

Alcance de la creación de valor en las Empresas Responsables

M^a Peana Chivite Cebolla y Vicente Enciso de Yzaguirre

RESUMEN

La inclusión de elementos básicos inherentes a la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) en el mundo empresarial y en la vida de las empresas ha presentado desde el primer momento dificultades al considerarse anti-téticos los conceptos de responsabilidad social y de creación de valor: contraponiendo shareholders y stakeholders. Ante estas dificultades, las motivaciones que justifican la adopción de los conceptos de la RSC son diversas pero cada vez hay un mayor consenso en que la RSC integra de manera esencial la estrategia corporativa. Así, la RSC hace que las empresas estén en continua interacción con su entorno, reconciliando productos y mercados, redefiniendo una mejora constante en su cadena de valor y cooperando al desarrollo local.

Este trabajo quiere aportar luz sobre la posible existencia de correlación entre la aplicación de la RSC y la capacidad de las empresas para crear valor, principalmente sobre la cuenta de resultados. El análisis se ha realizado con 122 empresas cotizadas españolas durante el periodo 2000-2009.

PALABRAS CLAVE: Responsabilidad Social Corporativa, rentabilidad, empresas cotizadas, transparencia.

CLAVES ECONLIT: M140, M100, G320.

Cómo citar este artículo: CHIVITE, M.P. & ENCISO, V. (2015): "Alcance de la creación de valor en las Empresas Responsables", *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 85, 11-31.

Correspondencia: M^a Peana Chivite Cebolla es Contratado Doctor en la Universidad Católica de Ávila (Autor de contacto: mpeana.chivite@ucavila.es); Vicente Enciso de Yzaguirre es Contratado Doctor y Gerente de la Universidad Católica de Ávila. Este trabajo de investigación ha sido fruto, en parte, de la estancia en la George Mason University (Fairfax, Virginia, USA).

Portée de la création de valeur au sein des entreprises responsables

RÉSUMÉ : L'incorporation d'éléments de base inhérents à la responsabilité sociale des entreprises (RSE) dans le monde des affaires et dans la vie des entreprises présentait des difficultés dès le départ, car les concepts de responsabilité sociale et de création de valeur, opposant les shareholders et les stakeholders, étaient considérés comme antithétiques.

Face à ces difficultés, les raisons qui justifient l'adoption des concepts de la RSE sont variées, mais un consensus toujours plus important indique que la RSE intègre essentiellement la stratégie corporative. La RSE permet ainsi aux entreprises d'être en interaction continue avec leur environnement, en repensant leurs produits et marchés, en redéfinissant une amélioration constante de leur chaîne de valeur et en coopérant au développement local.

Ce travail veut contribuer à apporter des explications sur l'existence éventuelle d'une corrélation entre l'application de la RSE et la capacité des entreprises à créer de la valeur, principalement sur le compte de résultats. L'analyse a été réalisée avec 122 entreprises espagnoles cotées pendant la période 2000-2009.

MOTS CLÉ : Responsabilité sociale des entreprises, rentabilité, entreprises cotées, transparence.

The scope of value creation in responsible enterprises

ABSTRACT: Introducing basic elements inherent to Corporate Social Responsibility (CSR) into the business world and the life of companies has presented difficulties from the outset, as the concepts of social responsibility and value creation have been considered antithetical, opposing shareholders and stakeholders.

Given these difficulties, the reasons that justify adopting CSR concepts are diverse but there is an increasingly greater consensus that CSR is an essential element of corporate strategy. CSR keeps companies interacting continuously with their environment, rethinking products and markets, redefining a steady improvement in their value chain and cooperating in local development.

This study aims to shed light on the possible existence of a correlation between CSR implementation and the ability of a company to create value, mainly on the income statement. The sample was composed of 122 Spanish listed companies over the 2000-2009 period.

KEY WORDS: Corporate social responsibility, profitability, quoted companies, transparency.

1.- Introducción

La inclusión de elementos básicos inherentes a la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) en el mundo empresarial y en la vida de las empresas ha presentado desde el primer momento grandes dificultades al plantearse, tanto desde el campo de la doctrina como desde la práctica diaria del gobierno de las compañías, que aparentemente resultan antitéticos los conceptos de responsabilidad social y de creación de valor (Clark, 1986; Bonin, 2003; Price Waterhouse Coopers, 2003; Embid, 2004; Sánchez-Calero, 2006; Argandoña, 2007; Olcese, 2011; Porter y Kramer, 2011, entre otros) y, por tanto, de difícil aplicación práctica.

¿Son antitéticos los conceptos de responsabilidad social y de creación de valor? Efectivamente, cuando se planea el desarrollo de la responsabilidad social en el mundo de la empresa se presenta inmediatamente un coste económico y financiero adicional inherente a las medidas necesarias que deben llevarse a cabo a tal fin.

Además, por el carácter voluntario con que se plantea la RSC se deriva que cualquier gasto adicional que vaya más allá de los gastos estrictamente necesarios redundará, a corto, en una disminución del beneficio y, a largo, en una reducción de valor para los accionistas: se contraponen así *shareholders* y *stakeholders* (Bonin, 2003)

Pero también, de acuerdo con la doctrina antes citada, en las corporaciones y en las sociedades cotizadas, tanto por la dimensión como por la dispersión global de sus operaciones, resulta que “muchas de sus actuaciones comportan problemas que exceden el ámbito de lo jurídico y derivan hacia planteamientos sumamente imprecisos, en donde la discusión sobre la idoneidad de las normas cede cada vez más terreno a ideas y criterios de inspiración económica, filosófica o, sencillamente, política” (Sánchez-Calero, 2006).

A lo largo del tiempo se han ido fijando posiciones diversas y que, en ocasiones, resultan encontradas. Así, en ciertos ámbitos de la política y actuación sindical hay quien opta por convertir la RSC en RLE o Responsabilidad Legal de las Empresas (Amnistía Internacional, 2004).

Algunos autores destacan la importancia que desde el punto de vista de la reputación supone la RSC; de tal manera que, ante unos mercados cada vez más exigentes estos gastos resultan imprescindibles. En la actualidad, como dice el profesor Sánchez-Calero, “lo ético se asimila sencillamente a lo honorable y se está apuntando a una evaluación que supera los límites normativos y exige un plus de los integrantes de una empresa” (Sánchez-Calero, 2006).

