Europea tenía hasta 2004, año que supone el punto de partida para la recogida de datos. En ese momento la Unión Europea estaba formada por 15 países (Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal, Reino Unido y Suecia).

⁵ En marzo de 2000, se celebró el Consejo de Lisboa, donde se hizo un llamamiento al sentido de Responsabilidad Social respecto a las prácticas empresariales idóneas en materia de formación continua, organización del trabajo, igualdad de oportunidades, integración social y desarrollo sostenible. En diciembre de ese mismo año, en el Consejo de Niza se aprobó la Agenda Social Europea haciendo una nueva referencia a la Responsabilidad Social de las empresas.

⁶ En julio de 2001 se publicó el Libro Verde para el fomento de un marco europeo para la RSC. Posteriormente, en marzo de 2007, el Parlamento Europeo aprobó el Informe sobre la Responsabilidad Social de las Empresas, más conocido como «Informe Howitt», que pretende mostrar la situación de las políticas de la Comisión Europea en materia de RSC. Asimismo, establece una serie de recomendaciones para el fomento de la RSC que deben llevar a cabo las instituciones europeas (Comisión y Parlamento), así como los gobiernos y administraciones de los Estados miembro.

europea de RSC, destacamos la creación en julio de 2002 del Foro Europeo Multistakeholder, cuyos objetivos son promover la RSC, proporcionar un marco adecuado para que las empresas puedan implantarla e integrar a los representantes de la sociedad civil en el proceso de discusión de la RSC en las políticas europeas. Sin embargo, no se ha llegado a acuerdos sobre medidas concretas para fomentar un entorno empresarial responsable.

En la selección de las empresas que componen la muestra hemos aplicado los requisitos para que las compañías formen parte del índice de sostenibilidad FTSE4Good Europe (comentado en detalle más adelante), ya que este índice será nuestra principal referencia para diferenciar las empresas socialmente responsables de entre todas las que componen la muestra. Estos requisitos se dividen en dos criterios:

1. Elegibilidad: solo pueden formar parte del FTSE4Good Europe empresas cotizadas en bolsas europeas con una capitalización bursátil que supere los 1.000 millones de dólares, o lo que es lo mismo, 750 millones de euros aproximadamente (en la información suministrada por la compañía FTSE Group⁷ hablan de las categorías *Large/Mid Cap*). Teniendo en cuenta estas exigencias para el periodo de estudio, es decir, los años comprendidos entre 2004 y 2009, ambos inclusive, nos encontramos que solo 427 compañías resultan elegibles.
2. Exclusión: quedan excluidas de cotizar en los índices de la categoría FTSE4Good todas las empresas pertenecientes a los siguientes sectores industriales: productores de tabaco, empresas que suministran servicios o piezas estratégicas o que fabrican sistemas de armamento nuclear completos, fabricantes de sistemas de armamento completos, y propietarios u operadores de centrales de energía nuclear y extractores o productores de uranio. Tras realizar las comprobaciones oportunas en los descriptores de actividad que proporciona Amadeus, excluimos un total de 31 compañías.

Del proceso anterior resulta una muestra final de 396 empresas pertenecientes a 12 países (a lo largo del proceso de selección desaparecen todas las empresas de Bélgica, Dinamarca y Luxemburgo). Estas son las compañías que, según nuestro análisis, podrían aspirar a ser incluidas en el índice FTSE4Good Europe en el caso de que cumplieran una serie de criterios de selección positivos relacionados con la sostenibilidad medioambiental, la defensa y apoyo a los derechos humanos universales, el cumplimiento de los estándares establecidos por la Organización Internacional del Trabajo, y el mantenimiento de relaciones positivas con los grupos de interés. Este último paso es el que nos permite discriminar a las empresas de la muestra en función de su nivel de responsabilidad social, ya que, a pesar de que todas cumplen los requisitos básicos para formar parte del índice, solo las que destacan por su desempeño en esos ámbitos entran finalmente a cotizar en él.

⁷ FTSE Group es una compañía líder en la creación y gestión de índices de renta fija, renta variable y fondos de inversión libre, propiedad del *Financial Times* y de la Bolsa de Londres.

3.1. MIDIENDO LA RSE O DESEMPEÑO SOCIAL⁸

GRIFFIN y MAHON (1997) desarrollaron un trabajo cuyo objetivo era encontrar las medidas de RSE que mejor reflejaban el desempeño social de las empresas y, a su vez, guardaban una mayor relación con su desempeño financiero. La acogida de esta publicación fue bastante positiva como así demuestra el hecho de que, en los años posteriores, las medidas representativas del desempeño social de las empresas más usadas en la literatura fueron precisamente las recomendadas por estos autores (MARGOLIS y WALSH, 2003). Según ellos, la encuesta de reputación empresarial publicada por la revista *Fortune* y el *rating* social adjudicado por la consultora Kinder, Lydenberg, Domini & Co. (KLD) son las medidas más apropiadas, y ambas ofrecen resultados muy similares. Hay que subrayar, no obstante, que este estudio, al igual que la mayor parte de los publicados sobre la cuestión que estamos investigando, fue realizado en Estados Unidos, por lo que hemos tratado de buscar los equivalentes a estas medidas en el contexto europeo.

Respecto a la primera de ellas, la encuesta elaborada por *Fortune*, tras una profunda búsqueda no hemos tenido constancia de la elaboración y difusión pública de los resultados de encuestas de similares características a nivel europeo. Si bien hemos encontrado publicaciones para algunos de los países implicados en nuestro trabajo, por ejemplo, el Monitor Empresarial de Reputación Corporativa (MERCOR) en España, en la mayoría de los países esto no ha resultado posible. Además, los pocos disponibles no presentan homogeneidad de criterios, por lo que esta vía ha quedado descartada. Sí existen en cambio agencias calificadoras de desempeño social para empresas europeas, entre las que cabría destacar la británica EIRIS y la suiza SAM Research. Sin embargo, el elevado coste económico que supone el acceso a los resultados de sus investigaciones nos ha obligado a buscar otras alternativas para la obtención de estos datos de una manera indirecta, a buen seguro en detrimento del detalle y la calidad de la información que proporcionan estas firmas cuando se adquiere directamente.

EIRIS y SAM Research, entre otras actividades, colaboran en la elaboración y gestión de los dos índices de sostenibilidad más importantes a nivel europeo, FTSE4Good Europe y Dow Jones Sustainability Index Europe (DJSI Europe) respectivamente. Por ello, entendemos que la información contenida en sus informes de calificación ha de estar contenida de manera implícita en la composición de los índices de sostenibilidad de los que son corresponsables. De esta manera, las empresas que cotizan en dichos índices han de presentar un mejor desempeño social que las que no figuran en ellos, y por el mismo motivo, a las que aparecen de manera continuada en el tiempo se les supondrá una mejor gestión de la RSE que a aquellas que lo hacen esporádicamente. Tras estudiar detenidamente los dos índices, desestimamos el DJSI por los siguientes motivos:

⁸ Encontrar la manera de trasladar el constructo RSE o desempeño social del marco teórico al operacional, es decir, incorporarlo como variable de nuestro modelo, es seguramente la tarea más complicada de este trabajo y, por su influencia decisiva en los resultados, la que puede dar lugar a un mayor número de críticas. Es por ello que en este apartado creemos necesario justificar con detalle el proceso y las limitaciones a las que hemos estado sujetos, aun siendo conscientes de que se trata de una licencia que se aparta del estilo científico (ZIMMERMAN, 1989).

