



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de León

Grado en Finanzas
Curso 2022/2023

DESEMPEÑO AMBIENTAL, SOCIAL Y DE GOBIERNO CORPORATIVO: LA
IMPORTANCIA DE LOS ACCIONISTAS MAYORITARIOS

ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND CORPORATE GOVERNANCE
PERFORMANCE: THE IMPORTANCE OF LARGEST SHAREHOLDERS

Realizado por el Alumno D. Mario Pérez Martínez

Tutelado por la Profesora Dña. Isabel Feito Ruiz

León, a 11 de julio de 2023

MODALIDAD DE DEFENSA PÚBLICA:

Tribunal

Póster

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. INTRODUCCIÓN.....	1
2. METODOLOGÍA.....	3
3. MARCO TEÓRICO	4
3.1. CONTEXTUALIZACIÓN.....	4
3.1.1. La Responsabilidad Social Corporativa	4
3.1.2. Gobierno Corporativo Sostenible	5
3.1.3. Acuerdo de París.....	5
3.1.4. Objetivos de Desarrollo Sostenible	6
3.2. FACTORES QUE INFLUYEN EN EL DESEMPEÑO AMBIENTAL, SOCIAL Y DE GOBIERNO CORPORATIVO	8
3.2.1. Desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo.....	8
3.2.1. Horizonte temporal y control de los inversores.....	8
3.2.2.-Concentración de la propiedad.....	9
3.2.3.-Tipos de propiedad	10
3.2.3.1.-Inversores institucionales	11
3.2.3.2.-Empresas familiares.	12
3.2.3.3. Empresas de propiedad estatal.....	13
3.2.3.4.-Distribución de la propiedad de las empresas cotizadas españolas.....	14
3.3.-PLANTEAMIENTO DE HIPÓTESIS	16
4.- ANÁLISIS EMPÍRICO.....	18
4.1.- BASE DE DATOS	18
4.1.1.- Recogida de información	18
4.1.2. Descripción de la muestra.....	18
4.2.- METODOLOGÍA	24
4.3.- RESULTADOS PRINCIPALES.....	26
5.- CONCLUSIONES	32

6.- REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	33
7. ANEXOS	39

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 4.1. Distribución de las empresas por Comunidad Autónoma.....	20
Tabla 4.2. Distribución de las empresas por sector.....	22
Tabla 4.3. Distribución de las empresas según sus principales propietarios (2022).....	23
Tabla 4. 4. Determinantes del desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo (I).	27
Tabla 4. 5. Determinantes del desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo (II)	28
Tabla 4. 6. Determinantes del desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo (III).....	29
Tabla 4. 7. Determinantes del resultado del ejercicio (I).....	30
Tabla 4. 8. Determinantes del resultado del ejercicio (II).....	31

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 3.1. Propietarios de las acciones españolas cotizadas en 2021 (% sobre la capitalización total a cierre de 2021).....	15
Gráfico 3.2. Evolución de la propiedad de las empresas españolas (2002-2021).	16
Gráfico 4.1. Evolución del volumen activos por años (datos en miles de millones de euros). 19	
Gráfico 4.2. Distribución de las empresas por Comunidad Autónoma.	20
Gráfico 4.3. Distribución de las empresas por sector de actividad.....	22
Gráfico 4.4. Distribución de las empresas según sus principales propietarios (2022). ..	23

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 3.1. 17 Objetivos Desarrollo Sostenible.....	7
---	---

RESUMEN

Este Trabajo Fin de Grado (TFG) tiene como objetivo analizar la influencia que tiene la propiedad de los inversores en el *performance* ambiental, social y de gobierno corporativo en la empresa, así como su influencia en el resultado financiero. Para ello, se realizará un análisis de las empresas no financieras, con sede social en España y que coticen en la Bolsa Española, para el período de 2002 a 2022.

Los resultados muestran que las empresas con un mayor porcentaje de propiedad de inversores institucionales tienen un mejor desempeño ambiental, algo que no puede demostrarse para las empresas que tienen una mayor propiedad en manos de inversores familiares.

Palabras clave: desempeño ambiental, social, gobierno corporativo, propiedad, inversor institucional, empresa familiar, *performance* financiero.

ABSTRACT

The aim of this Final Degree Project is to analyze the influence that investor ownership has on the environmental, social and corporate governance performance of the company, as well as its influence on the financial result. To do this, an analysis will be carried out for non-financial companies, with headquarters in Spain and listed on the Spanish Stock Exchange, for the period from 2002 to 2022.

The results show that companies with a higher percentage of ownership by institutional investors have a better performance, something that cannot be demonstrated for companies that have a greater percentage of ownership in the hands of family investors.

Key words: performance environmental, social, corporate governance, ownership, institutional investors, family firms, performance

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este Trabajo de Fin de Grado (TFG) es analizar la importancia que tiene la presencia de inversores institucionales (*Blackrock, Amundi, Capital Group...*) y los inversores familiares en el capital de las distintas empresas no financieras que cotizan en la bolsa española y el grado de influencia que tienen sobre el desempeño o *performance* ambiental, social y de gobierno corporativo de dichas empresas. Esta investigación se realizará para el periodo comprendido entre 2002 y 2022.

El principal mercado de valores de España es la Bolsa de Madrid, siendo el índice de referencia el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM). Esta Bolsa fue creada en 1809, aunque es en 1931 cuando comienza a funcionar, tras la aprobación de la Ley de Creación de la Bolsa de Madrid. Actualmente tiene su sede en el Palacio de la Bolsa de Madrid.

La Responsabilidad Social Corporativa y relacionado con la misma, el desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo, es un tema con una relevancia muy importante en la actualidad. Estos conceptos cobran una importancia mayor con la firma del Acuerdo de París y la publicación de la Agenda 2030 y los Objetivos de Desarrollo Sostenible contenidos en la misma.

La importancia del desarrollo sostenible de las empresas nace de la necesidad de frenar las consecuencias del cambio climático existentes a lo largo de todos los países del mundo, por lo que es de vital importancia que las empresas diseñen un plan de acción que pueda estar en la línea de la consecución de estos objetivos.

Por tanto, surge la necesidad de estudiar la relación que tienen los inversores con las decisiones que se toman en la empresa, ya que, al fin y al cabo, son estos los que pueden exigir cambios en la misma, y mediante su voto, aprobar o no las actuaciones que quieran llevarse a cabo.

En la literatura, se destaca que depende del tipo de inversor mayoritario, las empresas pueden estar presionadas en mayor o menor medida para que se comprometan con el desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo, algo que se ha estudiado sobre todo para Estados Unidos.

Pero buscando investigaciones más cercanas es algo que no se ha abordado en profundidad en la literatura, ya que las investigaciones de este tipo para países europeos

no son habituales, por lo que este TFG pretende contribuir con la literatura aportando datos acerca de la relación entre la propiedad de las empresas y su desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo. Para lo cual, en primer lugar, se realizará una contextualización de la temática que se va a estudiar, además de analizar algunos estudios previos que puedan refrendar la importancia del análisis.

Una vez expuesta la literatura previa, se pasará a explicar la muestra que se va a utilizar, así como las variables consideradas, para luego poder analizar los datos mediante varias regresiones obtenidas con el programa estadístico STATA y poder exponer los resultados obtenidos.

2. METODOLOGÍA

Para la realización de este estudio, se ha considerado la información financiera disponible en SABI y la información acerca de variables de desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo disponibles en Refinitiv Eikon, para 100 empresas no financieras y con sede en España que cotizan en la Bolsa española, para el periodo comprendido entre 2002 y 2022.

Para realizar los análisis de regresión con datos panel se utiliza el programa estadístico STATA, considerando las variables activo, ratio de deuda, resultado del ejercicio, edad, tipo de accionista mayoritario, porcentaje propiedad primer accionista, porcentaje de propiedad familiar, porcentaje de propiedad institucional, tipo de accionista predominante, puntuación ESG, puntuación ambiental, puntuación social, puntuación de gobierno corporativo.

Se realizarán varias regresiones por mínimos cuadrados ordinarios (MCO) con el fin de poder observar de la mejor forma posible la relación entre las variables, dependiendo de la regresión se considerarán varias variables dependientes que son, puntuación ESG, puntuación ambiental, puntuación social, puntuación de gobierno corporativo y resultado del ejercicio.

3. MARCO TEÓRICO

En este apartado, primero se realizará una contextualización del tema objeto de estudio, para después poder analizar los factores que influyen en el desempeño social, ambiental y de gobierno corporativo en las empresas. También se analizarán varios estudios previos que demuestran la gran importancia actual de esta temática.

3.1. CONTEXTUALIZACIÓN

Para la contextualización de este trabajo, se describirán algunos conceptos que se han considerado de gran importancia para las finanzas sostenibles, y permiten explicar que puede motivar a las empresas para fomentar la sostenibilidad frente a los objetivos financieros.