Otros autores inciden en que la función social de la empresa no coincide con la maximización del valor para el accionista y consideran que la RSC es un instrumento que permite al buen directivo optimizar el valor social incluyendo todos los bienes para su empresa y para la sociedad y todos los costes que genera (Argandoña, 2007).

Finalmente, para otros (Price Waterhouse Coopers, 2003), la RSC pasa a integrar de manera esencial la “estrategia” corporativa. De esta opinión son los profesores Porte y Kramer a través de lo que ellos llaman la teoría de la Creación de Valor Compartido como fruto de la RSC (Porter y Kramer, 2011).

La Creación de Valor Compartido se genera porque al estar las empresas en continua interacción con su entorno pueden realizar una gestión de éxito, reconcibiendo productos y mercados, redefiniendo la productividad en su cadena de valor y cooperando, al no operar de manera aislada, al desarrollo local.

Ante este estado de la cuestión puede parecer conveniente conocer si realmente su aplicación supone creación de valor para la empresa, creación de valor para la sociedad, protección y conservación del medio ambiente en beneficio de todos sus stakeholders y en beneficio para la sociedad en su conjunto.

2.- La empresa responsable: marco teórico e hipótesis

Para poder entender mejor el alcance de las prácticas responsables en el ámbito de la creación de valor de las empresas parece conveniente considerar algunas de las teorías económicas más acertadas en el juicio de la actividad empresarial; nos referiremos a la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976), la teoría de la legitimación (Shoher y Sethi, 1974) y a la teoría de los grupos de interés (Gray et al 1996).

La teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976) presenta dos sujetos, el principal y el agente, entre los cuales se establece una relación, fruto de la cual aparecen los denominados costes de agencia provocados por las diferencias de intereses entre ambos agentes. Al darse, en la mayoría de los casos, intereses o preferencias contrarias, puede aparecer el problema de que el director de una empresa la gestione según sus intereses y no como si fuese el propietario. Esta teoría se aplica para explicar la falta de transparencia financiera, pero a su vez puede favorecer la publicación y aplicación de medidas de RSC, en tanto en cuanto el principal considere que la aplicación de las mismas sea de interés para el agente o propietario.

Si se recurre a Shocker y Sethi (1974, p.67) la teoría de la legitimación o de la legitimidad reconoce la existencia de un contrato implícito entre la empresa y la sociedad, donde la sociedad requiere de los servicios de la empresa, y esta a su vez consigue la aprobación de la sociedad. De modo que las empresas, según esta teoría, intentan que sus actividades sean concordes con lo que la comunidad considera aceptable. Así si la RSC es vista positivamente por la sociedad, las empresas tendrán incentivos para aplicarla.

En la misma línea se encuentra la teoría de los grupos de interés. Esta señala que la información divulgada por parte de las empresas puede estar muy relacionada con la presión que puedan ejercer los distintos grupos de interés, en la medida en que esta influencia pueda afectar a la continuidad o supervivencia de la empresa. (Gray et al 1996)

Estas tres teorías serán principalmente utilizadas para argumentar que la publicación de los informes de RSC por parte de las empresas supone un aumento en la transparencia y por tanto un mayor valor para el accionista.

Finalmente señalar la curva de experiencia o aprendizaje organizativo (Levit and March, 1988), según la cual conforme se adquiere experiencia en el tiempo se aumenta en eficiencia. En este sentido, se considera importante el paso del tiempo en la aplicación de medidas de RSC, por ello se recurre a esta teoría, pues ayudará a justificar el índice que se va a utilizar para medir la RSC en las empresas.

Ciertamente se podría recurrir a más teorías, pero se han considerado éstas las más relevantes. A continuación se expone la hipótesis analizada, previa revisión de los trabajos previos realizados en esta línea.

Creación de valor

Para analizar el alcance de la creación de valor de las empresas responsables sería interesante analizar las tres dimensiones directamente relacionadas con la RSC, a saber: el apartado económico, el social y el medioambiental.

No obstante en este artículo nos centraremos principalmente en la creación de valor para el accionista, vía cuenta de resultados, dejando para posteriores trabajos la evaluación de los otros dos aspectos. De forma complementaria se analizará si los informes de RSC suponen un aumento en la transparencia de las empresas; esto estaría en línea con la creación de valor para el accionista o inversor.

Para ello nuestro análisis se centrará en la actividad de 122 empresas españolas cotizadas en el periodo comprendido entre los años 2000 y 2009.

La RSC y la creación de valor: mayor beneficio

La RSC es analizada como fuente de beneficios o pérdidas por muchos autores. Se pueden encontrar por tanto estudios diversos, desde los que señalan que la influencia de la RSC sobre la cuenta de resultados puede ser negativa o inexistente, como los trabajos de Levitt (1958), Aupperle et al. (1985), a aquellos que encuentran en la RSC un nuevo sistema que tiene mucho que aportar al capitalismo futuro, como los trabajos de McGuire et al. (1988), Castelo y Lima. (2006), Porter y Kramer (2006), Mittal et al, (2008), Hoje and Maretno (2011), Servaes y Tamayo (2013), Gregory, A., et al (2014), entre otros.

McGuire et al. (1988) utiliza la clasificación de reputación corporativa realizada por la revista Fortune y evalúa el período comprendido entre 1983-85 para 131 empresas americanas. Las variables principales analizadas: ROA, Activo y crecimiento de las ventas, entre otras. Sugiere que las empresas con más beneficios aplican más RSC.

El caso de la India es estudiado por Mittal et al, (2008). Estos autores señalan que existe una relación positiva entre la RSC y el valor de la empresa visto desde el valor económico añadido, (economic value added (EVA)), y por el valor de mercado añadido, (market added value (MVA)) El estudio abarca desde el 2001-2005 para el caso de 50 empresas.

Hoje and Maretno (2011) en un estudio realizado para 3.000 empresas durante los años 1993, 1995, 1998, 2000, 2002 y 2004, concluyen que el compromiso con la RSC supone una mejora en el valor de la empresa. Se basan en la teoría de la agencia y de los stakeholders para explicar la aplicación de RSC por parte de las empresas y el valor añadido que esta supone. Para medir la RSC, utiliza la base de Kinder, Lydenberg, and Domini's (KLD's) y analizan variables como ROA, Activo, CEO y endeudamiento, entre otras.