1. En su concepto de sostenibilidad, DJSI introduce un componente financiero que dificultaría enormemente tanto la correcta especificación de nuestro modelo como la posterior interpretación de los resultados. DJSI evalúa la gestión de la empresa en lo relativo a gobierno corporativo, gestión de riesgos, marcas, innovación, etc., por lo que daría lugar a una variable híbrida a medio camino entre las dos cuya relación estamos analizando, añadiendo de esta forma más complejidad a la interpretación de los cambios en el índice, al no tener la seguridad de si el componente social o ambiental ha pesado más que el financiero en la entrada o salida de una determinada compañía. En cambio, FTSE4Good concibe la sostenibilidad desde un punto de vista estrictamente social y ambiental, en consecuencia sus criterios de inclusión son mucho más detallados en la evaluación de los temas de derechos humanos, cadenas de valor y corrupción, y menos en temas de gestión.
2. Los cambios en el FTSE4Good no son tan dramáticos como los del DJSI, lo que encaja mejor con nuestra visión estratégica de la RSE, y son mucho más sencillos de analizar, puesto que FTSE, a diferencia de DJSI, sí informa de los motivos que hay detrás de la salida de una empresa del índice.
3. DJSI no proporciona información de la totalidad de sus componentes, sino tan solo de los más importantes dentro del índice. En el caso de FTSE4Good, aunque su composición no es pública, sus gestores facilitan a los investigadores que lo soliciten de manera justificada un número limitado de archivos con los componentes en una fecha determinada (este índice se revisa semestralmente, en marzo y septiembre).

Una vez justificada la elección del índice FTSE4Good Europe como base de la variable de desempeño social del modelo, pasamos a detallar el proceso de construcción del índice mediante el que hemos creado dicha variable. Hemos de remarcar que la importancia de esta cuestión y las limitaciones a las que estábamos sujetos nos han llevado a formar esta variable de la manera más simple y objetiva posible. De esta forma, la presencia y grado de permanencia de las empresas en el índice FTSE4Good Europe constituirá el núcleo de la variable de RSE y, con el fin de incrementar su valor informativo y reducir la correlación con la variable tamaño, hemos complementado la cotización en el mencionado índice con otras dos fuentes habitualmente utilizadas por las empresas europeas para informar sobre su desempeño social mediante un tercero independiente⁹, el Pacto Mundial de las Naciones Unidas y la red CSR Europe.

A continuación, realizamos una breve reseña de las variables que componen el índice de desempeño social, indicando la ponderación de cada una de ellas:

⁹ Recordamos en este punto que la herramienta por las que las empresas comunican su actividad en RSE de manera directa son principalmente las memorias de sostenibilidad, cuya publicación es voluntaria y ha experimentado un tremendo auge en los últimos años. Esta será una de las cuestiones que abordaremos más adelante.

3.1.1. FTSE4Good Europe

FTSE4Good Index Series (categoría que engloba al índice FTSE4Good Europe) fue creado en 2001 en colaboración con Ethical Investment Research Service (EIRIS) y el Fondo Internacional de las Naciones Unidas para la Ayuda a la Infancia (UNICEF) y diseñado para medir el comportamiento de empresas que reúnen reconocidos estándares de RSE, facilitando así la inversión en las mismas. La transparencia en la gestión empresarial hace que FTSE4Good facilite la creación de productos socialmente responsables, un tipo de inversión que ha experimentado un notable crecimiento en la última década. Sirva como ejemplo el siguiente dato: solo en el periodo comprendido entre 2001 y 2006, el volumen de activos invertidos en fondos de inversión éticos en la Unión Europea se triplicó hasta rozar la cifra de 35.000 millones de euros, siendo Reino Unido y Francia los países donde más éxito ha tenido esta alternativa de inversión, ya que representan conjuntamente el 50% del total (FERRUZ y MARCO, 2006).

Esta variable será la más importante de nuestro índice con una ponderación del 60%, esto es, 3 puntos sobre 5 otorgados de la siguiente forma:

- Empresas que no han aparecido en el índice durante un periodo ininterrumpido de al menos un año, 0 puntos.
- Empresas que han cotizado en el índice de forma continuada por un periodo superior al año e inferior a tres años (la mitad de nuestro periodo de estudio), 1 punto.
- Empresas que se han mantenido en el índice de tres a cinco años sin interrupción, 2 puntos.
- Empresas que han cotizado en el FTSE4Good Europe durante todo el periodo de estudio, 3 puntos.

3.1.2. Pacto Mundial de las Naciones Unidas

Se trata de una iniciativa internacional propuesta por la Organización de las Naciones Unidas (ONU) cuyo objetivo es conseguir un compromiso voluntario de las entidades (públicas y privadas) en Responsabilidad Social, por medio de la implantación de Diez Principios basados en derechos humanos, laborales, medioambientales y de lucha contra la corrupción. Asimismo, la ONU anima a los participantes a que lo utilicen como foro de diálogo sobre diversas cuestiones ligadas a la globalización y el desarrollo económico.

Las empresas que figuran como firmantes activos del Pacto Mundial realizan anualmente un informe de progreso sobre el cumplimiento de los Diez Principios, lo que supone, por un lado, un esfuerzo por mejorar su desempeño social y, por otro, preocuparse por registrarlo y hacerlo público. Por lo tanto, otorgamos un punto adicional (supone una ponderación del 20%) a las empresas de la muestra que, durante el periodo objeto de análisis, figuran como firmantes activos del Pacto Mundial de las Naciones Unidas.

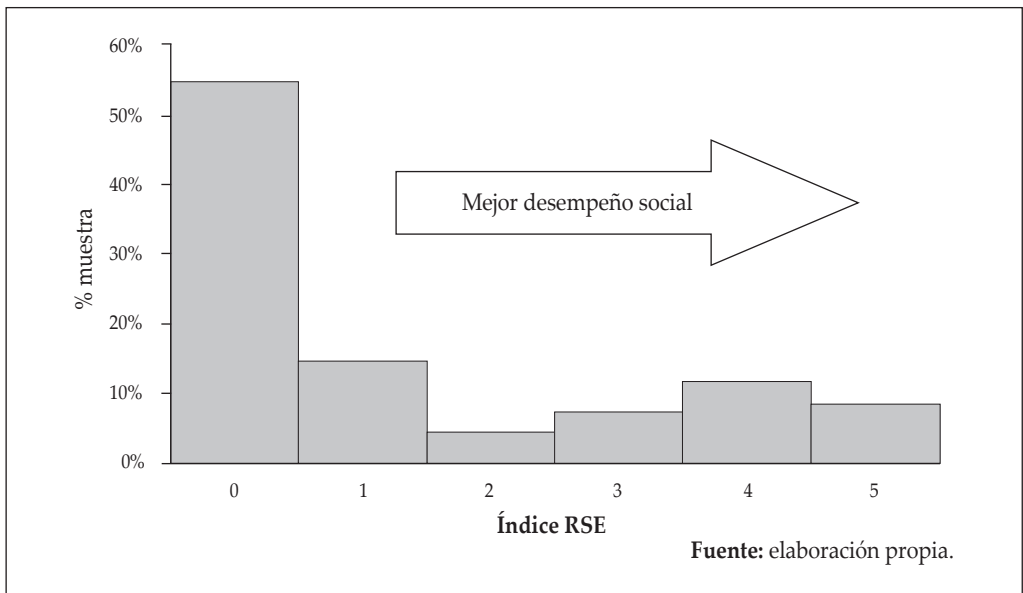
3.1.3. CSR Europe

CSR Europe es la red internacional de empresas que lidera la promoción de la RSE en Europa, con más de 75 multinacionales punteras en este ámbito y 25 socios nacionales representativos de cada país como socios miembro (Forética en el caso de España). La misión de CSR Europe es ayudar a las empresas a integrar la RSE en su gestión diaria e implicarlas en la agenda europea para una competitividad empresarial responsable.