3.1.1. La Responsabilidad Social Corporativa

Los estudios previos han tratado de definir la Responsabilidad Social Corporativa (RSC). Sin embargo, no hay consenso en cuanto a dicha definición. Dahlsrud (2008) analizó 37 definiciones de la responsabilidad social corporativa, para poder definir las dimensiones que los investigadores anteriores incluían dentro de este aspecto, obteniendo cinco dimensiones principales que son: ambiental, social, económica, de *stakeholders* o grupos de poder y voluntariedad. Algunos autores enfocan esta definición solo desde la dimensión de la voluntariedad como, otras ya son más completas y contemplan todas las dimensiones como por ejemplo la propuesta por la Comisión Europea (*European Commission. Directorate-General for Employment, 2001*). Para poder ver el grado de relevancia de cada una de estas dimensiones, Dahlsrud (2008) utilizó los recuentos de frecuencia de GOOGLE de las definiciones que hacían referencia a cada una de estas dimensiones, para poder conocer su utilización relativa. La dimensión que obtuvo una puntuación menor es la ambiental, lo que se puede justificar con el estudio de (Carroll, 1999) en el que se muestra que las primeras definiciones no incluían este concepto. También concluye que a pesar de que algunas definiciones específicas no siguen una línea general en cuanto a estas dimensiones, la gran mayoría utiliza estos conceptos de forma coherente.

Faller y zu Knyphausen-Aufseß (2018) indican que la RSC se define siguiendo diferentes puntos de vista, pero su significado va convergiendo cada vez más, sobre todo, como explica también Montiel (2008), por la inclusión de un resultado final basado en el

desempeño ambiental y social de las empresas y no únicamente el basado en la rentabilidad.

Por lo que teniendo en cuenta las definiciones y estudios anteriores, una definición que puede tomarse como resumen y que es la propuesta por Kavadis y Thomsen (2023), que explica que la Responsabilidad Social Corporativa es *“un comportamiento empresarial que satisface las necesidades de las partes interesadas actuales, más allá de los intereses financieros de los accionistas actuales, y sin comprometer la capacidad de las generaciones futuras para satisfacer sus propias necesidades”*.

3.1.2. Gobierno Corporativo Sostenible

Diferenciar entre un gobierno corporativo y un gobierno corporativo sostenible puede ser de gran relevancia a la hora de estudiar el desempeño social y ambiental de la empresa. El gobierno corporativo se refiere a los procesos, costumbres, políticas, leyes e instituciones que dirigen y administran la forma en que actúan las empresas y controlan sus operaciones. Por su parte, el gobierno corporativo sostenible, además de lo anterior, impulsa la consecución de logros ambientales y sociales, como por ejemplo los reflejados en los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de la ONU. Mayer (2019) indica que además de llevar a cabo prácticas sostenibles, el gobierno corporativo sostenible debe conseguir una viabilidad financiera para la empresa, ya que, si no se consigue su supervivencia a largo plazo no estaría asegurada.

3.1.3. Acuerdo de París

El 12 de diciembre de 2015 en la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático (COP21) celebrada en París, se produce un hecho muy importante para las finanzas sostenibles, la firma del Acuerdo de París.

Como indica Fernández-Reyes (2016) la muestra de que el cambio climático es un asunto internacional muy importante es que, a dicha cumbre acudieron 150 jefes de Estado, además de que 188 países presentaron diferentes propuestas para aumentar la sostenibilidad.

Este acuerdo surge debido a las grandes consecuencias del cambio climático que están asolando el planeta, por lo que, en él, todos los países se comprometen a reducir sus emisiones de carbono y colaborar entre ellos para mitigar el impacto del cambio. Además, también obliga a que los países aumenten progresivamente sus compromisos con el tiempo.

Los principales objetivos de este tratado internacional están descritas en el documento publicado por las Naciones Unidas (Naciones Unidas, 2015), y son los siguientes:

- Mantener el aumento de la temperatura media mundial muy por debajo de 2 °C con respecto a los niveles preindustriales, y proseguir los esfuerzos para limitar ese aumento de la temperatura a 1,5 °C con respecto a los niveles preindustriales, reconociendo que ello reduciría considerablemente los riesgos y los efectos del cambio climático
- Aumentar la capacidad de adaptación a los efectos adversos del cambio climático y promover la resiliencia al clima y un desarrollo con bajas emisiones de gases de efecto invernadero, de un modo que no comprometa la producción de alimentos
- Situar los flujos financieros en un nivel compatible con una trayectoria que conduzca a un desarrollo resiliente al clima y con bajas emisiones de gases de efecto invernadero

Este acuerdo se llevará a cabo en ciclos de cinco años, en los que los países deben ir llevando a cabo actuaciones cada vez más importantes en el camino de la sostenibilidad, por lo que se solicitará a los países que envíen en cada uno de estos periodos un plan nacional actualizado conocido como Contribución Determinada a Nivel Nacional (CDN).

El Acuerdo de París se culminó en la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático (COP24) de Katowice, Polonia, en diciembre de 2018, donde se acordaron los detalles operativos para implementar dicho acuerdo. Por tanto, se prevé que en 2023 se lleve a cabo el primer balance mundial donde se evaluarán los avances que se han producido para alcanzar los objetivos del Acuerdo de París (Naciones Unidas, s. f.).

3.1.4. Objetivos de Desarrollo Sostenible

Junto con el Acuerdo de París, en 2015, como continuación de los Objetivos de Desarrollo del Milenio, las Naciones Unidas adoptaron los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) incluidos en la Agenda 2030. Este acuerdo fue apoyado por 193 naciones, convirtiéndose en la agenda de acción más amplia y ambiciosa jamás aprobada por la comunidad internacional.

Estos ODS son 17 agendas que cubren 169 metas aplicables en todos los países y lugares del mundo, teniendo como características principales la búsqueda de la sostenibilidad ambiental y la seguridad económica.

En la figura 3.1. se muestran de manera gráfica en que consiste cada uno de los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible.

Figura 3.1. 17 Objetivos Desarrollo Sostenible.



Fuente: Naciones Unidas.

Estos Objetivos buscan involucrar a toda la sociedad para “luchar contra la pobreza extrema, integran y equilibran tres dimensiones esenciales del desarrollo sostenible como son la económica, la social y la ambiental, proporcionando una valiosa hoja de ruta para articular la formulación de políticas mundiales” (Gil, 2018).

En relación con la sostenibilidad ambiental están los objetivos 6, 7, 12, 13, 14 y 15, más concretamente con el agua limpia y el saneamiento, la energía limpia y asequible, el consumo sostenible de los recursos naturales, el cambio climático, la vida bajo el agua y en los ecosistemas terrestres, la detención de la pérdida de biodiversidad y la lucha contra la degradación de la tierra y la desertificación. La previsión de estos objetivos según (Arora y Mishra, 2019) no es muy buena, ya que están muy rezagados y será muy difícil que se cumplan en el periodo de tiempo establecido.

3.2. FACTORES QUE INFLUYEN EN EL DESEMPEÑO AMBIENTAL, SOCIAL Y DE GOBIERNO CORPORATIVO

3.2.1. Desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo

Los factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) actualmente están cobrando una elevada importancia y comprende todos aquellos conceptos necesarios para satisfacer las expectativas de la sociedad.

El desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo es una forma de cuantificar la Responsabilidad Social Corporativa, ya que esta no es una variable y, por tanto, no se puede cuantificar (van Beurden y Gössling, 2008).

El desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo está influido por diversos factores entre los que destacan: (i) el horizonte temporal y control de los inversores, (ii) la concentración de la propiedad y (iii) el tipo de inversor. A continuación, se ampliará cada uno de estos aspectos.

3.2.1. Horizonte temporal y control de los inversores

El horizonte temporal, puede definirse como el periodo de tiempo asociado con los comportamientos de toma de decisiones de la empresa, lo que dicho de otro modo son *“las expectativas ex ante sobre la duración del tiempo durante el cual las inversiones potenciales de la empresa generarán rendimientos productivos”*(Reilly et al., 2016).

Para Kavadis y Thomsen (2023) este concepto, relacionado con la propiedad corporativa es difícil de medir, por lo que en la mayoría de los casos indica que se suele observar el período de tenencia esperado o promedio considerado como una medida empírica operativa. Además, explica que una de las características que deben tener los inversores para que su influencia en el desarrollo de la RSC de las empresas es que su inversión este prevista para el largo plazo, aunque esta característica no es suficiente, ya que está influida en gran medida por otros aspectos psicológicos.

Como los estudios anteriores han determinado que el horizonte temporal a largo plazo no es determinante, esta característica debe de ir acompañada del control por parte del inversor (Villalonga, 2018) es decir, los propietarios deben estar motivados para actuar de forma sostenible y beneficiando, en la medida de lo posible, a la sociedad y no únicamente comportarse de una manera individualista y oportunista.

Para explicar esto, Donaldson y Davis (1991) plantean la teoría del servidor o por su término en inglés “*stewardship theory*” en la que explican, basándose en la psicología y la sociología, que existen una serie de supuestos en los que los directivos están más motivados para actuar de forma acorde con los intereses de sus inversores. Esta teoría según García Martí (2004) asume que las conductas de tipo colectivista orientadas a favor de la empresa son percibidas tanto por el inversor como por el directivo, dotadas de una mayor utilidad que las actuaciones de carácter oportunista, lo que no indica que los directivos no tengan metas individuales, sino que consideran que la mejor forma de lograrlas es consiguiendo los objetivos de los inversores y la empresa. En este caso, objetivos están relacionados con mejoras de la *performance* social y ambiental de la institución.

Roe (2022) explica que la tendencia de inversión en el corto plazo (lo que se puede considerarse especulación), no es el origen de los problemas sociales y ambientales en los que está inmersa la sociedad actualmente, aunque sí los agrava, por lo que únicamente fomentar que se alarguen los periodos de inversión no solucionaría esta problemática actual. Por lo tanto, defiende la hipótesis, de que, no todos los propietarios a largo plazo actúan de manera responsable (en cuestiones ambientales, sociales y de gobierno corporativo), aunque, si es cierto que tienen mayores incentivos para hacerlo que los inversores a corto plazo. Un ejemplo representativo de esta hipótesis es la propiedad pasiva de los fondos indexados, ya que esta no se puede considerar responsable, pero puede ser a largo plazo si la composición del índice varía de forma muy escasa a lo largo del tiempo.