En el trabajo de Servaes y Tamayo (2013) se habla de una relación positiva pero bajo ciertos supuestos. Así esta relación se da principalmente en las empresas en las que los clientes tienen una mayor sensibilidad o conciencia, en términos de RSC. El periodo estudiado en este trabajo abarca desde 1991 hasta 2005 para empresas norteamericanas. Utiliza, como el trabajo de Hoje and Maretno (2011), la base de Kinder, Lydenberg, and Domini's (KLD's)

Para el caso Español no se encuentran muchos trabajos, entre ellos está el de Marín y Rubio (2008). Estos autores realizan un análisis para 144 empresas a través de una encuesta realizada a los gerentes de las empresas. Concluyen que hay una relación positiva entre la RSC y la mejora en la competitividad¹.

1.- Otros estudios para el caso español, pero que toman otras direcciones son los trabajos de Navarro y González (2006), Prado-Lorenzo et al. (2012) y Rodríguez et al. (2014).

Ciertamente, este es uno de los temas más tratados en relación con la RSC, junto al que trata de definir y explicar que es la RSC. No obstante, aunque existen trabajos que relacionan la influencia de la RSC en la cuenta de resultados (ROA, ventas) no se han encontrado para el caso español trabajos en esta misma línea. Del mismo modo la variable RSC es tomada en la mayoría de los casos de una sola fuente y para un año, siendo que en este trabajo se plantea una medida agregada, considerando teorías como la curva de experiencia o aprendizaje organizativo (Levit and March, 1988).

Finalmente, en línea con los trabajos previos realizados para otros países se plantea la siguiente hipótesis de trabajo: **1ª Hipótesis - La aplicación de medidas de RSC tiene una influencia positiva sobre los resultados financieros de las empresas españolas.**

La RSC y la creación de valor: mayor transparencia

Se pueden encontrar estudios que tratan de definir qué se entiende por transparencia y cómo ha sido tratada². Pero en el caso de España, y en este caso, se acude a la ley 26/2003, de 17 de julio. En esta ley³ se indica que:

“La Comisión ha considerado fundamental el principio de la transparencia para el correcto funcionamiento de los mercados financieros, lo que implica que se transmita al mercado toda la información relevante para los inversores, que la información que se transmita sea correcta y veraz, y que ésta se transmita de forma simétrica y equitativa y en tiempo útil.”

Este principio en parte define la transparencia como la transmisión al mercado de la información relevante para los inversores. Por tanto, si se considera que la transparencia “*implica que se transmita al mercado toda la información relevante para los inversores*”, hay que valorar si los informes de RSC son información relevante y por tanto su publicación conllevaría un aumento en la transparencia. De ser así, se consideraría un valor añadido la divulgación de dicha información para los inversores.

Trabajos que señalen que la publicación de informes de RSC suponen un aumento en la transparencia directamente, no se han encontrado demasiados, pero que lo den por supuesto, la mayoría. Señalamos a modo de ejemplo el trabajo de Rivero (2005).

Por su parte, Husser y Evraert-Bardinet (2014), en un estudio realizado para 120 empresas francesas cotizadas durante el período 2007-2008, señalan, entre otras cuestiones, cómo la calidad de

2.- Trabajos donde se ha tratado el tema de la transparencia de la información financiera son por ejemplo: e Ball, (2009), Barth y Schipper (2008), Burkhardt y Strausz (2009), Bushman y Smith (2003), Crespo y Zafra (2005), Lang y Maffett (2011), Chivite (2014), entre otros muchos.

3.- Por la que se modifican la Ley 24/1988, del Mercado de Valores y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas. Dicha ley fue publicada en el BOE nº 171 del 17 de julio de 2003.

la información ambiental y de RSC tiene un efecto positivo doble, aumentando la confianza de los inversores respecto de su inversión así como la credibilidad hacia la dirección de la compañía. Esto repercutirá en un mayor valor tanto contable como de mercado de la empresa.

De modo indirecto, trabajos recientes como el de Shafer (2015), señalan la importancia de la ética y la responsabilidad social corporativa para reducir la manipulación contable, y por tanto un aumento en la transparencia.

Se entiende que ha de ser una preocupación por parte de las empresas saber qué información es o no relevante y publicarla. Y es aquí donde cabría preguntarse si la RSC está dentro de la considerada información relevante. Si así fuera, el hecho de no informar de este tipo de medidas podría ser considerado una falta de transparencia por parte de las empresas. Y al contrario, el informar aumentaría su transparencia⁴ y podría suponer un aumento de valor, de hecho, índices de RSC como el Pacto Mundial, así lo señalan.

En línea con los trabajos señalados, se considera el efecto positivo que tiene la publicación de informes de RSC, planteando la siguiente hipótesis: **2^a Hipótesis - La publicación de informes de RSC mejora la transparencia en las empresas.**

Finalmente es de señalar el interés mostrado por la RSC por diversos organismos oficiales, lo que de forma indirecta refuerza la idea de que la RSC es generadora de valor y por ello recomendada por las instituciones. A continuación, algunos de los distintos organismos europeos que han hablado al respecto de la RSC, como son: Comisión Europea (2001), Committee of the Regions (2002); EEA Consultative Committee (2002); Consejo de la UE (2003); Economic and Social Committee (2006). O la reciente estrategia Española de Responsabilidad Social de las empresas, publicada por el Ministerio de Empleo y Seguridad Social (2015). En todos ellos y en muchos más, de una manera más o menos directa, se señala la conveniencia de la aplicación de estas medidas.

4.- Siempre y cuando los informes de RSC cumplan igualmente con la segunda parte de la definición de transparencia: "Que la información que se transmita sea correcta y veraz, y que ésta se transmita de forma simétrica y equitativa y en tiempo útil."

3.- Muestra y metodología

La población que ha sido considerada son las empresas españolas que cotizaban en bolsa, en concreto en el SIBE⁵ al cierre del año 2007, por razones de disponibilidad en la información, y de homogeneidad de los datos a tratar.⁶

La muestra final es de 122 empresas, pues de las 184 empresas que cotizaban en bolsa en el SIBE a finales del 2007, se han descontado las empresas extranjeras y las entidades financieras (Bancos y cajas), por ser las empresas españolas las sujeto de análisis, y evitar la dispersión en los datos. El período considerado comprende los años 2000 al 2009. La distribución sectorial se muestra en la tabla 1.