En nuestra opinión, CSR Europe representa un esfuerzo por la búsqueda de la excelencia en materia de RSE y, por tanto, las empresas que participan de esta iniciativa demuestran una mayor preocupación por el desempeño social. La participación en esta iniciativa nos ayuda a identificar el desempeño excelente dentro de todas las empresas que se encuentran por encima de la media, que es el caso de todos los miembros de CSR Europe de la muestra. Por ello, aplicaremos un punto adicional (al igual que el componente «Pacto Mundial», representa una ponderación del 20%) a aquellas empresas que han formado parte de esta red durante el periodo de estudio.

Con todo lo anterior, el índice de RSE califica a las empresas seleccionadas con una puntuación que va de un mínimo de 0 a un máximo de 5. Donde 0 representa aquellos casos en los que, con base en nuestros criterios, no existe evidencia de un desempeño social digno de mención (un 56% del total) y 5 identifica a aquellas empresas que realizan un desempeño social excelente (8%). El **gráfico 2** recoge la distribución de frecuencias para cada nivel del índice de RSE.

Gráfico 2. Histograma de frecuencias para el índice de RSE



3.2. MIDIENDO EL DF

En los estudios empíricos realizados sobre la relación entre RSE y DF, se han utilizado diversas medidas para cuantificar el constructo «desempeño financiero» que podemos agrupar en tres grandes bloques (ORLITZKY et ál, 2003):

- Medidas basadas en el mercado: recogen la rentabilidad para el inversor y representan la visión de que los accionistas son el principal grupo de interés, ya que de su satisfacción depende el destino de la compañía. Las más utilizadas son las plusvalías por el incremento del precio de sus acciones y la rentabilidad por dividendos.
- Medidas basadas en la contabilidad: reflejan la eficiencia de la gestión de la empresa desde un punto de vista interno, por cuanto que dependen más de la asignación de los fondos disponibles a proyectos o actividades concretas que de la respuesta del mercado a las decisiones de la compañía. Las expresiones de rentabilidad más respaldadas por la literatura (GRIFFIN y MAHON, 1997; WADDOCK y GRAVES, 1997; MARGOLIS y WALSH, 2003) en este caso son la rentabilidad sobre activos o económica (ROA, *Return On Assets*) y la rentabilidad sobre fondos propios o financiera (ROE, *Return On Equity*).
- Medidas basadas en la percepción de los directivos: tales como evaluación de la situación financiera de la empresa, eficiencia en el uso de los activos o logro de objetivos financieros en relación con los competidores. Se realizan mediante encuestas y/o entrevistas y proporcionan una estimación subjetiva del desempeño financiero. Es precisamente esa subjetividad la que motiva que sean las menos utilizadas de las tres categorías.

En este trabajo hemos optado por medidas basadas en la contabilidad con base en criterios de búsqueda de objetividad y coherencia con nuestra concepción estratégica de la RSE. Realizaremos un análisis para las dos medidas de rentabilidad a las que hemos hecho referencia anteriormente, ROA y ROE. No obstante, como expone SÁNCHEZ BALLESTA (2002), la rentabilidad económica (ROA) «permite la comparación de la rentabilidad entre empresas sin que la diferencia en las distintas estructuras financieras, puesta de manifiesto en el pago de intereses, afecte al valor de la rentabilidad». Por lo que, teniendo en cuenta que la muestra con la que trabajaremos estará formada por empresas de muy diversos sectores, entendemos que ROA sería la medida de referencia en este contexto y los resultados de ROE servirían simplemente para dotar de mayor consistencia a los primeros.

3.3. VARIABLES MEDIADORAS

Como hemos comentado a lo largo de nuestro trabajo, actualmente la hipótesis de las variables mediadoras que condicionan la relación entre el desempeño social y el financiero goza de un elevado grado de aceptación en la literatura. De entre todos los factores mediadores identificados en la literatura, a nuestro juicio los de mayor interés son los intangibles de la compañía y la comunicación de la RSE.

3.3.1. Intangibles

Partiendo de los fundamentos de la estrategia basada en recursos y capacidades, SURROCA et ál. (2010) concluyeron que la RSE potencia el desarrollo de intangibles asociados a la innovación, el capital humano y la cultura organizacional. Estos intangibles son posteriormente los que modulan la relación entre la RSE y el comportamiento financiero de la compañía. En nuestro estudio hemos incorporado la ratio «q de Tobin», una variable de aproximación que refleja, de manera agregada, la cifra de intangibles de la compañía. Este cociente se calcula dividiendo el valor de mercado de los activos de la empresa entre su valor de reposición. No obstante, dada la dificultad de obtención de este último dato, muchos analistas (será también nuestro caso) utilizan en el denominador el valor contable de los activos (SOTOMAYOR, 2005).

3.3.2. Comunicación de la RSE

Hemos comentado que existe evidencia de que el mercado apenas reacciona ante la publicación de noticias relativas al desempeño social de las empresas, esta afirmación es compartida por ULLMAN (1985), quien desaconseja los métodos dirigidos a buscar pruebas de la relación entre información social y desempeño financiero en el corto plazo, y apunta la conveniencia del estudio de esta relación a medio y largo plazo, donde sí adivina una relación positiva.

Aunque desempeño social y comunicación sobre RSE son variables tan independientes como lo pueden ser rentabilidad y calidad de la información financiera, parece lógico pensar que el impacto positivo de la RSE en la reputación de una compañía ha de estar mediatizado, de manera directa, por la información social que trasciende al entorno. Prueba de ello es que en muchos casos las empresas, incluso multinacionales de gran tamaño, integran Comunicación y RSE en un mismo departamento. Esta información puede ser difundida por la propia empresa, o bien quedar fuera de su control al tratarse de noticias aparecidas en medios de comunicación. En este sentido, internet y las redes sociales están trayendo nuevas formas de interrelación entre las empresas y el público en general, que en ocasiones tienen un gran impacto en el comportamiento de las compañías. No obstante, por el momento solo encontramos en la literatura referencias a la principal forma de transmisión voluntaria de información sobre desempeño social de las empresas, las memorias de sostenibilidad. Este documento corporativo es una de las herramientas de comunicación y *reporting* de la empresa con sus grupos de interés más extendidas y consolidadas en Europa, en parte debido a que es requisito indispensable para formar parte de algunos reputados indicadores internacionales de sostenibilidad (VILANOVA, 2006).

La adopción de los criterios propuestos por GRI (Global Reporting Initiative)¹⁰, por parte de un creciente número de empresas, está haciendo posible la comparación de las me-

¹⁰ La fundación norteamericana *Coalition for Environmentally Responsible Economies* (CERES), junto con el Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (PNUMA), fueron los creadores de este proyecto internacional, el

morias, individualmente y por sectores, lo que facilita la detección tanto de buenas prácticas como de áreas de mejora. Esta iniciativa otorga una calificación¹¹ a las memorias de sostenibilidad elaboradas bajo sus directrices, con base en el cumplimiento de los criterios que establece y a la verificación de la misma por parte de una entidad independiente certificada por GRI. Hemos otorgado una equivalencia numérica a los distintos niveles de calificación y esta será nuestra medida de aproximación a la calidad de la comunicación sobre RSE de las empresas de la muestra.

3.4. VARIABLES DE CONTROL (VC)

En nuestro modelo hemos controlado por tamaño, riesgo, apalancamiento, sector y país. El tamaño ha sido reconocido como un determinante de desempeño social y financiero (ULLMAN, 1985). Hemos medido esta variable como el logaritmo del total de activos (GRIFFIN y MAHON, 1997). El riesgo y el sector han sido también identificados como factores que afectan a ambas formas de desempeño de las empresas (WADDOCK y GRAVES, 1997). El riesgo viene determinado por la beta de la compañía (e.g., HILLMAN y KEIM, 2001), dato que hemos extraído del índice beta a un año de Amadeus. Asimismo, trabajos anteriores han demostrado la existencia de efectos significativos inducidos por el sector de actividad¹² (WADDOCK y GRAVES, 1997) y el país (AGUILERA y JACKSON, 2003).