Courteau et al. (2017) en su estudio destacan la gran importancia de los accionistas de control, ya que estos pueden conseguir que la empresa se comporte de una manera responsable y sostenible. Estos accionistas de control tendrán incentivos para controlar a los directivos, dado su elevado porcentaje de propiedad en la entidad por lo que estarán dispuestos a incurrir en costes de agencia si fuera necesario. Esto suele suceder en empresas donde la dirección y el control están separados.

3.2.2.-Concentración de la propiedad

La concentración de la propiedad del capital muestra qué porcentaje de la empresa poseen los mayores accionistas, independientemente del tipo que sean.

Thomsen y Pedersen (2000) indican que es de esperar que los grandes propietarios que han invertido una elevada cantidad de dinero en una empresa concreta muestren una mayor preocupación para que dicha empresa sea exitosa a largo plazo y, por ello, pueden tener una mayor capacidad para promover las acciones que les permitan alcanzar sus objetivos, por lo que la mayor participación en la empresa de este tipo de inversores, provoca que generalmente su principal objetivo es asegurar la supervivencia de la empresa, evitando así la quiebra de la misma. Por tanto, estos inversores son más reacios al riesgo y este tipo de propiedad se asocia con horizontes temporales de inversión a largo plazo.

En algunos casos esta concentración de la propiedad de la empresa puede generar problemas de gestión entre accionistas mayoritarios y minoritarios, lo que se conoce como conflictos de agencia tipo II. Este tipo de conflicto surge porque los intereses de los accionistas dominantes difieren de los de los accionistas minoritarios, lo que perjudica enormemente a este tipo de accionistas (Villalonga y Amit, 2006).

En estos casos, los accionistas mayoritarios pueden llevar a cabo acciones, por ejemplo, para reducir el riesgo o para mejorar del desempeño ambiental, social o de gobierno corporativo, lo que puede perjudicar a los accionistas minoritarios e incluso llegar a “expulsarlos” de la empresa (Nurim et al., 2017).

Stein (1989) en su investigación explica que los inversores que poseen un bajo porcentaje de propiedad en una empresa, suelen estar sometidos a unas mayores asimetrías de la información, por lo que este tipo de inversor suele tener un horizonte temporal de más corto plazo que los grandes inversores, además casi la única forma en la que pueden valorar sus inversiones es analizando el rendimiento financiero que este generando, o se espere que genere la empresa. Por tanto, se asume que la propiedad dispersa con una visión en el corto plazo es difícil que contribuya en gran medida a que la empresas se centre en el desempeño social y ambiental, sino que su principal objetivo sea alcanzar las esperanzas financieras de este tipo de inversor.

3.2.3.-Tipos de propiedad

Además de la concentración de la propiedad, el tipo de inversor puede ser un factor a tener en cuenta, ya que las empresas pueden ser propiedad de diferentes tipos de accionistas, lo que indica la heterogeneidad de la propiedad (Connelly et al., 2010).

Según Federo et al. (2020) los inversores se pueden clasificar en: (i) inversores institucionales; (ii) individuos o familias; (iii) administraciones públicas o propiedad estatal; (iv) empresas no financieras, (v) empresarios individuales y (vi) empresas de capital de riesgo.

La clasificación según el tipo de inversor, se basa en que cada tipo de propietarios tiene unas características diferentes, lo que provoca que estos sean identificables en distintos grupos dependiendo de sus valores, responsabilidades y comportamiento estratégico (Miller et al., 2011), por lo que, esto afecta al *performance* tanto de una manera directa, provocando cambios en la preferencia por lograr objetivos sociales y ambientales como de una manera indirecta afectando al horizonte temporal, que como se ha explicado anteriormente, influye en la sostenibilidad de la empresa.

Aunque se consideren todos los tipos de propiedad que han sido objeto de estudio, los tres tipos de propiedad mayoritarios y mutuamente excluyentes, que se han considerado como más importantes por la mayor parte de las investigaciones, por ejemplo (Boyd y Solarino, 2016; Kavadis y Thomsen, 2023) son: (i) inversores institucionales; (ii) empresas familiares; (iii) empresas de propiedad estatal.

3.2.3.1.-Inversores institucionales

Los inversores institucionales son un tipo de inversor que gestionan enormes cantidades de dinero en nombre de sus clientes, por lo que deben defender el interés de los mismos, además de obtener un aumento de valor para sus accionistas. Para asegurar ambos objetivos a la hora de invertir deben realizar una buena diversificación del riesgo (Bogle, 2018).

Los estudios previos como por ejemplo (Johnson et al., 2010) realizan una distinción entre los diferentes tipos de inversores institucionales, clasificándolos en, sensibles a la presión, es decir aquellos que tienen relaciones comerciales con la empresa en la que han invertido, lo que crea conflictos de interés. Esto se debe a que la gerencia de la empresa puede presionar a este tipo de inversores penalizándolos en sus relaciones comerciales en el caso que estos intenten tener iniciativas que estén en contra de los intereses del consejo de administración (David et al., 1998), provocando que este tipo de inversor institucional tenga una baja relevancia en cuanto a la consecución de objetivos ambientales, sociales y de gobierno corporativo. Por otro lado, están los inversores institucionales resistentes a la presión,

estos inversores son aquellos que carecen de otro tipo de relaciones comerciales con las empresas de las cuales poseen acciones, por lo que los conflictos de intereses entre ambos suelen ser prácticamente inexistentes, lo que provoca que sus actuaciones puedan encaminarse a la mejora del desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo.

Teniendo en cuenta esta clasificación, en estudios más recientes se ha comprobado que los inversores institucionales extranjeros suelen provocar un efecto positivo mayor en las empresas en las que invierten, ya que tienen menos probabilidades de mantener relaciones comerciales secundarias con dichas empresas, que los inversores nacionales, porque estos, aunque no tengan la relación comercial en ese momento, es probable que puedan desarrollar alguna relación adicional en un futuro (Döring et al., 2021).

Como indica DesJardine y Durand (2020) los inversores institucionales también tienen diferentes horizontes temporales de inversión dependiendo del tipo, por ejemplo, los bancos, compañías de seguros o fondos de pensiones, suelen tener horizontes temporales de inversión a largo plazo, en contraposición con los fondos de cobertura, cuyo horizonte temporal es a corto plazo y sus inversiones en la mayoría de las ocasiones se basan en la especulación.

En la literatura se puede apreciar una distinción entre inversores institucionales, como los fondos de pensiones y los fondos mutuos sin relaciones comerciales con las empresas en las que invierten, y los inversores institucionales, como los bancos y las compañías de seguros, que tienen determinadas relaciones comerciales por lo que es menos probable que vendan sus acciones o participen de forma activa (Boyd y Solarino, 2016).

Teniendo en cuenta todos los tipos de inversores institucionales, los estudios recientes indican que su influencia en el desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo es positiva, como por ejemplo indica Nofsinger et al. (2019), que además explica que en la actualidad este tipo de inversor está aumentando su interés en la Responsabilidad Social Corporativa e incluso plantea la incorporación de factores de ambientales o sociales en sus procesos de selección de inversión.

3.2.3.2.-Empresas familiares.

La mayor parte de la literatura indica que la propiedad familiar tiene un horizonte de inversión en el largo plazo, lo que se atribuye a la renuncia del rendimiento financiero

inmediato en favor de la sostenibilidad de las empresa en el tiempo (Zellweger et al., 2013).

Shi et al. (2022) indican que esta afirmación se basa en el argumento de la riqueza socioemocional o por su término en inglés “*socioemotional wealth (SEW)*”.

Gómez-Mejía et al. (2007) definen el concepto de la riqueza socioemocional, y en su estudio explica que los inversores familiares buscarán mantener el control sobre las empresas en las que han invertido, pero a la vez que estas buscan un beneficio financiero, también intentarán promover otros valores como el sentimiento de pertenencia o la intención de perpetuar los valores familiares a través del negocio, para conservar el capital de la empresa dentro del núcleo familiar a lo largo del tiempo, lo que en ocasiones puede generar un conflicto de agencia tipo II (Purkayastha et al., 2022).

En relación con el desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo, los estudios previos no llegan a un consenso, por lo que no se demuestra una relación positiva con el mismo y en algunos casos como concluye Kellermanns et al. (2012), las propiedad familiar en las empresas perjudica al desempeño de la misma, ya que los propietarios persiguen en primer lugar sus intereses personales.

3.2.3.3. Empresas de propiedad estatal

Los estudios previos consideran que la propiedad estatal suele estar motivada en parte por objetivos políticos o sociales que pueden estar en discordancia con la maximización de la rentabilidad financiera de la empresa, provocando una reducción del valor para el accionista, aunque esto suele provocar un beneficio para la sociedad, aunque esto puede variar mucho de unos países a otros, dependiendo del tipo de gobierno existente (Bruton et al., 2015).

En algunas ocasiones esta propiedad puede utilizarse para conseguir intereses sociales como puede ser el mantenimiento del empleo, la seguridad nacional o asegurar el crecimiento a largo plazo, pero en otros casos podía utilizarse con el objetivo de obtener rentas políticas por parte del partido que se encuentre en el poder, algo que como indican Castañer et al. (2022) suele suceder sobre todo en países con sistemas institucionales débiles, donde puede ser de esperar que esta propiedad estatal se utilice solamente para obtener dichos beneficios políticos o incluso personales, por parte las personas que se encuentran en cargos de poder.