Tabla 1. Empresas clasificadas según sector

Sector*	Nº de empresas	%
1. Petróleo y energía (Petrol)	12	9,8%
2. Materiales básicos, industria y construcción (Basic)	29	23,8%
3. Bienes de consumo (B_Cons)	32	26,2%
4. Servicios de consumo (Ser_Cons)	21	17,2%
5. Servicios financieros e inmobiliarias	23	18,9%
6. Tecnología y telecomunicaciones (Tecno)	5	4,1%
TOTAL	122	100%

*Clasificación de las empresas por sector hecha según la presenta la Bolsa de Madrid.

FUENTE: Elaboración propia.

Finalmente y respecto de la metodología empleada, en primer lugar se ha utilizado el método exploratorio, buscando los trabajos relacionados con el tema para fijar posteriormente dos hipótesis de trabajo. Posteriormente y para contrastar la primera hipótesis se han utilizado regresiones lineales (método empírico-analítico principalmente), donde la variable dependiente es el beneficio neto de la empresa (BN), y la rentabilidad económica, (ROA, medida como cociente entre el beneficio neto y el activo). Como variable explicativa principal a analizar se ha introducido la RSC.

5.- SIBE (Sistema de interconexión bursátil español). Datos obtenidos del informe anual 2007 del IBEX presentado por Sociedad de Bolsas, S.A., empresa del Grupo BME, encargada de la gestión y funcionamiento del SIBE.

6.- Los datos (balances, cuenta de resultados, auditores, cotización, etc.) han sido obtenidos de Amadeus, Sabi, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las distintas bolsas españolas y el SIBE, páginas web de las empresas analizadas, entre otros.

Para contrastar la segunda hipótesis se utilizará principalmente el método hipotético-deductivo, acudiendo a la argumentación y a las teorías económicas señaladas en el marco teórico.

Para medir la variable RSC, se utiliza el índice de revelación o de divulgación de RSC utilizado en trabajos anteriores por Chivite et al. (2014). A continuación se exponen la medición de dicho índice y los modelos planteados para su contrastación.

Índice de RSC y Modelos

El índice de RSC propuesto por Chivite et al (2014) toma los ocho índices siguientes: el Pacto mundial, las normas AA1000AS, SA8000, la inclusión en the Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI), el EFQM, el GRI (Global Reporting Initiative), el FTSE4 Good y la mención e Informes de RSC presentados por las empresas⁷.

La expresión matemática, para el cálculo del índice de revelación, para cada empresa y cada año, resultará el siguiente:

$$I_{ai} = \sum_{j=1}^n \sum_{i=1}^m I_{ji} \quad (1)$$

Chivite et al (2014).

Siendo a= la empresa, i= el año considerado, j= el índice de RSC, m= el total de índices, y n= el total de años. A este índice de RSC se le denomina *RSC Total Acumulativo*.

El valor de este índice se considera que es doble. Por una parte tiene en cuenta que la empresa sea reconocida como socialmente responsable no solo por uno, sino por distintos organismos, tanto nacionales como internacionales. En trabajos previos, estos índices han sido tomados, pero de forma aislada. Así autores como Chih, Shen y Kang (2008) han utilizado el índice FTSE4Good Global Index, para la elaboración de su propio índice de RSC o trabajos como el de Chih et al. (2010) se han basado directamente en el índice Dow Jones Sustainability World Index (DJSI World). En este trabajo no solo se consideran ambos índices, sino otros de reconocido prestigio.

Por otra parte, el índice de medición de la RSC que se va a utilizar en este estudio, incluye el paso del tiempo como valor añadido. Ciertamente en la aplicación de medidas como la RSC el factor tiempo puede jugar un papel importante a la hora de asumir y llegar a desarrollar estas políticas de manera más eficiente. Al igual que la curva de experiencia o aprendizaje organizativo, (Levit and March, 1988) habla de una reducción en el coste y aumento de la productividad derivado de la experiencia, lo que implica el paso del tiempo, se admite que también este factor es importante a la hora de hablar de apli-

7.- En Chivite et al (2014) se puede encontrar una explicación de cada índice.

cación de RSC. Esta valoración no se ha encontrado en trabajos previos⁸ y se considera puede resultar enriquecedora.

En la tabla 2 se muestra a modo de ejemplo, el cálculo del índice para Iberdrola, panel A, y por otro lado, panel B, el índice para las empresas mejor posicionadas en cada uno de los sectores.

Tabla 2. Medición de la RSC. Panel A

Compañía	AÑO	RSC total acumul	Años con RSC	RSC en el año	Web	GRI	DJSI World	Pacto Mundial	AA 1000AS	SA 8000	EFQM	FTSE 4GOOD
IBERDROLA SA	2009	35	8	6	1	1	1	1	1	—	1	0
IBERDROLA SA	2008	29	7	5	1	1	1	1	0	—	1	0
IBERDROLA SA	2007	24	6	5	1	1	1	1	0	0	1	0
IBERDROLA SA	2006	19	5	4	1	1	1	1	0	—	0	0
IBERDROLA SA	2005	15	4	4	1	1	1	1	0	—	0	0
IBERDROLA SA	2004	11	3	4	1	1	1	1	0	—	0	0
IBERDROLA SA	2003	7	2	4	1	1	1	1	0	—	0	0
IBERDROLA SA	2002	3	1	3	0	1	1	1	0	—	0	0
IBERDROLA SA	2001	0	0	0	0	0	0	0	0	—	0	0
IBERDROLA SA	2000	0	0	0	0	0	0	0	0	—	0	0

FUENTE: Elaboración propia.

Como se puede comprobar, para una mejor comprensión, se ha señalado en la cuarta columna cuantos años lleva la empresa aplicando medidas de RSC, y en la quinta la suma de índices para ese año. Así por ejemplo para el caso de Iberdrola (Tabla 2, panel A) fue en el 2002 el primer año donde se tuvo constancia de que la empresa aplicaba RSC, apareciendo en tres índices. En este año coinciden “RSC total acumul” y “RSC en el año”. En el 2003, son cuatro índices los que aparecen, y “RSC total acumul” pasa a tomar un valor de 7, los tres de 2002 y los cuatro de 2003, así sucesivamente.