Con el fin de minimizar la influencia de la estructura financiera en los resultados de nuestro trabajo, damos prioridad al ROA como medida de desempeño financiero, no obstante, una de las principales características del periodo que analizamos fue la enorme variación de los tipos de interés. El Euribor, que en 2004 se situaba en el 2%, creció progresivamente hasta alcanzar el 5,5% en 2008 e inmediatamente, debido a las políticas de ajuste llevadas a cabo por el Banco Central Europeo como consecuencia de la crisis financiera, se desplomó a niveles inferiores al 0,5%. Entendemos que esta circunstancia excepcional ha tenido impacto en la actividad de las empresas europeas y su efecto puede ser aislado controlado por el grado de apalancamiento.

GRI. Su misión es propiciar la elaboración de memorias de sostenibilidad por parte de las organizaciones y que estas sean comparables sobre su actuación y resultados en las dimensiones económica, social y ambiental. La primera guía se publica en 1999, siendo revisada en 2002. En 2006 se lanza la última versión, el G3. Para los firmantes de Global Compact, las dos instituciones han creado una guía de ayuda, *Making the Connection*, que relaciona los Diez Principios del Pacto Mundial con la guía G3.

¹¹ La calificación del nivel de información sobre RSE contemplada por GRI es: A (nivel avanzado), B (intermedio) o C (iniciación). Aunque GRI anima a los participantes a que firmen una declaración de nivel de aplicación, no se trata de un requisito obligatorio. Los que no lo cumplen no cuentan con calificación y figuran como «No declarado» en la lista que publica GRI sobre el nivel de aplicación de sus criterios.

¹² Para enmarcar a cada empresa dentro de un sector hemos tenido en cuenta el código NACE reducido a la primera cifra y, posteriormente, hemos realizado los ajustes pertinentes con base en la descripción de actividad de la memoria con el fin de obtener sectores homogéneos.

3.5. ANÁLISIS

La **tabla 1** muestra los estadísticos descriptivos de todas las variables que intervienen en el estudio con base en los valores promedio del periodo analizado (2004-2009). Cada observación se corresponde con el dato promedio de una variable para cada empresa, se trata pues de un modelo de corte transversal. A la vista de los resultados del factor de inflación de la varianza (VIF), podemos concluir que nuestro modelo no presenta problemas de multicolinealidad, ya que los resultados distan de la cifra de referencia 10, que sugiere la posible influencia de este tipo de incumplimiento. El análisis de la matriz de correlaciones indica la existencia de una relación positiva entre el desempeño social y el desempeño financiero (en las dos medidas utilizadas), un primer resultado consistente con la mayoría de los trabajos que hemos tomado como referencia. Asimismo, se muestra una relación positiva entre las variables mediadoras, intangibles y comunicación sobre RSE, y las variables de desempeño. No obstante, la relación de los intangibles con el desempeño social es bastante débil, y lo mismo ocurre en el caso de la comunicación de la RSE y el desempeño financiero, por lo que se hace necesario un análisis más profundo con el fin de determinar la fortaleza de esas relaciones.

Observando el resto de relaciones, encontramos que los signos coinciden con lo esperado y, por lo que a valores se refiere, llama especialmente la atención la fuerte correlación positiva existente entre la RSE y la comunicación sobre RSE, por un lado, y entre la RSE y el tamaño de las compañías, por otro. La primera de ellas se explica por un dato que ya hemos apuntado en este trabajo. Las empresas que elaboran una memoria de sostenibilidad según criterios GRI tienen una mayor probabilidad de entrar a formar parte de los índices éticos más importantes, y uno de estos índices es la base de nuestra medida de RSE. La vinculación entre tamaño y RSE viene determinada en gran parte por la hipótesis de la disponibilidad de recursos, que supone el sentido inverso al que estamos analizando en la formación del círculo virtuoso entre desempeño social y financiero. Son pues numerosos los trabajos que avalan la fuerte relación positiva entre RSE y tamaño de la empresa (e.g., MCGUIRE et ál., 1988).

Tabla 1. Medias, desviaciones típicas y matriz de correlaciones (Spearman)

		Media	DT	VIF	1	2	3	4	5	6	7
	<i>Desempeño financiero</i>										
1	ROA	5.18	4.89								
2	ROE	14.85	22.95								
	<i>Desempeño social</i>										
3	RSE	1.25	1.72	1.47	0.07*	0.06**					
											.../...

		Media	DT	VIF	1	2	3	4	5	6	7
.../...											
<i>Variables mediadoras</i>											
4	Intangibles	4.07	11.39	1.02	0.09***	0.09***	0.02				
5	Comunicación RSE	0.80	1.42	1.25	0.03	0.01	0.34***	0.05			
<i>Variables de control</i>											
6	Tamaño	15.34	1.36	1.71	-0.19***	-0.12***	0.53***	-0.01	0.43***		
7	Riesgo	0.82	0.37	1.05	-0.12**	-0.12*	0.15**	-0.08	0.10***	0.20**	
8	Apalancamiento	147.12	120.90	1.10	-0.25***	0.04	-0.01	0.09***	0.07	0.24***	0.02
* p ≤ 0.10; ** p ≤ 0.05; *** p ≤ 0.01											

Para testar nuestras hipótesis hemos establecido un procedimiento que consta de tres etapas, cada una de ellas basada en un modelo:

- Etapa 1, el modelo básico (modelos A.1 y B.1, **tabla 2**). El primer paso ha sido comprobar la relación existente entre las variables de desempeño social y financiero. Con la finalidad de que el modelo refleje nuestra perspectiva estratégica de la RSE, hemos calculado el promedio de cada una de las variables durante los seis años que engloba el periodo de análisis y, posteriormente, realizado una regresión lineal de las dos medidas de desempeño financiero a las que ya hemos hecho referencia, ROA y ROE, en función de nuestra variable de desempeño social y de las variables de control. La confirmación de la Hipótesis 1 es fundamental para la justificación de las pruebas posteriores.

Modelo básico: $ROA_i, ROE_i = f(RSE_i, VC [País_i, Sector_i, Tam_i, Beta_i, Apal_i])$

- Etapa 2, la incorporación de variables mediadoras (modelos A.2 y B.2, **tabla 2**). Buscamos la confirmación de la hipótesis de existencia de mediadores, en este caso intangibles y comunicación de la RSE, que modulan la fuerza de la relación anteriormente descrita. Para ello, y siguiendo el ejemplo de SURROCA et ál. (2010), hemos empleado una adaptación del método diseñado por BARON y KENNY (1986). Este método consiste en la estimación de tres modelos de regresión lineal: 1) las variables mediadoras en función de la de desempeño social; 2) las variables de desempeño financiero en función de la de RSE; y 3) las variables de desempeño financiero en función de la RSE y de las variables moderadoras.

Las condiciones que han de cumplirse para que se pueda concluir dicha mediación son cuatro: 1) la RSE afecta a los intangibles y la comunicación sobre RSE; 2) la RSE afecta al desempeño financiero; 3) los intangibles y la comunicación sobre RSE afectan al desempeño financiero; y 4) el coeficiente de RSE en el modelo básico es estadísticamente distinto al obtenido tras la inclusión de las variables mediadoras. Esta última estimación ha sido realizada también por mínimos cuadrados ordinarios (MCO), ya que el test de Hausman no ha indicado la necesidad de aplicar mínimos cuadrados en dos etapas (MC2E) para evitar problemas de endogeneidad. Asimismo, con la finalidad de no dudar de la consistencia de los estimadores resultantes, hemos comprobado que los residuos de la variable de desempeño financiero tengan una baja correlación con la variable RSE.