Lim (2021) indica que también es relevante tener en cuenta que la propiedad estatal puede llegar a generar conflictos de intereses, al ser la misma entidad la propietaria y la encargada de legislar, por ejemplo, acerca de la actividad de la empresa.

Los fondos soberanos de riqueza (*SWF*) conocidos por su término en inglés “*Sovereign Wealth Fund*”, se incluyen en la propiedad estatal. Los *SWF* son fondos de inversión estatal que invierte en activos tanto reales como financieros, que incluyen acciones, bonos, bienes inmuebles, metales preciosos y clases de activos alternativos en cumplimiento de las prioridades estratégicas a largo plazo de su país de origen.

Este tipo de propiedad, se suele relacionar con horizontes temporales de inversión a largo plazo, ya que el principal objetivo de estos propietarios no es el beneficio financiero (Faccio et al., 2006).

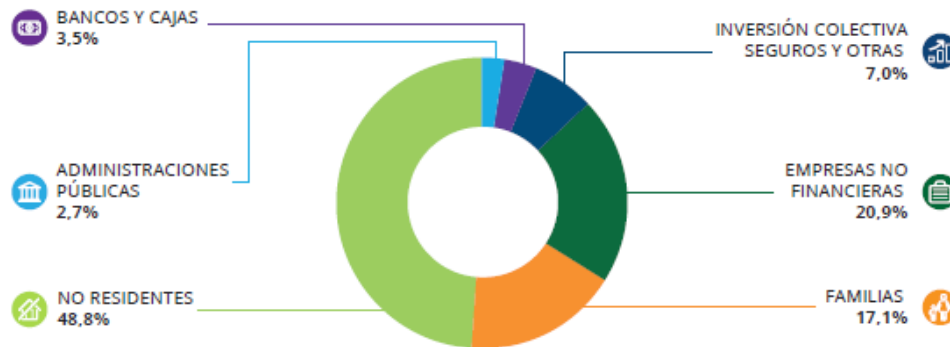
Chen et al. (2022) indican que a pesar de la importancia de la propiedad estatal y en concreto de los *SWF*, su impacto en el desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo no está del todo demostrado, ya que algunos investigadores como Dewenter et al. (2010) demuestran que existe una relación inversa entre la propiedad por parte de inversores estatales y el valor de las acciones de una empresa. Otras investigaciones como la de Kotter y Leal (2011) muestra que el efecto de la propiedad estatal es similar al provocado por inversores institucionales pasivos.

Por otro lado, Fernandes (2014) demuestra que estos inversores tienen un horizonte temporal de largo plazo y proporcionan a la empresa una fuerte y estable financiación lo que provoca un efecto positivo en el desempeño social, ambiental y de gobierno corporativo en la empresa.

3.2.3.4.-Distribución de la propiedad de las empresas cotizadas españolas

Según los datos del Servicio de Estudios de Bolsas y Mercados Españoles (BME) en su informe (BME, 2022), la propiedad de las empresas cotizadas españolas está dominada, principalmente, por inversores extranjeros, cuya participación alcanza prácticamente el 50% en 2021, algo que puede observarse en el gráfico 3.1.

Gráfico 3.1. Propietarios de las acciones españolas cotizadas en 2021 (% sobre la capitalización total a cierre de 2021).



Fuente: Servicio de Estudios de BME.

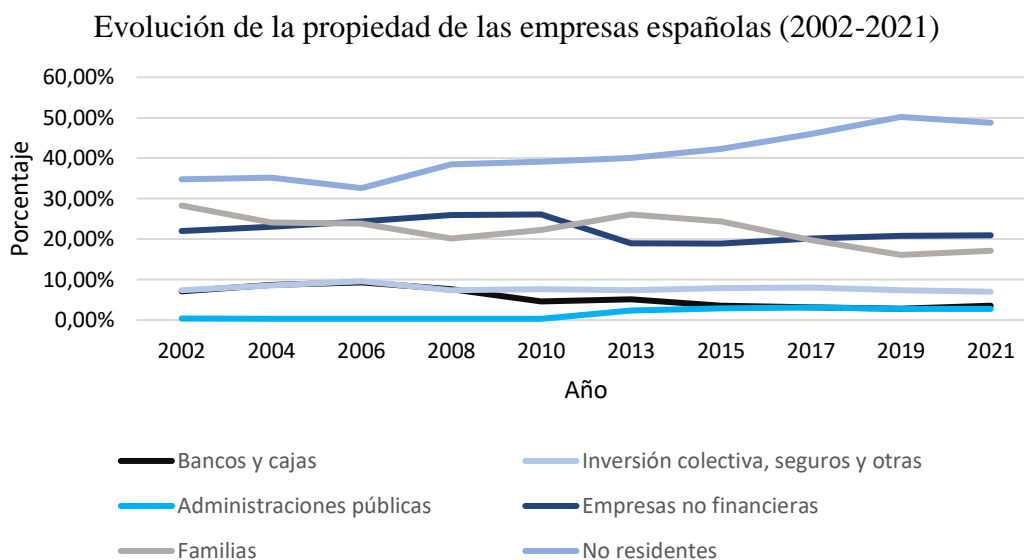
Esta propiedad ha sido significativa durante un gran periodo de tiempo, pero es a partir de 2007 con la crisis financiera, cuando más ha aumentado esta propiedad. Cabe destacar que la mayoría de los inversores extranjeros son inversores institucionales, tales como *Blackrock*, *Norger Bank*, *Vanguard*...

Cabe destacar la creciente importancia de la inversión de los fondos soberanos, ya que en el último año su inversión superó los 2.800 millones de euros, cifras muy alejadas de las que venían siendo habituales los últimos años, lo que indica el atractivo creciente de las empresas españolas.

Este informe también indica la importancia de los inversores familiares para estas empresas cotizadas. Estos inversores a lo largo de los años han tenido una propiedad muy relevante, por ejemplo, en 2002 con casi un 30% de la propiedad total. A pesar de esto, en los últimos cinco años, esta tendencia de gran inversión por parte de las familias se vio mermada hasta alcanzar el mínimo en 2019 con tan solo un 16,1% de la propiedad.

Como resumen de lo anterior se muestra un gráfico con la evolución de la propiedad de las empresas cotizadas españolas de los últimos 20 años con información disponible (2002 – 2021).

Gráfico 3.2. Evolución de la propiedad de las empresas españolas (2002-2021).



Fuente: elaboración propia a partir de datos de BME.

3.3.-PLANTEAMIENTO DE HIPÓTESIS

En este apartado se analizarán algunos estudios previos, que han analizado la importancia de los inversores institucionales en distintos países del mundo.

Dyck et al. (2019) en su estudio analizan los beneficios o costes financieros que se generan al aumentar el desempeño ambiental y social en empresas de 45 países y si esta depende de la parte de capital controlado por accionistas institucionales, teniendo en cuenta si esta propiedad es extranjera o nacional.

Se concluye que las empresas con una mayor propiedad institucional presionan más para aumentar el desempeño ambiental y social, o lo que es lo mismo, se demuestra una relación positiva entre ambas variables. En concreto, las empresas cuya propiedad está en manos de inversores institucionales con origen en países europeos obtienen unos resultados más elevados con respecto al desempeño social y ambiental.

En relación a esta afirmación, otra parte importante en este estudio es la diferenciación entre la procedencia de los inversores, ya que, si estos provienen de unos países con unas normas más fuertes en torno al desempeño ambiental y social, exigen más a las empresas de su territorio, además llevan estas presiones a las empresas que poseen en otros países.

Para dar robustez a los resultados, realizan un experimento para comprobar las conclusiones obtenidas, es decir utilizan un evento inesperado como un *shock* exógeno para comprobar si la propiedad institucional realmente es importante, esperando que las

empresas con una mayor propiedad institucional en el momento del desastre muestren posteriormente niveles de desempeño ambiental más altos, en este caso el acontecimiento elegido es el derrame de petróleo de *BP Deepwater Horizon* del 24 de mayo de 2010. Una vez realizado el análisis de nuevo vuelven a comprobar la validez de los resultados anteriores y plantean algunas motivaciones financieras para mejorar el desempeño ambiental y social y la mejorara de los beneficios a largo plazo frente a los de corto plazo.

Otro artículo relevante es el publicado por Wang y Sun (2022), que analiza las empresas estadounidenses, destaca como hacen también Ryou et al. (2022) que las partes de la empresa (clientes, empleados y proveedores) son cada vez más conscientes de la responsabilidad social corporativa (RSC).

Demuestran que la propiedad institucional estable, favorece la mejora del *performance* ambiental, social y de gobierno corporativo, ya que estos inversores pueden presionar a los directivos para lograr objetivos a largo plazo y la mejora del valor de la compañía, no como los inversores a corto plazo, ya que estos en su mayoría buscan beneficios en el corto plazo.

También, dentro de los inversores institucionales destacan que los bancos o compañías de seguros pueden influir más en este tipo de políticas, que las sociedades de inversión, ya que este último tipo de empresas, por la elevada competencia, necesitan resultados positivos a corto plazo y las anteriores suelen invertir en empresas más seguras en el tiempo. Por lo tanto, concluyen que los inversores institucionales estables y sin presiones económicas en el corto plazo son los que más influyen en la mejora del RSC de las empresas.