8.- Exceptuando el trabajo Chivite et al (2014) del cual se ha tomado.

Tabla 2. Medición de la RSC. Panel B

Compañía	AÑO	RSC total acumul	Años con RSC	RSC en el año	Clasificación Industria
TELEFONICA, SA	2009	38	8	7	Tecnología y telecomunicaciones
IBERDROLA, SA	2009	35	8	6	Petróleo y energía
GRUPO FERROVIAL, SA	2009	34	8	5	Materiales básicos, industria y construcción
INDITEX, SA	2009	30	9	5	Bienes de consumo
IBERIA, SA	2009	26	8	5	Servicios de consumo
MAPFRE, SA	2009	15	7	3	Servicios financieros e inmobiliarias

FUENTE: Elaboración propia.

En la tabla 2, panel B, se muestran las empresas mejor posicionadas en 2009 según el índice, para cada uno de los sectores. Así por ejemplo Inditex, aunque llevaría más años aplicando RSC, nueve, no aparece de forma acumulativa en tantos índices como Iberdrola, para 2009, la cual llevaría ocho años. Según este índice por tanto, se considera el tiempo y la preocupación de la empresa por ser valorada como socialmente responsable en distintos organismos.

Modelo propuesto

Para contrastar si la RSC influye en la cuenta de resultados se van a aplicar distintas regresiones lineales, para tratar de estudiar su efecto de manera más eficaz. Entre las variables analizadas, tomando como base los trabajos previos realizados para otros países (McGuire et al. (1988), Hoje and Maretno (2011)), se considerará la rentabilidad económica (ROA), el tamaño de la empresa (Ait) o el endeudamiento (End). Adicionalmente se incluye la variable industria, por considerar que pudiera haber sectores con mejores resultados, y la variable año (Año). Esta última se espera resulte significativa con un coeficiente negativo, puesto que el período analizado incluye el comienzo de la crisis, principalmente los años 2008 y 2009, donde los resultados se vieron afectados por la coyuntura económica.

Por tanto las variables dependientes serán BN y ROA y entre las variables explicativas se introduce, junto con la variable objeto de estudio RSC, las variables sector, año, endeudamiento y finalmente activo o IBEX, que se alternarán o quitarán para evitar posibles problemas de correlación, entre ellas y con la variable RSC (Tabla 3).

Regresiones propuestas:

Modelo 1:

$$BN_{it} = \beta_0 + \beta_1 RSC \text{ total acumulativo} + \beta_2 \text{ Año} + \beta_3 \text{ Petrol} + \beta_4 \text{ Basic} + \beta_5 B_Cons + \beta_6 \text{ Ser_Cons} + \beta_7 \text{ Tecno} + \beta_8 \text{ End}_{it} + \beta_9 \text{ IBEX}_{it} + \varepsilon_t$$

Modelo 2

$$BN_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{RSC total acumulativo} + \beta_2 \text{Año} + \beta_3 \text{Petrol} + \beta_4 \text{Basic} + \beta_5 \text{B_Cons} + \beta_6 \text{Ser_Cons} + \beta_7 \text{Tecno} + \beta_8 \text{End}_{it} + \beta_9 \text{A}_{it} + \varepsilon_t$$

Modelo 3

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{RSC total acumulativo} + \beta_2 \text{Año} + \beta_3 \text{Petrol} + \beta_4 \text{Basic} + \beta_5 \text{B_Cons} + \beta_6 \text{Ser_Cons} + \beta_7 \text{Tecno} + \beta_8 \text{End}_{it} + \varepsilon_t$$

Variables:

i= empresa, entre las 122 analizadas

t = año considerado, entre 2000 y 2009

BN_{it}: Beneficio (pérdida) antes de impuestos para la empresa i en el año t. Variable dependiente.

ROA_{it}: rentabilidad económica de la empresa. Variable dependiente que se mide como el cociente entre el beneficio neto, o después de intereses y el volumen de activo de la empresa (BN_{it}/A_{it}), para la empresa i y el año t.

RSC total acumulativo: variable explicada anteriormente, se calcula según la fórmula (1)

Año: año considerado, el valor oscila entre 2000 y 2009.

Petrol, Basic, B_Cons, Ser_Cons, Tecno: variables Dummy. Se crean por tanto 6 variables, pero solo se toman los 5 sectores con mayores tasas de adopción de RSC. Así Petrol corresponde al sector Petróleo y Energía, tomando valores 1 si la empresa es de este sector y 0 en caso contrario. Y así sucesivamente, según la tabla 1. El sector servicios financieros e inmobiliarias será el sector de referencia en las regresiones.

END_{it}: Endeudamiento, medido como ratio de deudas y activos totales (D_{it}/A_{it}) de la empresa i en el año t. No se predice signo concreto.

IBEX_{it}: variable que toma el valor 1 o 0 en función de que la empresa i en el año t este dentro del IBEX⁹ o no. Se incluye esta variable por considerar que las empresas del IBEX son grupo significativo o de referencia para el resto, y cuyo comportamiento es más examinado por los distintos grupos de interés, y por tanto, con incentivos añadidos para aplicar las últimas tendencias del mercado. El signo esperado es positivo.

9.- Datos obtenidos de los informes anuales sobre el IBEX presentados por Sociedad de Bolsas, S.A.

4.- Resultados

Tras la contrastación del modelo, se presentan los siguientes resultados: estadísticos descriptivos (Tabla 3), correlaciones (Tabla 4), y los coeficientes (Tabla 5).

Como se puede comprobar en la Tabla 3, no se disponen de datos para todos los años. Así para ROA o BN solo se disponen de 1.093 datos de los 1.220 posibles. La información sobre el endeudamiento será la que marque el límite con 1.090 observaciones, lo que se puede comprobar en la Tabla 5, de los coeficientes.