Modelo con variables mediadoras: $ROA_i, ROE_i = f(RSE_i, Intang_i, Com_i, VC_i)$

- Etapa 3, la evolución del modelo y el efecto de la crisis (modelos A.3-6 y B.3-6, **tablas 3 y 4**). Hemos creído conveniente utilizar un modelo de ventanas recursivas (del inglés *rolling windows*) con el fin de incorporar variabilidad temporal sin renunciar a la perspectiva del largo plazo que nos proporciona el tratamiento de los datos en promedio, si bien de una forma más rudimentaria que un modelo con datos de panel¹³. Se trata de un método muy común en el análisis financiero que permite evaluar tanto la estabilidad a lo largo del tiempo como la capacidad predictiva de un modelo econométrico (DIEBOLD y MARIANO, 1995).

Para su aplicación hemos reducido el horizonte temporal a cuatro años, de tal manera que, respetando el requisito del largo plazo, obtenemos tres regresiones diferentes (modelos A.3-5 y B.3-5) cuyos parámetros hemos comparado tomando los intervalos de confianza como referencia. Si estos no se solapan, podremos afirmar que son significativamente diferentes al 95% de confianza y, por tanto, concluir que el contexto está condicionando los resultados del estudio. Esto se antoja bastante razonable si tenemos en cuenta que el periodo de estudio incluye una etapa de fuerte crecimiento de la economía mundial y de la Unión Europea de 2004 a 2007¹⁴, que contrasta con el estancamiento que tuvo lugar en 2008, y la posterior recesión en 2009. Con la finalidad de obtener un mayor nivel informativo, hemos realizado una regresión adicional con el promedio de estos dos años de ciclo económico bajo (modelos A.6 y B.6), que compararemos con la primera de las regresiones¹⁵, cuyos datos aún no se habían visto contaminados por el efecto de la crisis financiera.

¹³ Todas las pruebas de este estudio han sido replicadas con la metodología de *pool* de datos transversales con el fin de comprobar la consistencia de los resultados, que son idénticos en términos tanto de la significatividad de las variables como del efecto temporal.

¹⁴ Según Eurostat, la oficina estadística de la Unión Europea, estos cuatro años presentan un crecimiento medio de la economía de la Unión Europea (15 países) superior al 2.5%.

¹⁵ Los datos no son directamente comparables, puesto que estamos ante periodos de diferente amplitud, pero pensamos que la contraposición de los resultados puede ser reveladora de la evolución futura del modelo.

Diversos autores han encontrado un efecto mediador significativo de las condiciones del entorno en la relación entre RSE y DF (e.g., RUSSO y FOUTS, 1997; SURROCA et ál., 2010). Si bien esta conclusión se ha obtenido cotejando sectores con diferente nivel de crecimiento, creemos que la comparación de periodos tan claramente diferenciados en términos de coyuntura económica debe llevarnos a resultados coherentes con los hallazgos de trabajos anteriores.

4. RESULTADOS

La relación entre RSE y desempeño financiero a largo plazo (Hipótesis 1). Tal y como se refleja en los modelos A.1 y B.1 de la **tabla 2**, la RSE está positiva y significativamente relacionada con el desempeño financiero, tanto si este es medido en términos de ROA ($p \leq 0.01$) como de ROE ($p \leq 0.05$). Asimismo, observamos que el nivel de significatividad individual y conjunta de las variables de nuestro modelo es muy similar al hallado en trabajos anteriores (e.g., WADDOCK y GRAVES, 1997). Por lo tanto, la Hipótesis 1 se cumple de manera directa, esto es, sin la intermediación de ninguna otra variable.

No obstante, como veremos a continuación, este hallazgo no elimina la posibilidad de que, en función del contexto, existan otras variables que influyan en la relación entre desempeño social y financiero.

La mediación de intangibles y comunicación sobre RSE (Hipótesis 2). Tras comprobar que la RSE tiene una relación positiva con los intangibles y la comunicación sobre RSE, introducimos estas variables en el modelo anterior con el resultado que se muestra en la **tabla 2** (modelos A.2 y B.2). Al incorporar las variables mediadoras, si bien la variable de desempeño social continúa siendo significativa, vemos como su significatividad disminuye al tiempo que mejora la significatividad conjunta. Tras calcular los intervalos de confianza al 95 %, comprobamos que efectivamente los parámetros que acompañan a la RSE tras la introducción de las nuevas variables son estadísticamente diferentes a los del modelo inicial, puesto que dichos intervalos no presentan zonas de valores comunes, es decir, no se solapan.

Tabla 2. Resultados del modelo de regresión y efecto de las variables moderadoras. Periodo 2004-2009

	Desempeño financiero			
	ROA		ROE	
	Modelo A.1	Modelo A.2	Modelo B.1	Modelo B.2
<i>Desempeño social</i>				
RSE	0.4039***	0.3329**	1.5677**	1.3425*
				.../...

	Desempeño financiero			
	ROA		ROE	
	Modelo A.1	Modelo A.2	Modelo B.1	Modelo B.2
.../...				
	0.1689	0.1718	0.8232	0.8417
<i>Variables mediadoras</i>				
Intangibles		0.0381*		0.1052
		0.0212		0.1038
Comunicación RSE		0.4066**		1.2823
		0.2056		1.0081
<i>Variables de control</i>				
Tamaño	-0.7594***	-0.8816***	-2.5235**	-2.9117**
	0.2362	0.2435	1.1512	1.1942
Riesgo	-1.9709***	-1.9995***	-13.9416***	-14.0696***
	0.7518	0.7509	3.6636	3.6831
Apalancamiento	-0.0070***	-0.0071***	0.0231**	0.0227**
	0.0021	0.0021	0.0101	0.0102
País	n.s.	n.s.	R.U.(+)**	R.U.(+)**
Sector	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Constante	17.9748***	19.5192***	51.8835***	56.8414***
	3.6262	3.7121	17.6714	18.2055
R ² ajustado	0.1371	0.2046	0.079	0.0809
F test	3.69	3.74	2.45	2.37
Número de observaciones	387	387	387	387
* p ≤ 0.10; ** p ≤ 0.05; *** p ≤ 0.01				

Por otro lado, observamos que tomando ROA como medida de desempeño financiero, los intangibles tienen una influencia significativa ($p \leq 0.05$), que es aún mayor en el caso de la comunicación de la RSE ($p \leq 0.01$). Estos resultados parecen indicar que esa influencia ha sido en detrimento del peso de la RSE, que ha visto como las variables mediadoras absorbían parte de su poder explicativo. Sin embargo, no se aprecia el mismo efecto en el caso del ROE, ya que ninguna de estas variables tiene una influencia significativa en el modelo B.2. Por lo tanto, puede interpretarse que existen indicios de mediación de los intangibles y la comunicación sobre RSE en nuestro modelo, pero creemos necesario realizar un análisis más exhaustivo con el fin de obtener una evidencia sólida. En esta línea, los modelos creados para el estudio de la Hipótesis 3 (tablas 3 y 4), amplían la información relativa al cumplimiento de la Hipótesis 2.

Tabla 3. Resultados del modelo de regresión y efecto de las variables moderadoras con ROA como variable dependiente: comparación de los valores promedio en diferentes periodos (periodo global, ventas recursivas de cuatro años y crisis financiera)

Periodo	Desempeño financiero (ROA)				
	Modelo A.2	Modelo A.3	Modelo A.4	Modelo A.5	Modelo A.6
	04-09	04-07 (pre-crisis)	05-08	06-09	08-09 (crisis)
RSE	0.3329**	0.4621***	0.2126	0.1488	-0.1631
	0.1718	0.1713	0.1894	0.1729	0.2247
Intangibles	0.0381*	0.0193	0.4355***	0.5131***	0.7691***
	0.0212	0.0145	0.0848	0.0664	0.0793
Comunicación RSE	0.4066**	0.2059	0.5659**	0.5699***	0.7178***
	0.2056	0.2039	0.2261	0.2071	0.2731
Tamaño	-0.8816***	-0.8162***	0.8693***	-0.5682***	-0.0346
	0.2435	0.2391	0.2729	0.2518	0.3269
Riesgo	-1.9995***	-1.0709	-1.3035	-1.9165***	-3.1222***
	0.7509	0.7462	0.8257	0.7583	0.9934
					.../...