Estos estudios, junto con la literatura citada anteriormente, demuestran la importancia de analizar el desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo en relación con los diferentes tipos de propiedad en las empresas, ya que como han demostrado, la propiedad influye en el desempeño de las mismas. Por este motivo, se han planteado las siguientes hipótesis:

Hipótesis 1 (H₁): “Las empresas con accionistas institucionales tendrán mayor desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo”

Hipótesis 2 (H₂): “Las empresas con accionistas familiares tendrán mayor desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo”

4.- ANÁLISIS EMPÍRICO

En este apartado, en primer lugar, se indicará cual es la muestra que se ha considerado, así como el periodo de tiempo de la misma, después se realizara un breve análisis de la misma para poder caracterizarla.

En último lugar, se estiman diferentes regresiones con el fin de poder comprobar la influencia de la propiedad en el resultado y en desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo de las empresas.

4.1.- BASE DE DATOS

4.1.1.- Recogida de información

La muestra consiste en las empresas que cotizan en la bolsa española y que Bolsas y Mercados Españoles (BME) publican en su página web, excluyendo los bancos y las empresas financieras, además de las empresas cuya sede social se encuentre fuera de España.

De las 120 empresas publicadas por BME, que cotizan en la bolsa española, se excluyen 7 empresas al estar su sede en una ciudad no española y 13 empresas al ser estas bancos o empresas financieras. Por lo tanto, la muestra final que se ha considerado está formada por 100 empresas, es decir, las empresas no financieras y con sede en España que cotizan en la bolsa española. Estas empresas pueden consultarse en el ANEXO 1.

Este estudio se realizará para los últimos 21 años con datos disponibles, el periodo comprendido entre 2002 y 2022.

El primer año de la muestra es 2002, ya que es el año en el que se comienzan los cambios en el gobierno corporativo en los distintos países, tras la aprobación en Estados Unidos de la *Sarbanes Oxley Act*.

Para la obtención de los datos de estas empresas se han utilizado dos bases de datos:

- El Sistema de Análisis de los Balances Ibéricos (SABI) para obtener los datos de las variables financieras.
- Refinitiv Eikon para obtener los datos de las variables ESG.

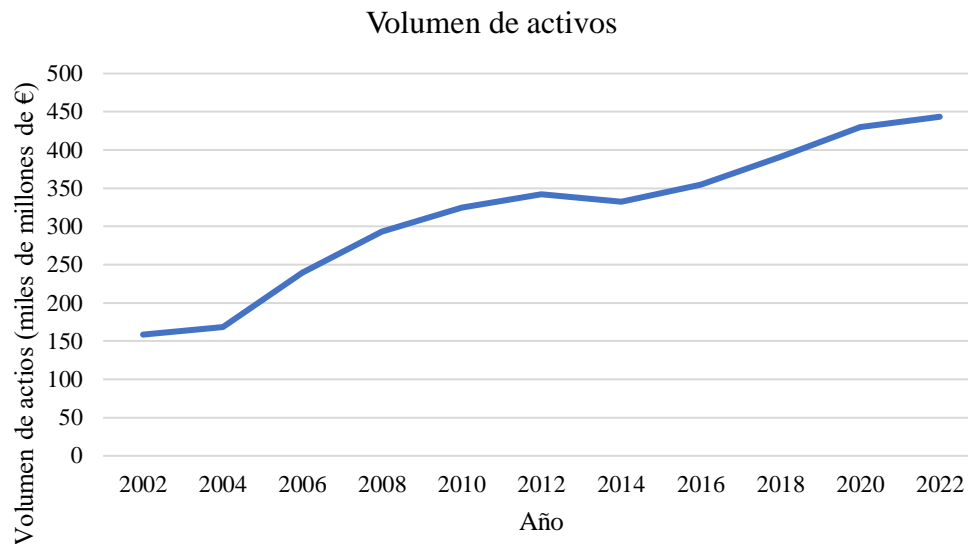
4.1.2. Descripción de la muestra

Antes de comenzar con el análisis empírico, en este apartado se mostrará la evolución que han tenido estas empresas a lo largo de los años mostrando la evolución de sus activos.

También se dará una visión general de las empresas, clasificándolas según la Comunidad Autónoma en la que tienen su sede, el sector al que pertenecen y el tipo de propietario.

En el gráfico 4.1. se muestra la evolución del volumen de activos desde 2002 hasta 2022.

Gráfico 4.1. Evolución del volumen activos por años (datos en miles de millones de euros).



Fuente: elaboración propia.

Se puede observar la clara tendencia creciente del volumen de activos, lo que muestra el gran desarrollo de las empresas de la bolsa española en este periodo de tiempo.

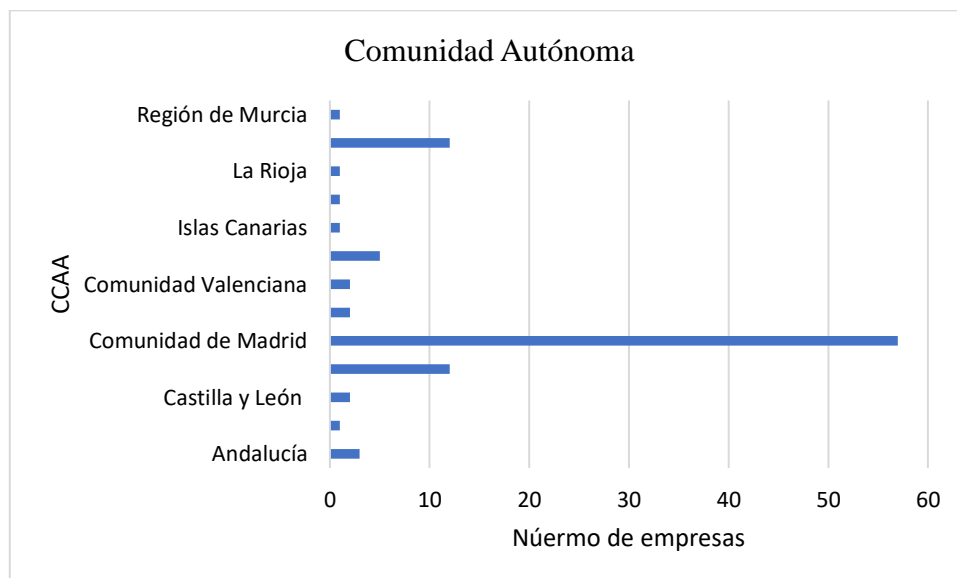
En la tabla 4.1. se realiza una clasificación de las empresas dependiendo la Comunidad Autónoma en la que estén establecidas, estos resultados también se presentan de manera gráfica en el gráfico 4.2.

Tabla 4.1. Distribución de las empresas por Comunidad Autónoma.

Comunidad Autónoma (CCAA)	Nº empresas	Porcentaje
Andalucía	3	3,00%
Asturias	1	1,00%
Castilla y León	2	2,00%
Cataluña	12	12,00%
Comunidad de Madrid	57	57,00%
Comunidad Foral de Navarra	2	2,00%
Comunidad Valenciana	2	2,00%
Galicia	5	5,00%
Islas Canarias	1	1,00%
Islas Baleares	1	1,00%
La Rioja	1	1,00%
País Vasco	12	12,00%
Región de Murcia	1	1,00%
TOTAL	100	100,00%

Fuente: elaboración propia.

Gráfico 4.2. Distribución de las empresas por Comunidad Autónoma.



Fuente: elaboración propia.

Cabe destacar el gran número de empresas que se encuentran establecidas en la Comunidad de Madrid, un dato que podría ser esperado, al encontrarse en dicha comunidad la capital del país, y, por tanto, ser una ciudad muy conectada internacionalmente, algo muy atractivo para las empresas. A esta comunidad, también con

un número relevante, la siguen Cataluña y el País Vasco, que puede ser debido a ser zonas con una gran industria y turismo.

A continuación, se agrupan las empresas de la muestra dependiendo del sector de actividad en el que se encuentran adscritas, esta clasificación se realiza teniendo en cuenta la clasificación de los códigos “*Standard Industrial Classification*” (SIC) de actividades. Cada empresa toma 4 dígitos, siendo los 2 primeros los que representan la actividad genérica y los 2 últimos la especifican.

Se puede hacer una clasificación general teniendo en cuenta los dos primeros dígitos que es la siguiente:

- Agricultura, silvicultura, ganadería y pesca (del 01 al 09).
- Minería (del 10 al 14).
- Construcción y contratistas (del 15 al 17).
- Fabricantes (del 20 al 39).
- Transportes, comunicaciones y servicios públicos (del 40 al 49).
- Mayoristas (del 50 al 51).
- Detallistas (del 52 al 59).
- Finanzas, seguros y bienes raíces (del 60 al 67).
- Servicios (del 70 al 89).
- Organismos Oficiales (del 91 al 97).
- Varios (99).