Tabla 3. Estadísticos descriptivos

	ROA	BN	RSC total (acm)	AÑO	Petrol	Basic	B. Consum	Ser. Consum	Tecno	ENDt/At	IBEX 35	Activo Total
N - Válidos	1.093	1.093	1.220	1.220	1.220	1.220	1.220	1.220	1.220	1.090	1.220	1.093
N - Perdidos	127	127	0	0	0	0	0	0	0	130	0	127
Media	0,047	240.587	2,65	2004,50	0,10	0,25	0,26	0,17	0,04	0,605	0,21	4.602.707
Mediana	0,045	24.722	0,00	2004,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,633	0,00	688.070
Moda	-,894(a)	5488(a)	0	2000(a)	0	0	0	0	0	,0001(a)	0	366,00(a)
Desv. típ.	0,095	870.053	5,770	2,873	0,298	0,431	0,440	0,378	0,198	0,212	0,407	12.349.553
Mínimo	-0,895	-2.301.662	0	2000	0	0	0	0	0	0,000	0	366
Máximo	0,483	10.915.000	38	2009	1	1	1	1	1	2,519	1	108.982.000
Percentiles 25	0,018	3.498	0,00	2002,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,486	0,00	207.636
50	0,045	24.722	0,00	2004,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,633	0,00	688.070
75	0,079	144.517	2,00	2007,00	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,756	0,00	2.954.169

a. Existen varias modas. Se mostrará el menor de los valores.

Como era de esperar, aparecen correlaciones, tabla 4, entre el Ibox, el tamaño de la empresa y la aplicación de medidas de RSC. Se consideran correlaciones elevadas las que superiores al 0,5, o muy próximas¹⁰. Es por ello que se propusieron distintos modelos, alternando dichas variables, para tratar de evitar la posible influencia prevista entre las mismas y obtener de este modo unos mejores resultados.

10.- Se han señalado en negrita.

Tabla 4. Correlaciones

	Correlación de Pearson									
	(2).	(3).	(4).	(5).	(6).	(7).	(8).	(9).	(10).	(11).
ROA (1)	,149(**)	0,022	-,121(**)	0,057	-0,029	,078(**)	-0,032	-,313(**)	,108(**)	0,021
BN (2)		,493(**)	0,052	,351(**)	-,078(*)	-,068(*)	,270(**)	,059(*)	,427(**)	,863(**)
RSC total (acumulativo) (3)			,422(**)	,334(**)	,073(*)	-0,044	,121(**)	,127(**)	,474(**)	,561(**)
AÑO (4)				0,000	0,005	0,000	0,000	,095(**)	0,046	,100(**)
Petrol (5)					-,182(**)	-,151(**)	-,068(*)	0,006	,297(**)	,363(**)
Basic (6)						-,260(**)	-,118(**)	,212(**)	0,048	-0,018
Ser. Consum (7)							-,094(**)	,079(**)	0,038	-,070(*)
Tecno (8)								,077(*)	,097(**)	,243(**)
END/At (9)									,144(**)	,166(**)
IBEX 35 (10)										,517(**)
Activo Total (11)										

** La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

* La correlación es significante al nivel 0,05 (bilateral).

Contrastado el modelo se obtiene que todas las variables analizadas resultan significativas (sig. menor de 0,05)¹¹ en alguno de los modelos propuestos (tabla 5). Las que se considera que tienen más relevancia son aquellas que aparecen en los modelos complementarios, es decir, aquellas que aparecen como significativas en uno de los modelos que mide el BN como en el que mide el ROA. Por tanto, las que se encuentran en los modelos 1 y 3 o 2 y 3. Esas variables son tres, la RSC, el año, y el endeudamiento. Y de entre ellas la única que tiene un efecto positivo es la RSC, mientras que el año y el endeudamiento juegan una influencia negativa.

En el caso de la variable Año, la influencia negativa se explica por el efecto de la crisis sufrida durante los últimos años de análisis, como se había previsto, siendo que en los últimos años hay una caída considerable en la cuenta de resultados. Para comprobarlo, se hizo adicionalmente una nueva regresión para el modelo 3. Así, en datos no tabulados, se separó los períodos 2000-2007 y 2008-2009. Para ambos casos la variable Año dejaba de ser significativa, manteniéndose la significatividad de la variable RSC y END.

En el caso del endeudamiento, los datos parecen reflejar que en la medida en que la empresa está más endeudada presenta un beneficio (modelo 2) o rentabilidad (modelo 3) menor. No obstante al no aparecer en los tres modelos sería interesante realizar un estudio posterior, por el interés que ello tendría para los inversores. En general a mayor riesgo se exige una mayor rentabilidad, pero aquí la

11.- Se han señalado en negrita.

influencia es inversa, provocada posiblemente por el efecto de la crisis. Así al caer la rentabilidad de las empresas, puede no ser capaz de generar recursos para el pago de intereses, y por tanto aquellas con más deudas tendrían peores resultados.

Por otra parte, la variable IBEX solo aparece en el primer análisis y la variable Activo solo en el segundo, siendo en ambos casos significativas, pero existiendo el problema de la correlación con la variable RSC. Hay que considerar por otra parte, que en el tercer modelo, al analizar la variable ROA y ser esta el cociente entre BN_{it}/A_{it} , estaría por así decirlo incluida la variable tamaño, aunque no aparezca explícitamente, y por tanto podría ser este el modelo más representativo.

Tabla 5. Coeficientes

	MODELO 1: BN			MODELO 2: BN			MODELO 3: ROA		
	COEF	t	Sig.	COEF	t	Sig.	COEF	t	Sig.
(Constante)		3,839	0,000		2,219	0,027		3,910	0,000
RSC total (acumulativo)	0,371	11,416	0,000	0,031	1,473	0,141	0,092	2,623	0,009
AÑO	-0,106	-3,842	0,000	-0,037	-2,212	0,027	-0,123	-3,852	0,000
Petrol	0,175	5,524	0,000	0,061	3,123	0,002	0,068	1,828	0,068
Basic	-0,041	-1,199	0,231	0,001	0,061	0,951	0,090	2,209	0,027
B. Consum	0,030	0,895	0,371	0,055	2,607	0,009	0,005	0,122	0,903
Ser. Consum	-0,019	-0,611	0,541	0,030	1,527	0,127	0,143	3,865	0,000
Tecno	0,216	7,915	0,000	0,084	4,906	0,000	0,011	0,355	0,723
ENDt/At	-0,004	-0,171	0,865	-0,075	-4,733	0,000	-0,344	-11,498	0,000
IBEX 35	0,189	6,583	0,000	—	—	—	—	—	—
Activo Total	—	—	—	0,832	43,156	0,000	—	—	—
N		1090			1090			1090	
R-sq (R²)		0,378			0,763			0,136	
Ad,RSq		0,373			0,761			0,129	
F		72,950			385,413			21,197	
(P-F)		0,000			0,000			0,000	
Modelo 1 y 2 Variable dependiente: Beneficio (pérdida) antes de impuestos.									
Modelo 3 Variable dependiente: ROA.									