Periodo	Desempeño financiero (ROA)				
	Modelo A.2	Modelo A.3	Modelo A.4	Modelo A.5	Modelo A.6
	04-09	04-07 (pre-crisis)	05-08	06-09	08-09 (crisis)
.../...					
Apalancamiento	-0.0071***	-0.0098***	-0.0116***	-0.0125***	-0.0154***
	0.0021	0.0021	0.0024	0.0021	0.0025
País	n.s.	P.B.(+)*	n.s.	n.s.	n.s.
Sector	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	Construc. (-)**
Constante	19.5192***	19.1067***	19.0959***	14.3075***	6.0567
	3.7121	3.6092	4.1796	3.8623	5.0624
R ² ajustado	0.2046	0.1526	0.1772	0.2452	0.2848
F test	3.74	3.81	4.34	6.02	7.07
Número de observaciones	387	389	389	387	387
* p ≤ 0.10; ** p ≤ 0.05; *** p ≤ 0.01					

El efecto de la crisis financiera (Hipótesis 3). Partiendo de la regresión inicial con variables mediadoras para el periodo completo, hemos reducido el tamaño de los periodos a promediar de seis a cuatro años y aplicado el modelo de ventanas recursivas o *rolling windows* anteriormente explicado, lo que nos ha permitido obtener información dinámica y analizar la estabilidad del modelo en el tiempo. Así observamos que el modelo, lejos de mantenerse estable en los diferentes intervalos, evoluciona claramente a medida que va incorporando datos afectados por la crisis financiera. Una dinámica que nos ha llevado a añadir una regresión específica para el periodo de declive de la economía, de tal manera que podremos comparar cómo se comporta el modelo en función del punto del ciclo económico en el que nos encontramos. Si el agregado global para el periodo de análisis (modelos A.2 y B.2) nos mostraba un efecto positivo y significativo de la RSE sobre el comportamiento financiero de las empresas, el modelo para el periodo 04-07 (modelos A.3 y B.3), esto es, los años previos a la crisis, refuerza esta asociación al mismo tiempo que confirma la nula influencia de las variables mediadoras en ese momento. Pero los papeles se invierten progresivamente a medida que los promedios incorporan datos de los años de declive financiero (modelos A.4-6 y B.4-6), hasta que las variables mediadoras terminan por absorber toda la significatividad de la variable de desempeño social. Esta circunstancia, que ocurre de

manera casi idéntica tanto si estimamos el desempeño financiero en términos de ROA (**tabla 3**) como de ROE (**tabla 4**), en nuestra opinión confirma el efecto mediador de los intangibles y la comunicación sobre RSE y, por tanto, el cumplimiento de la Hipótesis 2. Además, los resultados obtenidos señalan que no existe un efecto mediador permanente, sino que este depende a su vez de la coyuntura económica. Así, en épocas de fuerte crecimiento la relación entre RSE y DF es directa, mientras que el efecto se transfiere a las variables mediadoras (cuyo efecto es incluso más significativo), en nuestro caso los intangibles y la comunicación, cuando el ciclo económico es desfavorable. De esta forma, los resultados del modelo soportan también la Hipótesis 3.

Tabla 4. Resultados del modelo de regresión y efecto de las variables moderadoras con ROE como variable dependiente: comparación de los valores promedio en diferentes periodos (periodo global, ventanas recursivas de cuatro años y crisis financiera)

Periodo	Desempeño financiero (ROE)				
	Modelo B.2	Modelo B.3	Modelo B.4	Modelo B.5	Modelo B.6
	04-09	04-07 (pre-crisis)	05-08	06-09	08-09 (crisis)
RSE	1.3425*	1.8313***	0.5219	0.2255	-1.7347
	0.8417	0.6691	0.7119	0.8966	1.1481
Intangibles	0.1052	0.1393**	2.1438***	3.4491***	9.1366***
	0.1038	0.0571	0.3187	0.3443	0.4055
Comunicación RSE	1.2823	0.0931	1.6134**	2.0426**	2.4377**
	1.0081	0.7969	0.8493	1.0735	1.3959
Tamaño	-2.9117**	-2.7518***	-1.1586	-0.2195	4.9371***
	1.1942	0.9336	1.0254	1.3021	1.6711
Riesgo	-14.0696***	-4.3399	-8.5899***	-16.7869***	-22.5104***
	3.6831	2.9145	3.1025	3.9312	5.0769
Apalancamiento	0.0227**	0.0282***	-0.0097	-0.0251**	-0.1040***
	0.0102	0.0084	0.0091	0.0107	0.0126
País	R.U.(+)*	R.U.(+)***	n.s.	n.s.	n.s.
					.../...

Periodo	Desempeño financiero (ROE)				
	Modelo B.2	Modelo B.3	Modelo B.4	Modelo B.5	Modelo B.6
	04-09	04-07 (pre-crisis)	05-08	06-09	08-09 (crisis)
.../...					
Sector	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Constante	56.8414***	48.5876***	28.5548*	28.5548*	-60.1388**
	18.2055	14.0961	15.7049	15.7049	25.8719
R ² ajustado	0.0809	0.0975	0.1433	0.2786	0.6417
F test	2.37	2.68	3.59	6.67	25.51
Número de observaciones	387	389	389	387	387
* p ≤ 0.10; ** p ≤ 0.05; *** p ≤ 0.01					

En relación con las variables de control que forman parte del modelo, podemos afirmar que en términos generales los resultados coinciden con lo esperado. Las variables tamaño, riesgo y grado de apalancamiento se relacionan negativa y significativamente tanto con ROA como con ROE. El efecto país es bastante discreto, destacando tan solo un comportamiento especialmente positivo en términos de ROE de las empresas británicas en el periodo anterior a la crisis financiera. Tampoco el efecto sector tiene una influencia significativa, más allá del comportamiento negativo (según ROA) de las empresas del sector de la construcción durante los primeros años de la crisis. Esto era previsible, ya que la crisis comenzó afectando con gran virulencia tanto a este sector como al financiero (recordamos que no forma parte de la muestra), muy vinculado al de la construcción mediante las hipotecas comercializadas y los derivados financieros asociados a ellas.

5. DISCUSIÓN Y CONCLUSIONES

En nuestro estudio hemos comprobado la existencia de un creciente interés tanto en el mundo académico como en el empresarial por la RSE, que se ha visto impulsado por el empuje que los gobiernos y la sociedad en general (en especial tras del auge de las redes sociales) dan a las empresas para que lleven a cabo su actividad de manera responsable. Entendemos que esa responsabilidad se hace aún más necesaria en el momento actual por la crisis de confianza que afecta a la práctica totalidad del sistema empresarial europeo, donde la adopción de buenas prácticas puede contribuir a una recuperación de la confianza que nos devuelva a la senda del crecien-

to económico. Sin embargo, aunque la vertiente social es muy relevante, resulta imprescindible demostrar que la parte económica no se ve penalizada por la adopción de buenas prácticas. Por todo ello, en este trabajo pretendemos demostrar que la práctica socialmente responsable no solo no penaliza económicamente a las empresas que la incorporan adecuadamente en su estrategia, sino que se constituye como una ventaja competitiva que les reporta rentabilidad adicional y estabilidad a largo plazo.