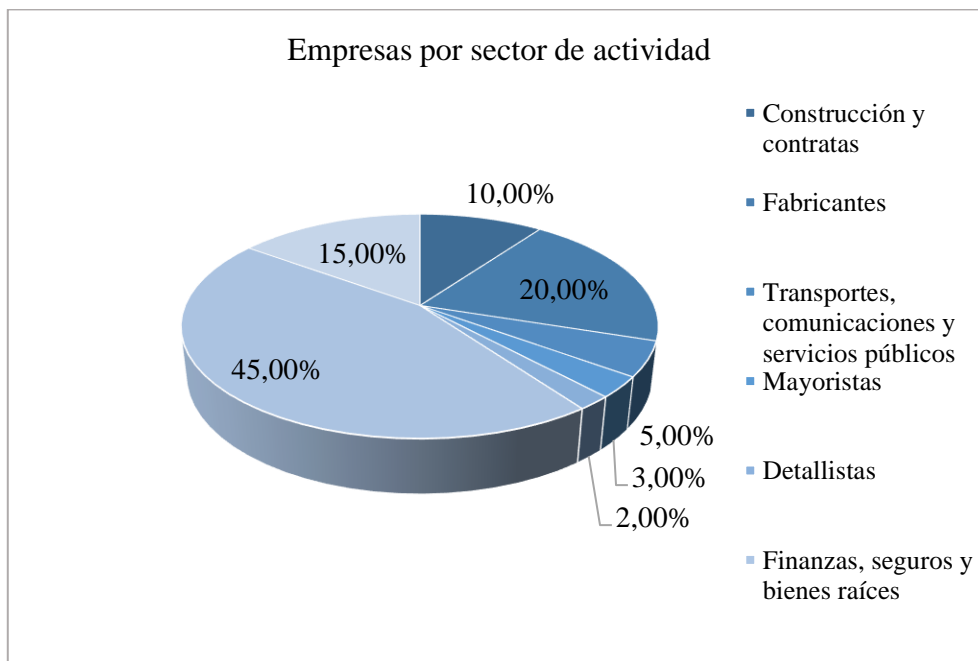
Teniendo en cuenta esta clasificación, la muestra se distribuye de la manera mostrada en la tabla 4.2. y de manera gráfica en el gráfico 4.3.

Tabla 4.2. Distribución de las empresas por sector.

Sector de actividad	Nº de empresas	Porcentaje
Construcción y contratas	10	10%
Fabricantes	20	20%
Transportes, comunicaciones y servicios públicos	5	5%
Mayoristas	3	3%
Detallistas	2	2%
Finanzas, seguros y bienes raíces	45	45%
Servicios	15	15%
TOTAL	100	100%

Fuente: elaboración propia.

Gráfico 4.3. Distribución de las empresas por sector de actividad.



Fuente: elaboración propia.

Es llamativo la no existencia de ninguna empresa ubicada en el grupo 1 de “agricultura, silvicultura, ganadería y pesca”, lo que puede deberse al pequeño tamaño de las explotaciones españolas. También cabe destacar el elevado número de empresas contenidas en el grupo “finanzas, seguros y bienes raíces”, a pesar de haber eliminado las empresas financieras, por lo que, al investigar más a fondo, esto se debe a que la

clasificación incluye a estas grandes empresas (o grupos empresariales) dentro del apartado 67 “sociedades de cartera (holdings)” lo que explica estos resultados.

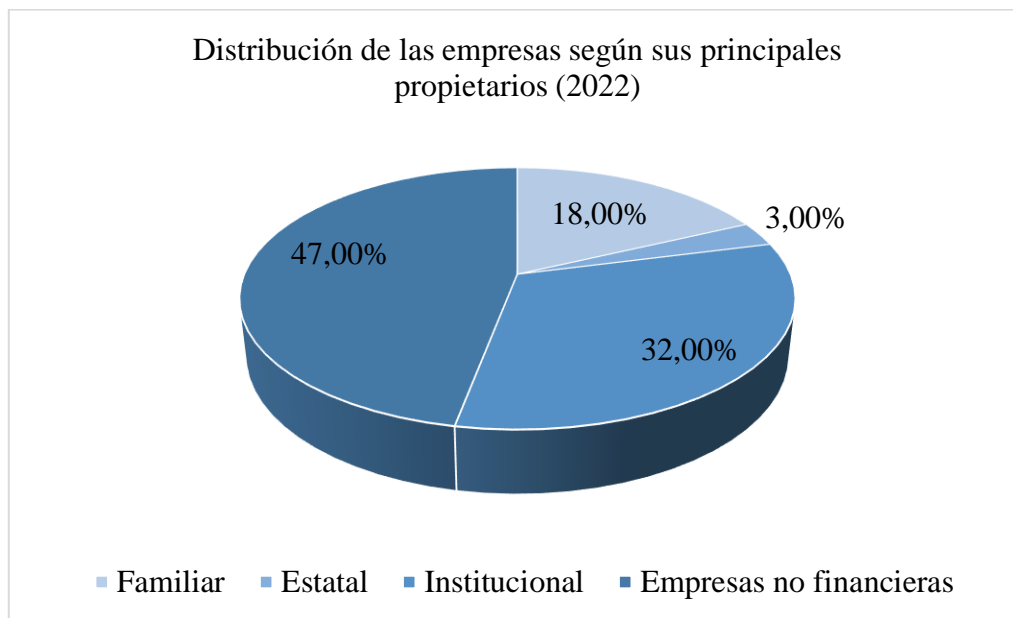
Por último, se realiza una clasificación de las empresas dependiendo de su mayor propietario en 2022, que puede apreciarse en la tabla 4.3. y en el gráfico 4.4.

Tabla 4.3. Distribución de las empresas según sus principales propietarios (2022).

Tipo de propiedad	Nº de empresas	Porcentaje
Familiar	18	18,00%
Estatal	3	3,00%
Institucional	32	32,00%
Empresas no financieras	47	47,00%
TOTAL	100	100,00%

Fuente: elaboración propia.

Gráfico 4.4. Distribución de las empresas según sus principales propietarios (2022).



Fuente: elaboración propia.

Las empresas no financieras con prácticamente la mitad de la propiedad de las empresas españolas cotizadas no financieras, es el tipo de inversor que predomina en la bolsa española, aunque cabe destacar también el gran peso que tienen los inversores institucionales con un tercio de la propiedad total.

4.2.- METODOLOGÍA

Para la realización de los análisis se ha utilizado el método de regresión múltiple con datos panel.

La regresión múltiple es una técnica mediante la cual se trata de determinar si existe o no una relación de dependencia entre dos o más variables. Es decir, se utilizan dos o más variables independientes para tratar de estimar los valores, de una o más variables dependientes.

La expresión utilizada es la siguiente:

$$Y_{ij} = \beta_0 + \beta_1 X_{ij} + \beta_2 X_{ij} + \dots + \beta_i X_{ij}$$

Donde:

- Y es el valor estimado de la variable dependiente.
- β son los coeficientes que acompañan a los diferentes valores que toman las variables independientes y determinan la proporción en la que la dependiente. Dependiendo del signo de estos coeficientes se explicará la relación entre la dependiente y las independientes:
 - Si el signo es positivo, se indica una relación directa entre las variables.
 - Si el signo es negativo, se indica una relación inversa entre las variables.

Para la realización de los análisis se ha decidido utilizar el programa estadístico STATA, realizando una estimación por Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO).

A continuación, se procede a explicar las variables que se han considerado para realizar los diferentes análisis. Entre paréntesis se muestran las abreviaturas utilizadas para denominar a cada variable y que se presentarán en las tablas de resultados.

- Activo total (Activo): es cualquier bien o derecho que es propiedad de una empresa o de un individuo, especialmente si tiene valor material que permite pagar deudas.
- Ratio de deuda (R_deuda): es el resultado de dividir la deuda total entre el activo total.
- Resultado del ejercicio (R_ejer): es la ganancia o la pérdida que una empresa ha obtenido al final de un ejercicio económico. Se emplea la variable en logaritmo.

- Edad (Edad): es el número de años que tiene la empresa desde el momento de su creación.
- Tipo de accionista mayoritario: indica el tipo de accionista con un mayor porcentaje de propiedad de la empresa. Con el fin de poder incluir la variable en el análisis, se han empleado variables “*dummy*”, que toma el valor 1 cuando la empresa tiene la característica cualitativa correspondiente al tipo de accionista y 0 en el otro caso. Se considerarán las siguientes modalidades:
 - Institucional (Inst).
 - Familiar (Fam).
- Porcentaje propiedad primer accionista (%_Prop): se considera el porcentaje del primer accionista independientemente del tipo que sea.
- Porcentaje de propiedad familiar (%_Fam): es el porcentaje de propiedad en manos del primer accionista, cuando el accionista mayoritario es una familia.
- Porcentaje de propiedad institucional (%_Inst): es el porcentaje de propiedad en manos del primer accionista, cuando el accionista mayoritario es un inversor institucional.
- Tipo de accionista predominante: muestra el tipo de accionista predominante entre los 10 accionistas con mayor porcentaje de propiedad de la empresa. Para considerar que tipo de accionista es el mayoritario se calcula el promedio de la suma del porcentaje de propiedad de cada uno de los tipos de accionistas, siendo el tipo de accionista con una mayor media el seleccionado. Como en el caso anterior se han empleado variables “*dummy*” con las siguientes modalidades:
 - Propiedad institucional predominante (Inst_10)
 - Propiedad familiar predominante (Fam_10)
- Puntuación ESG (ESG): indica la puntuación ESG que ha obtenido la empresa según Refinitiv Eikon.
- Puntuación ambiental (Amb): indica la puntuación ambiental que ha obtenido la empresa según Refinitiv Eikon.
- Puntuación social (Social): indica la puntuación social que ha obtenido la empresa según Refinitiv Eikon.
- Puntuación de gobierno corporativo (Gob_Corp): indica la puntuación de gobierno corporativo que ha obtenido la empresa según Refinitiv Eikon.