FUENTE: Elaboración propia.

Finalmente señalar que, respecto a la capacidad explicativa de los modelos, el segundo es el que presenta un nivel mayor, con un R² del 76%. Pero esto se explica por la fuerza que tiene la variable Activo en relación con el Beneficio Neto. En términos generales cuanto más grande sea la empresa deberá generar un Beneficio mayor para poder retribuir a los bienes empleados, esto en términos generales. Por ello, como ya se señalaba, será quizá el último modelo el más representativo, porque se utiliza como media la rentabilidad que relaciona el BN con el Activo. Pero también será, este modelo, el que tenga un R² más pequeño, solo se llega al 13% aproximadamente.

5.- Conclusiones e implicaciones

El objetivo de este trabajo ha sido valorar el alcance de la creación de valor de las empresas responsables a través de dos hipótesis. En primer lugar valorando la influencia de la RSC sobre los resultados financieros, y en segundo lugar y de forma complementaria, analizando si estos informes suponen una mejora en la transparencia de la empresa para los inversores. En esta línea cabe señalar:

Respecto de la primera hipótesis se concluye que la RSC afecta positivamente a la cuenta de resultados al resultar significativa la variable RSC.

Como en los estudios previos realizados para países como Estados Unidos o la India, McGuire et al. (1988), Mittal et al. (2008), respectivamente, los resultados reflejan una relación positiva entre la aplicación de medidas de RSC y la cuenta de resultados. Esto nos lleva a reforzar las afirmaciones hechas por estos y otros trabajos previos, sobre la creación de valor que supone para la empresa la aplicación de medidas de RSC. No solo por el valor añadido, en cuanto a la mejora social o medioambiental que pueda suponer, sino porque las empresas que aplican RSC son más rentables.

Respecto de las otras variables analizadas junto a la RSC, cabe señalar que el efecto negativo del año sobre los resultados viene motivado por la crisis que afecta a los últimos años del análisis, pues cuando se hacía de nuevo el contraste, separando ambos períodos desaparecía dicha influencia. Y respecto de la influencia negativa del endeudamiento, sería interesante un estudio posterior para analizar si dicho efecto viene provocado por la crisis o no.

Finalmente y respecto al contraste de la segunda hipótesis marcada, en cuanto a si los informes de RSC suponen un incremento en la transparencia, se plantea la siguiente reflexión. Como ya se afirmaba en la ley 26/2003 de 17 de julio, se debe transmitir al mercado toda la información relevante para los inversores, y puesto que los informes de RSC recogen la actividad desarrollada por la empresa en términos de rendimiento no solo económico, sino también social y medioambiental, se entiende que ésta es información relevante. Por otra parte, muchos organismos públicos e índices privados así lo recomiendan e informan puntualmente a la sociedad de estas prácticas aplicadas por las compañías. Si esta información no fuera relevante, no parece lógico que hubiera tantos organismos involucrados en el desarrollo y divulgación de estas medidas. Por otra parte, y recurriendo a las teorías señaladas en el marco teórico, tanto de la agencia como de la legitimación o de los grupos de interés, recordamos que estamos analizando empresas cotizadas, éstas no van a emplear recursos de manera sostenida en el tiempo si no creyeren que los inversores (principal), la sociedad (legitimación) o en general los distintos grupos de interés lo valoran como relevante. Por tanto ante el hecho de la aplicación sostenida de estas políticas y su publicación en el tiempo (Tabla 2, panel B) parece prudente afirmar

que la publicación de informes de RSC aumenta la transparencia de las empresas, bajo el presupuesto de que es veraz dicha información. Suponiendo, por tanto, un mayor valor para el inversor.

Por tanto, si la aplicación y publicación de las medidas de RSC supone una mayor rentabilidad y más transparencia para las empresas, se puede hablar de un valor añadido nada despreciable. Es por ello que todas las políticas encaminadas a favorecer la aplicación de estas políticas serán muy aconsejables.

6.- Bibliografía

- ARGANDOÑA, A. (2007): *Responsabilidad social y creación de valor para el accionista: ¿objetivos contrapuestos o complementarios?*, Occasional Paper, IESE.
- AUPPERLE, K.E., CARROLL, A.B. & HATFIELD, J.D. (1985): "An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability", *Academy of Management Journal*, 28 (2), 446-463.
- BALL, C. (2009): "What Is Transparency?", *Public Integrity*, 11 (4), 293-307.
- BARTH, M.E. & SCHIPPER, K. (2008): "Financial Reporting Transparency", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 23 (2), 173-190.
- BOE (2003): *Ley 26/2003, de 17 de julio, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas*.
- BONIN, G. (2003): *Die Leitung der Aktiengesellschaft zwischen Shareholder Value und Stakeholder-Interessen*, Baden-Baden.
- BURKHARDT, K. & STRAUZ, R. (2009): "Accounting Transparency and the Asset Substitution Problem", *Accounting Review*, 84 (3), 689-712.
- BUSHMAN, R.M. & SMITH, A.J. (2003): "Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 9 (1), 65-87.
- CASTELO, M. & LIMA, L. (2006): "Corporate Social Responsibility and Resource-Based Perspectives", *Journal of Business Ethics*, 69 (2), 111-132.
- CHIVITE CEBOLLA, M.P., ENCISO DE YZAGUIRRE, V., GARCÍA OSMA, B., TUA PEREDA, J. (2014): "Determinantes de la Responsabilidad Social Corporativa: la crisis y el efecto contagio" *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 81, 127-161.