A pesar de que la mayor parte de los estudios realizados sobre la relación entre desempeño social y financiero sugieren una relación positiva, la existencia un elevado número de estudios no concluyentes ha llevado a que muchos autores subrayen la necesidad de clarificar la forma concreta en que estas medidas de desempeño empresarial se relacionan. En este estudio hemos investigado la relación en el contexto de la Unión Europea, analizando la influencia mediadora de variables propias de cada compañía, como intangibles y comunicación sobre RSE, y de la coyuntura económica, como variable del entorno.

Pensamos que la principal aportación del trabajo, más allá de proporcionar evidencia adicional sobre la influencia positiva de la RSE en el comportamiento financiero de las compañías, reside en nuestra respuesta al debate acerca de si la relación es directa o, por el contrario, precisa de la mediación de otras variables. Con base en los resultados obtenidos, concluimos que ambas opciones son factibles dependiendo de la coyuntura económica. Así, en entornos de fuerte crecimiento la relación entre RSE y DF será directamente observable, mientras que se manifestará por medio de otras variables (en nuestro caso, intangibles y comunicación sobre desempeño social) en etapas adversas del ciclo económico. Esta conclusión, extraída a partir de los datos de nuestro modelo, es consistente cuando nos fijamos en el contexto en que fueron realizados algunos trabajos previos. Sirva como ejemplo el caso de la autora Sandra WADDOCK, que ha publicado trabajos que refuerzan la hipótesis de la relación directa (WADDOCK y GRAVES, 1997) y participado en otros que descartan esa hipótesis en favor de la relación indirecta a través de otras variables (SURROCA et ál., 2010). Pues bien, para el primero de ellos se utilizaron datos de los años 1989 y 1990, momento álgido del ciclo económico previo a la crisis de principios de los 90, mientras que en el segundo la muestra abarca el periodo de 2002 a 2004, unos años en que la economía mundial se recuperaba de la crisis de las «punto com» y hacía frente a tasas de crecimiento muy discretas.

Esta idea puede entenderse como una prolongación de otra fuertemente arraigada en la literatura que sostiene que el crecimiento de la industria modera la relación entre desempeño social y financiero (e.g., RUSSO y FOUTS, 1997; SURROCA et ál., 2010). Comprobamos que el efecto moderador del crecimiento no se da solo cuando comparamos sectores diferentes sino también cuando estudiamos el conjunto de la economía. Sin embargo, no existe el mismo consenso en lo relativo al mecanismo del efecto. Mientras algunos autores apuntan que la relación directa entre RSE y comportamiento financiero tiene lugar en entornos de crecimiento moderado o bajo (SURROCA et ál., 2010), otros, en cambio, sostienen que el vínculo directo es más fuerte en un contexto de alto crecimiento (RUSSO y FOUTS, 1997). Los resultados de nuestro trabajo refuerzan esta segunda hipótesis.

Aunque pensamos que se precisa de una investigación más exhaustiva sobre el origen del efecto moderador del crecimiento, nos atrevemos a plantear una hipótesis de partida para un futuro desarrollo. Un entorno empresarial de fuerte crecimiento se caracteriza por una mayor disponibilidad de recursos y la adopción de estrategias ofensivas en la gestión. En este contexto, la RSE, un elemento muy vinculado a la excelencia empresarial, se configura como una posible fuente de ventaja competitiva a largo plazo en la que invertir los excedentes de la actividad, de esta manera la relación entre desempeño social y financiero se estrecha y el efecto sinérgico es directamente observable sin la mediación de otras variables. Por el contrario, en un entorno de crisis las empresas suelen optar por estrategias defensivas, pasando así de objetivos de expansión a otros de supervivencia y concentrando sus inversiones en los aspectos más básicos de la actividad. Esta nueva circunstancia hace más difuso el efecto de la rentabilidad financiera sobre la actividad social, ya que se destinan menos recursos a esta área. Pero esto no debería suponer alteraciones dramáticas de la política de RSE, puesto que ha de considerarse como un elemento más de la estrategia de la compañía. En efecto, los departamentos de RSE creados no deberían verse debilitados, dado que su presencia en las páginas web corporativas es cada vez más evidente y los retrocesos se interpretarían como debilidad y falta de consistencia en las políticas de gestión. De esta manera, la actividad de RSE se mantiene, bien es cierto que más por la inercia de los momentos de bonanza que por nuevas inversiones, y la relación se manifiesta de forma más sutil, por lo que se hacen necesarias variables instrumentales para observarla. La empresa ha de gestionar su reputación con menos medios y esto puede hacer, por ejemplo, que se apoye más en la comunicación que en la acción directa. No obstante, esas variables, alimentadas por la inversión previa en RSE, se consolidan como herramientas potentes que favorecen el desempeño financiero en momentos de crisis.

LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Respecto a los resultados obtenidos en nuestro estudio, que confirman el cumplimiento de las hipótesis propuestas, reconocemos diversas limitaciones o puntos débiles, que al mismo tiempo representan oportunidades para continuar investigando sobre esta materia. La primera de ellas, que ya fue subrayada en la explicación metodológica, reside en haber trabajado con un índice de RSE de construcción propia. Se trata de la variable fundamental del modelo y todas las conclusiones giran en torno a ella, por tanto, hemos tratado de elaborar un índice lo más sencillo posible, recurriendo a las fuentes más comunes que proporcionan información de libre acceso sobre desempeño social de empresas europeas. De esta manera, creemos haber minimizado el impacto de la subjetividad en la construcción de la variable de aproximación.

La segunda limitación de alcance también está relacionada con la variable de desempeño social, y hace referencia al índice FTSE4Good, que hemos utilizado como base. El hecho de que no se trate de una medida muy utilizada en la literatura para determinar el grado de compromiso social de una empresa nos lleva a dudar de si realmente identifica a las empresas más responsables o podría estar contaminado por otros intereses, ya que la aparición en un índice

de este tipo (con una aceptación creciente en el mercado, como hemos visto) incrementa notablemente la liquidez de los títulos emitidos por una compañía. En consecuencia, no se trata de una medida completamente aséptica que afecte solo a la vertiente social. Creemos que el estudio de si los índices de sostenibilidad representan adecuadamente el desempeño social de las empresas o, por el contrario, incorporan otro tipo de información, puede ser una interesante línea de investigación.

Otra debilidad hace referencia a la variable con la que estimamos los intangibles, en una doble vertiente. Por un lado, la «q de Tobin» incorpora información del mercado que nada tiene que ver con los intangibles (SOTOMAYOR, 2005) y, por otro lado, estamos suponiendo que todos los intangibles recogidos en esta variable están ligados a la RSE, lo cual es sin duda excesivamente aventurado. Un posible desarrollo de este trabajo consistiría en identificar y aislar el efecto de la información no vinculada con RSE, o emplear una medida alternativa que incorpore menos ruido. Asimismo, hemos de señalar que, al igual que ocurre con los modelos desarrollados por otros autores (e.g., WADDOCK y GRAVES, 1997), el nuestro presenta un comportamiento inestable desde el punto de vista de la significatividad de las variables cuando utilizamos otro tipo de medidas para aproximar el constructo «tamaño» (por ejemplo, número de empleados o cifra de negocio). Finalizamos el repaso de las principales limitaciones con una que atañe a las variables del entorno, ya que hemos supuesto que tan solo la coyuntura económica modera el efecto de los intangibles y la comunicación sobre RSE. La inclusión de variables adicionales con efecto moderador supone otra posible extensión de nuestra investigación (SURROCA et ál., 2010).