Estas últimas 4 variables se han calculado midiendo la puntuación de 1 a 100 que ha obtenido la empresa con relación a los objetivos de desempeño ambiental social y de gobierno corporativo. Siendo:

- De 0 a 25: indican un desempeño pobre en materia de ESG y un grado insuficiente de transparencia en los informes públicos de datos ESG.
- De 26 a 50: indican un desempeño satisfactorio en materia de ESG y un grado moderado de transparencia en los informes públicos de datos ESG.
- De 51 a 75: indican un buen desempeño en materia de ESG y un grado de transparencia superior al promedio en los informes públicos de datos ESG.
- De 76 a 100: indica un excelente desempeño en materia de ESG y un alto grado de transparencia en los informes públicos de datos ESG.

4.3.- RESULTADOS PRINCIPALES

En este apartado se muestran los resultados obtenidos en los diferentes análisis realizados.

En el caso de las variables, activo, edad y resultado del ejercicio se ha decidido tomar logaritmos, y todas las variables independientes se han retardado, con el objetivo de obtener unos resultados más ajustados.

El número de empresas fluctúa entre 48 y 93 empresas y el número de observaciones entre 415 y 1.070, esto se debe a la falta de datos en algunas empresas y años.

En la tabla 4.4. se han considerado como variables dependientes la puntuación ESG, la puntuación ambiental, la puntuación social y la puntuación de gobierno corporativo y como variables independientes el porcentaje propiedad primer accionista, el tipo de accionista mayoritario, el activo, la ratio de deuda y la edad de la empresa.

Tabla 4. 4. Determinantes del desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo

(I).

VARIABLES	(1) ESG	(2) Amb	(3) Social	(4) Gob Corp
%_Prop (t-1)	0,1151 (0,04)	2,3763 (0,57)	4,6693 (1,27)	-9,0306** (-2,30)
Fam (t-1)	-3,0587* (-1,91)	-4,1474* (-1,78)	-1,1230 (-0,56)	-5,8018*** (-2,71)
Inst (t-1)	0,8236 (0,68)	-0,5962 (-0,35)	3,7274** (2,45)	-2,2302 (-1,37)
Ln_Activo (t-1)	5,0312*** (6,01)	4,1760*** (3,31)	6,2761*** (6,36)	3,5675*** (3,27)
R_deuda (t-1)	-0,0763 (-0,03)	1,9490 (0,49)	3,2769 (0,98)	-3,6824 (-1,03)
Ln_Edad (t-1)	3,7028 (1,39)	8,7865** (2,45)	5,2158* (1,90)	-2,1537 (-0,66)
Constante	-53,1653*** (-3,65)	-70,7284*** (-3,30)	-82,9623*** (-5,12)	7,2170 (0,39)
Observaciones	603	558	603	603
Número de empresas	59	51	59	59
Dummy Sector	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummy Año	Sí	Sí	Sí	Sí
Wald Chi2	700,55	573,81	782,41	112,47

Estadístico z entre paréntesis*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,10

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de SABI y Refinitiv EIKON.

En el modelo número 1, la propiedad familiar es significativa, y tiene una relación inversa con el desempeño ESG. Este resultado es contrario a lo planteado en la hipótesis 2, aunque en línea con investigaciones anteriores. El activo también explica la variable con un nivel de significación inferior al 1%, en este caso, la relación es positiva.

En el modelo 2, las mismas variables que en el caso anterior explican la variable puntuación ambiental, con la misma relación.

En el modelo 3, las variables activo, edad y propiedad institucional son significativas, todas ellas con una relación positiva con la puntuación social. Lo que apoya la hipótesis 1.

En el modelo número 4, la variable activo influye positivamente en la puntuación de gobierno corporativo, por el contrario, las variables, porcentaje propiedad primer accionista y accionista familiar predominante, con un efecto negativo.

El resto de variables no mencionadas no resultan significativas.

En la tabla 4.5. se han considerado como variables dependientes la puntuación ESG, la puntuación ambiental, la puntuación social y la puntuación de gobierno corporativo y como variables independientes el porcentaje propiedad del primer accionista, el tipo de accionista mayoritario, el porcentaje de propiedad familiar, el porcentaje de propiedad institucional, el activo, el ratio de deuda y la edad de la empresa.

Tabla 4. 5. Determinantes del desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo

(II)				
VARIABLES	(1) ESG	(2) Amb	(3) Social	(4) Gob_Corp
%_Prop (t-1)	-0,0254 (-0,01)	-0,0999 (-0,02)	3,5140 (0,90)	-6,7243 (-1,61)
Fam (t-1)	-1,3636 (-0,51)	-2,2427 (-0,56)	-3,1767 (-0,94)	-3,7662 (-1,05)
Inst (t-1)	0,3744 (0,21)	-3,9958 (-1,63)	2,5760 (1,16)	0,5065 (0,22)
%_Fam (t-1)	-6,6136 (-0,85)	-8,3444 (-0,75)	7,1375 (0,73)	-6,6546 (-0,64)
%_Inst (t-1)	3,6055 (0,51)	20,6000** (2,13)	5,2070 (0,60)	-14,3710 (-1,53)
Ln_Activo (t-1)	5,2569*** (6,26)	5,0203*** (4,05)	6,2883*** (6,28)	3,3919*** (3,06)
R_deuda (t-1)	-0,1886 (-0,07)	1,3802 (0,35)	3,2051 (0,96)	-3,4128 (-0,95)
Ln_Edad (t-1)	3,6192 (1,43)	8,3764*** (2,62)	5,2460* (1,93)	-2,1815 (-0,67)
Constante	-56,0453*** (-3,94)	-80,4914*** (-3,96)	-82,7457*** (-5,07)	8,9297 (0,48)
Observaciones	603	558	603	603
Número de empresas	59	51	59	59
Dummy Sector	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummy Año	Sí	Sí	Sí	Sí
Wald Chi2	696,82	579,55	780,61	115,27

Estadístico z entre paréntesis*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,10

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de SABI y Refinitiv EIKON.

La variable porcentaje de propiedad institucional, consigue explicar la puntuación ambiental con un signo positivo. Lo que está en línea con la hipótesis 1.

La variable activo ha resultado significativa y con una relación positiva con todas las variables dependientes.

Y, por último, la edad de la empresa está relacionada positivamente con la puntuación ambiental y social de la misma.

En la tabla 4.6. se han considerado como variables dependientes la puntuación ESG, la puntuación ambiental, la puntuación social y la puntuación de gobierno corporativo y como variables independientes el tipo de accionista predominante, el activo, el ratio de deuda y la edad de la empresa.

Tabla 4. 6. Determinantes del desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo (III).

VARIABLES	(1) ESG	(2) Amb	(3) Social	(4) Gob Corp
Fam_10 (t-1)	-8,4358*** (-4,00)	-14,8062*** (-5,00)	-5,7150** (-2,14)	-7,2382** (-2,53)
Inst_10 (t-1)	-0,1617 (-0,14)	-2,6895* (-1,66)	2,3694 (1,64)	-0,5148 (-0,33)
Ln_Activo (t-1)	5,0742*** (6,20)	4,5088*** (3,71)	6,1623*** (6,22)	3,7265*** (3,43)
R_deuda (t-1)	-0,6036 (-0,23)	0,3829 (0,10)	2,7029 (0,83)	-3,6383 (-1,04)
Ln_Edad (t-1)	3,9361 (1,55)	9,2830*** (2,76)	5,5379** (1,99)	-2,0600 (-0,64)
Constante	-54,3013*** (-3,94)	-75,9263*** (-3,78)	-81,3069*** (-5,08)	1,8292 (0,10)
Observaciones	610	561	610	610
Número de empresas	60	51	60	60
Dummy Sector	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummy Año	Sí	Sí	Sí	Sí
Wald Chi2	746,61	619,72	814,86	106,41

Estadístico z entre paréntesis*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,10

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de SABI y Refinitiv EIKON.

En este caso, resulta muy llamativa la significación inferior al 1% para el accionista predominante familiar, ya que obtiene una relación negativa con las cuatro puntuaciones de ESG.

El activo como en el caso anterior explica todas variables de forma positiva.

Por último, la edad de la empresa influye de forma positiva en la puntuación ambiental y social.

En la tabla 4.7. se ha considerado como variable dependiente el resultado del ejercicio y como variables independientes el porcentaje propiedad primer accionista, el tipo de accionista mayoritario, el resultado del ejercicio del año anterior, el activo, el ratio de deuda y la edad de la empresa.

Tabla 4. 7. Determinantes del resultado del ejercicio (I).

	(1)	(2)	(3)	(4)
VARIABLES	Ln_ R ejer	Ln_ R ejer	Ln_ R ejer	Ln_ R ejer
%_Prop (t-1)		-0,0285 (-0,20)	0,0280 (0,19)	0,0280 (0,19)
Fam (t-1)			0,1957** (1,99)	0,1957** (1,99)
Inst (t-1)			0,0748 (0,95)	0,0748 (0,95)
Ln_ R_ ejer (t-1)	0,5559*** (21,46)	0,5557*** (21,11)	0,5493*** (20,71)	0,5493*** (20,71)
Ln_Activo (t-1)	0,4052*** (12,98)	0,4182*** (13,01)	0,4312*** (13,16)	0,4312*** (13,16)
R_deuda (t-1)	-0,0148 (-0,58)	-0,0157 (-0,62)	-0,0138 (-0,54)	-0,0138 (-0,54)
Ln_Edad (t-1)	-0,0749 (-1,29)	-0,0715 (-1,21)	-0,0841 (-1,41)	-0,0841 (-1,41)
Constante	-0,3244 (-1,04)	-0,5239 (-1,54)	-0,6245* (-1,82)	-0,6245* (-1,82)
Observaciones	1.070	1.022	1.022	1.022
Dummy Sector	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummy Año	Sí	Sí	Sí	Sí
Número de empresas	93	93	93	93
Wald Chi2	3985	3758	3770	3770

Estadístico z entre paréntesis*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,10

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de SABI y Refinitiv EIKON.