- CHIVITE CEBOLLA, M.P. (2014): “Determinantes y Consecuencias de la transparencia financiera, el caso particular de la Responsabilidad Social Corporativa”, IX Premio “ASEPUC” de Tesis Doctorales, ICAC Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.
- CLARK, R. (1986): *Corporate Law*, Boston-Toronto.
- COMISIÓN EUROPEA (2001): “Green paper - Promoting a European framework for corporate social responsibility”, *Diario oficial de la Unión Europea*, 127.
- COMMITTEE OF THE REGIONS (2002): “Opinion of the Committee of the Regions on the “Green Paper on Promoting a European Framework for Corporate Social Responsibility”, *Diario oficial de la Unión Europea*, C 192, 1-5.
- CONSEJO DE LA UNIÓN EUROPEA (2003), “Council Resolution of 6 February 2003 on corporate social responsibility”, *Diario oficial de la Unión Europea*, C 039, 0003-0004.
- CRESPO RODRÍGUEZ, M. & ZAFRA JIMÉNEZ, A. (2005): *Transparencia y buen gobierno: su regulación en España*, La Ley, Las Rozas (Madrid).
- ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE, SECTION FOR EMPLOYMENT, SOCIAL AFFAIRS AND CITIZENSHIP (2006): “Opinion of the European Economic and Social Committee on the Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Economic and Social Committee — Implementing the Partnership for growth and jobs: Making Europe a pole of excellence on corporate social responsibility”, *Diario oficial de la Unión Europea*, C/ 325, 53-60.
- EEA Consultative Committee (2002): “Resolution of the EEA Consultative Committee of 26 June 2002 on governance and corporate social responsibility in a globalised world”, *Official Journal*, C 058, 0018-0023.
- EMBID, J.M. (2004): “La responsabilidad social corporativa ante el Derecho mercantil”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, 42.
- GINER INCHAUSTI, B. (1990): “Información contable y toma de decisiones”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, XX (62), 27-43.
- GRAY, S.J., MEEK, G.K. & ROBERTS, C.B. (1995): “International Capital Market Pressures and Voluntary Annual Report Disclosures by U.S. and U.K. Multinationals”, *Journal of International Financial Management & Accounting*, 6 (1), 43-68.
- GREGORY A., THARYAN, R. & WHITTAKER, J. (2014): “Corporate Social Responsibility and Firm Value: Disaggregating the Effects on Cash Flow, Risk and Growth”, *Journal of Business Ethics*, 124, 633-657.
- HOJE JPO, MARETNO A. HARJOTO (2011): “Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility”, *Journal of Business Ethics*, 103, 351-383.

- HUSSER & EVRAERT-BARDINET (2014): "The effect of social and environmental disclosure on companies' market value", *Management international*, 19 (1), 61-84.
- JENSEN, M.C. & MECKLING, W.H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- LANG, M. & MAFFETT, M. (2011): "Transparency and liquidity uncertainty in crisis periods", *Journal of Accounting and Economics*, 52 (2-3), 101-125.
- LEVITT, T. (1958): "The Dangers of Social Responsibility", *Harvard business review*, 36 (5), 41-50.
- LEVITT B.G. & MARCH, J.G. (1988): "Organizational learning", *Annual Review of Sociology*, 14, 319-340.
- MARÍN RIVES, L. & RUBIO BAÑÓN, A. (2008): "La responsabilidad social corporativa como determinante del éxito competitivo: un análisis empírico", *Revista Europea de Dirección y Economía de la empresa*, 17 (3), 27-42.
- MCGUIRE, J.B., SUNDGREN, A. & SCHNEEWEIS, T. (1988): "Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance", *Academy of Management Journal*, 31 (4), 854-872.
- MINISTERIO DE EMPLEO Y SEGURIDAD SOCIAL (2015): "La estrategia Española de Responsabilidad Social de las empresas", *Ministerio de Empleo y Seguridad Social*, Madrid.
- MITTAL, R.K., SINHA, N. & SINGH, A. (2008): "An analysis of linkage between economic value added and corporate social responsibility", *Management Decision*, 46 (9), 1437-1443.
- NAVARRO ESPIGARES, J.L. & GONZÁLEZ LÓPEZ, J.M. (2006): "Responsabilidad social corporativa y crecimiento económico", *Estudios de Economía Aplicada*, 24 (2, 1133), 723-749-27.
- OLCESE SANTONJA, A. ab alia (2011): *Creación de valor y Responsabilidad Social de la Empresa (RSE) en las empresas del Ibex 35*, Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras.
- PORTER, M.E. & KRAMER, M.R. (2006): "Strategy & Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility", *Harvard business review*, 84 (12), 78-92.
- PORTER, M.E. & KRAMER, M.R. (2011): "Creating Shared Value", *Harvard business review*, 89, (1), 62-77.
- PRADO-LORENZO, J., GALLEGO-ÁLVAREZ, I., GARCÍA-SÁNCHEZ, I. & RODRÍGUEZ-DOMÍNGUEZ, L. (2008): "Social responsibility in Spain", *Management Decision*, 46 (8), 1247-1271.
- PRICE WATERHOUSE COOPERS (2002): *Responsabilidad Social Corporativa. Tendencias empresariales en España*, Madrid, 81 y ss.
- RODRÍGUEZ GUTIÉRREZ, P., FUENTES GARCÍA, J. & SÁNCHEZ CAÑIZARES, S.M. (2013): "Transparency in social disclosure in financial institutions through Spanish CSR reports in the context of crisis", *Universia Business Review*, 38, 84-107.

- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. (2006): "Creación de valor, interés social y Responsabilidad Social Corporativa". En: Rodríguez Artigas y otros (Coords.), *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, Cizur Menor, T. II, 851-913.
- SERVAES, H. & TAMAYO, A. (2013): "The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness", *Management Science*, 59 (5), 1045-1061.
- SHAFER, W.E. (2015): "Ethical climate, social responsibility, and earnings management", *Journal of Business Ethics*, 126(1), 43-60.
- SHOCHER, A.D. & SETHI, S.P. (1974): "An approach to Incorporating Social Preferences in Developing Corporate Action Strategies". In: *The Ustable Ground: Corporate Social Policy in a Dynamic Society*, 67-80.
- VV.AA. (2004): *Las Normas de Derechos Humanos de la ONU para Empresas. Hacia la Responsabilidad Legal*, Amnesty International Publications, Londres.