Pensamos que la RSE representa una magnífica oportunidad para investigar por el amplísimo margen de desarrollo que aún tiene y por las enormes implicaciones que conlleva en la práctica empresarial. Se trata pues de una cuestión que, a nuestro juicio, se irá consolidando a medida que el modelo económico actual continúe mostrando síntomas de agotamiento. Cada vez resulta más evidente que el comportamiento empresarial tiene efectos mucho más allá de los estados financieros, ya que como estamos viendo actualmente, puede condicionar la realidad política y social. También existen indicios de que los ciudadanos, conscientes de este futuro imparabable, utilizan las nuevas tecnologías para controlar y, llegado el caso, censurar el comportamiento de las empresas de su entorno. El poder creciente de las grandes corporaciones y de la «Sociedad 2.0» requiere de unas nuevas reglas de juego que, ante unos poderes públicos cada vez más dependientes del sector financiero privado, han de pasar necesariamente por la autorregulación, el cumplimiento voluntario de las demandas de la sociedad y la preocupación por el entorno en el más amplio sentido de la palabra, en definitiva, por la Responsabilidad Social Empresarial.

Bibliografía

- AGUILERA, R. V. y JACKSON, G. [2003]: «The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants», *Academy of Management Review*, 28 (3), págs. 447-465.
- AMIT, R. y SCHOEMAKER, P. J. H. [1993]: «Strategic Assets and Organizational Rent», *Strategic Management Journal*, 14, págs. 33-46.
- ARCHEL, P.; HUSILLOS, J. y SPENCE, C. [2011]: «The institutionalization of unaccountability: Loading the dice of Corporate Social Responsibility discourse», *Accounting, Organizations and Society*, 36, págs. 327-343.
- ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS, AECA [2004]: *Marco Conceptual de la Responsabilidad Social Corporativa*, pfo. 17.
- BARNETT, M. L. y SALOMON, R. M. [2006]: «Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance», *Strategic Management Journal*, 27 (11), págs. 1.101-1.122.
- BARON, R. y KENNY, D. [1986]: «The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: conceptual, strategic and statistical considerations», *Journal of Personality and Social Psychology*, 51, págs. 1.173-1.182.
- BLATTBERG, C. [2004]: «Welfare: Towards the Patriotic Corporation. From Pluralist to Patriotic Politics: Putting Practice First», *Oxford University Press*, págs. 172-184.
- CORNELL, B. y SHAPIRO, A. C. [1987]: «Corporate Stakeholders and Corporate Finance», *Financial Management*, 16, págs. 5-14.
- DHALIWAL, D. S.; LI, O. Z.; TSANG, A. y YANG, Y. G. [2011]: «Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting», *Accounting Review* 86 (1), págs. 59-100.
- DIEBOLD, F. X. y MARIANO, R. S. [1995]: «Comparing Predictive Accuracy», *Journal of Business and Economic Statistics*, 13, págs. 253-263.
- DONALDSON T. L. y PRESTON, L. E. [1995]: «The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications», *Academy of Management Review*, 20 (1), págs. 65-91.
- FERNÁNDEZ-IZQUIERDO, M. A.; ARAGO-MANZANA, V. A.; MATA LLÍN-SÁEZ, J. C. y NIETO-SORIA, L. [2009]: «Do investors in Spain react to news on sustainability and corporate social responsibility?», *Int. J. Sustainable Economy*, 1 (3), págs. 227-244.
- FERRUZ, L. y MARCO, I. [2006]: «Algunas reflexiones sobre la inversión socialmente responsable», *Boletín económico del ICE*, 2901, págs. 35-44.
- FREEMAN, R. E. [1984]: *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press.
- FRIEDMAN, M. [1970]: «The social responsibility of business is to increase its profits», *New York Time Magazine*, 13 September, págs. 122-126.
- GARRIGA, E. y MELÉ, D. [2004]: «Corporate Social Responsibility Theories: Mapping the Territory», *Journal of Business Ethics*, 53, págs. 51-71.
- GÓMEZ, F. [2008]: «RSC y performance financiero. Treinta y cinco años de investigación empírica en busca de un consenso», *Principios: estudios de economía política*, 11, págs. 5-24.

- GRANT, R. M. [1991]: «The Resource Based Theory of Competitive Advantage: Implications for Strategy formulation», *California Management Review*, 33 (3), págs. 114-135.
- GRIFFIN, J. J. y MAHON, J. F. [1997]: «The corporate social performance and corporate financial performance debate. Twenty-five years of incomparable research», *Business and Society*, 36 (1), págs. 5-31.
- IOANNOU, I. y SERAFEIM, G. [2010]: «The Impact of Corporate Social Responsibility on Investment Recommendations», *Working Paper*, 11-017. Harvard Business School. *Best Paper Proceedings Academy of Management 2010*.
- JENSEN, M. E. y MECKLING, W. H. [1976]: «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*; 3, págs. 305-360.
- MARGOLIS, J. D. y WALSH, J. P. [2003]: «Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business», *Administrative Science Quarterly*, 48, págs. 268-305.
- MCGUIRE, J. B.; SUNDGREN, A. y SCHNEEWEIS, T. [1988]: «Corporate social responsibility and firm financial performance», *Academy of Management Journal*, 31 (4), págs. 854-872.
- ORLITZKY, M.; SCHMIDT, F. L. y RYNES, S. L. [2003]: «Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis», *Organization Studies*, 24 (3), págs. 403-441.
- PRESTON, L. E. y O'BANNON, D. P. [1997]: «The Corporate Social-Financial Performance Relationship. A Typology and Analysis», *Business and Society*, 36 (4), págs. 419-429.
- RAJAN, R. G. y ZINGALES, L. [1995]: «What do we know about capital structure? Some evidence from international data», *Journal of Finance*, 50 (5), págs. 1.421-1.460.
- RAMANATHAN, K. [1976]: «Toward a Theory of Corporate Social Accounting», *Accounting Review*, 51 (3), págs. 516-528.
- ROSS, S. A. [1973]: «The Economic Theory of the Agency: the Principal Problems», *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 63, págs. 134-139.
- RUSSO, M. V. y FOUTS, P. A. [1997]: «A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability», *Academy of Management Journal*, 40 (3), págs. 534-559.
- SÁNCHEZ BALLESTA, J. P. [2002]: «Análisis de Rentabilidad de la empresa», *Análisis contable*, <http://www.5campus.com/leccion/anarenta>. Consultado el 21 de noviembre de 2011.
- SCHMIDT, J. A. [1989]: «Corporate Excellence in the new millennium», *Journal of Business Strategy*, 20 (6), págs. 39-43.
- SOTOMAYOR, S. [2005]: «La relevancia valorativa de los intangibles y los valores tecnológicos europeos», *Universidad de Cádiz, Servicio de Publicaciones*.
- STANLEY, T. D. [2001]: «Wheat from Chaff: Meta-analysis as Quantitative Literature Review», *Journal of Economic Perspectives*, 15, págs. 131-150.
- SURROCA, J.; TRIBÓ, J. A. y WADDOCK, S. [2010]: «Corporate Responsibility and Financial Performance: The Role of Intangible Resources», *Strategic Management Journal*, 31, págs. 463-490.
- ULLMAN, A. [1985]: «Data in search of a theory: a critical examination of the relationship among social performance, social disclosure and economic performance of US firms», *Academy of Management Review*, 10 (1/2), págs. 540-557.

VILANOVA, M. [2006]: *Accountability. Comunicación y reporting en el ámbito de la RSE*. Cuadernos Forética.

WADDOCK, S. A. y GRAVES, S. B. [1997]: «Corporate Social Performance-Financial Performance Link», *Strategic Management Journal*, 18 (4), págs. 303-319.

WERNERFELT, B. [1984]: «A resource-based view of the firm», *Strategic Management Journal*, 5 (2), págs. 171-180.

WEISER, J. y ZADEK, S. [2000]: *Conversations with Disbelievers*, The Ford Foundation.

WILLIAMSON, O. E. [1967]: *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Markham.

ZIMMERMAN, J. [1989]: «Improving a manuscript's readability and likelihood of publication», *Issues in Accounting Education*, 4 (2), págs. 458-467.