En el primer modelo, resultan significativas el resultado del ejercicio del periodo anterior y el activo, ambas de una manera positiva.

En el segundo modelo, se añade la variable porcentaje de propiedad del primer accionista que no resulta significativo.

En el tercer modelo, se añaden las variables del tipo de accionista mayoritario, resultando significativa, solamente la propiedad familiar, de una forma positiva. Estos resultados están en línea con las investigaciones previas que encuentran que, en general, la propiedad familiar tiene un efecto positivo en los resultados de la empresa.

En la tabla 4.8. se ha considerado como variable dependiente el resultado del ejercicio y como variables independientes el tipo de accionista predominante, el activo, el ratio de deuda y la edad de la empresa.

Tabla 4. 8. Determinantes del resultado del ejercicio (II).

	(1)	(2)	(3)	(4)
VARIABLES	Ln_R ejer	Ln_R ejer	Ln_R ejer	Ln_R ejer
ESG (t-1)	-0,0023 (-0,64)			
Amb (t-1)		-0,0018 (-0,61)		
Social (t-1)			0,0005 (0,18)	
Gob_Corp (t-1)				-0,0015 (-0,56)
%_Prop (t-1)	0,3344 (1,27)	0,2639 (0,99)	0,3309 (1,26)	0,3291 (1,25)
Fam (t-1)	-0,2467 (-1,41)	-0,2289 (-1,20)	-0,2244 (-1,29)	-0,2406 (-1,38)
Inst (t-1)	0,0536 (0,46)	0,0576 (0,49)	0,0605 (0,52)	0,0528 (0,45)
Ln_R_ejer (t-1)	0,4757*** (10,28)	0,4845*** (10,36)	0,4745*** (10,25)	0,4758*** (10,27)
Ln_Activo (t-1)	0,4406*** (6,94)	0,4056*** (5,99)	0,4184*** (6,76)	0,4299*** (7,33)
R_deuda (t-1)	-0,5832** (-2,32)	-0,4303 (-1,62)	-0,5915** (-2,35)	-0,5966** (-2,37)
Ln_Edad (t-1)	0,0984 (1,06)	0,1200 (1,23)	0,0934 (1,01)	0,0900 (0,97)
Constante	-0,1272 (-0,17)	0,0933 (0,11)	0,1326 (0,18)	0,0578 (0,09)
Observaciones	437	415	437	437
Número de empresas	55	48	55	55
Dummy Sector	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummy Año	Sí	Sí	Sí	Sí
Wald Chi2	744,16	643,80	749,13	743,36

Estadístico z entre paréntesis*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,10

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de SABI y Refinitiv EIKON.

En este caso se realizan varias etapas en las que se utilizan diferentes variables cada vez.

Resultan significativas en todas las ocasiones, el activo y el resultado del ejercicio del año anterior, de una forma positiva y el ratio de deuda, de una manera negativa.

El resto de variables no resultan significativas.

5.- CONCLUSIONES

El objetivo de este Trabajo de Fin de Grado (TFG) es analizar la importancia que tiene la presencia de inversores institucionales y los inversores familiares de las distintas empresas no financieras que cotizan en la bolsa española sobre el desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo de dichas empresas.

El Acuerdo de París y los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la Agenda 2030, han colaborado en gran medida con el desarrollo de la Responsabilidad Social Corporativa en la empresa, aunque todavía no es suficiente.

También, como indica la literatura previa, el control por parte del inversor, es una característica muy importante para que la mejora del desempeño de la empresa pueda llevarse a cabo.

Los análisis de regresión múltiple muestra que la presencia de inversores institucionales tiene una relación positiva con el desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo de las empresas en las que su participación es mayoritaria. Esta relación se consigue tanto con la utilización del porcentaje de propiedad, como con la variable *dummy* de propiedad institucional.

En el caso de la propiedad familiar, los inversores familiares influyen negativamente en el desempeño ambiental, social y de gobierno corporativo, datos que coinciden con la literatura previa citada a lo largo del trabajo. Cabe destacar la relación positiva de este tipo de propiedad con el resultado obtenido por las empresas al final del ejercicio, con datos de significación inferiores al 5%.

En el caso de la propiedad institucional, este tipo de inversores influye positivamente en el *performance* de las empresas, sobre todo en el desempeño ambiental y social de las mismas.

Una de las limitaciones de este estudio es el bajo número de datos y de variables disponibles relacionadas con la Responsabilidad Social Corporativa, lo que dificulta enormemente la investigación en un tema de tal importancia y actualidad como son las finanzas sostenibles.

6.- REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Arora, N. K., y Mishra, I. (2019). United Nations Sustainable Development Goals 2030 and environmental sustainability: race against time. *Environmental Sustainability*, 2(4), 339-342. <https://doi.org/10.1007/s42398-019-00092-y>
- BME. (2022). *Informe anual sobre la propiedad de las acciones cotizadas*. <https://www.bolsasymercados.es/docs/BME/docsSubidos/Informe-Propiedad-de-las-Acciones-cotizadas.pdf>
- Bogle, J. C. (2018). The Modern Corporation and the Public Interest. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 8-17. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.1>
- Boyd, B. K., y Solarino, A. M. (2016). Ownership of Corporations: A Review, Synthesis, and Research Agenda. *Journal of Management*, 42(5), 1282-1314. <https://doi.org/10.1177/0149206316633746>
- Bruton, G. D., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Stan, C., y Xu, K. (2015). State-owned enterprises around the world as hybrid organizations. *Academy of Management perspectives*, 29(1), 92-114. <https://www.jstor.org/stable/43822076>
- Carroll, A. B. (1999). Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct. *Business & Society*, 38(3), 268-295. <https://doi.org/10.1177/000765039903800303>
- Castañer, X., Goranova, M., Hermes, N., Kavadis, N., y Zattoni, A. (2022). Ownership and corporate governance across institutional contexts. *Corporate Governance: An International Review*, 30(6), 638-655. <https://doi.org/10.1111/corg.12491>
- Chen, R., El Ghouli, S., Guedhami, O., y Liu, F. (2022). The corporate governance consequences of small shareholdings: evidence from sovereign wealth fund cross-border investments. *Corporate Governance: An International Review*, 30(6), 656-685.
- Connelly, B. L., Hoskisson, R. E., Tihanyi, L., y Certo, S. T. (2010). Ownership as a form of corporate governance. *Journal of management studies*, 47(8), 1561-1589.
- Courteau, L., Di Pietra, R., Giudici, P., y Melis, A. (2017). The role and effect of controlling shareholders in corporate governance. *Journal of Management & Governance*, 21, 561-572. <https://doi.org/10.1007/s10997-016-9365-1>

- Dahlsrud, A. (2008). How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15(1), 1-13. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/csr.132>
- David, P., Kochhar, R., y Levitas, E. (1998). The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of Ceo Compensation. *Academy of Management Journal*, 41(2), 200-208. <https://doi.org/10.5465/257102>
- DesJardine, M. R., y Durand, R. (2020). Disentangling the effects of hedge fund activism on firm financial and social performance. *Strategic Management Journal*, 41(6), 1054-1082. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/smj.3126>
- Dewenter, K. L., Han, X., y Malatesta, P. H. (2010). Firm values and sovereign wealth fund investments. *Journal of Financial Economics*, 98(2), 256-278. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.05.006>
- Donaldson, L., y Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64. <https://doi.org/10.1177/031289629101600103>
- Döring, S., Drobetz, W., El Ghouli, S., Guedhami, O., y Schröder, H. (2021). Institutional investment horizons and firm valuation around the world. *Journal of International Business Studies*, 52(2), 212-244. <https://doi.org/10.1057/s41267-020-00351-9>
- Dyck, A., Lins, K. V, Roth, L., y Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics*, 131(3), 693-714. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.013>
- European Commission. Directorate-General for Employment. (2001). Promoting a European Framework for Corporate Social Responsibility. *Office for Official Publications of the European Communities*.
- Faccio, M., Masulis, R. W., y McConnell, J. J. (2006). Political Connections and Corporate Bailouts. *The Journal of Finance*, 61(6), 2597-2635. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01000.x>

- Faller, C. M., y zu Knyphausen-Aufseß, D. (2018). Does Equity Ownership Matter for Corporate Social Responsibility? A Literature Review of Theories and Recent Empirical Findings. *Journal of Business Ethics*, 150(1), 15-40. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3122-x>
- Federo, R., Ponomareva, Y., Aguilera, R. V, Saz-Carranza, A., y Losada, C. (2020). Bringing owners back on board: A review of the role of ownership type in board governance. *Corporate Governance: An International Review*, 28(6), 348-371. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/corg.12346>
- Fernandes, N. (2014). The impact of sovereign wealth funds on corporate value and performance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(1), 76-84.
- Fernández-Reyes, R. (2016). El Acuerdo de París y el cambio transformacional. *Papeles de relaciones ecosociales y cambio global*, 132, 101-114. https://www.fuhem.es/papeles_articulo/el-acuerdo-de-paris-y-el-cambio-transformacional/
- García Martí, E. (2004). Características del poder y la rentabilidad en una almazara cooperativa: teoría de agencia versus teoría del servidor. *REVESCO: revista de estudios cooperativos*, 83, 33-50. <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/1123311.pdf>
- Gil, C. G. (2018). Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS): una revisión crítica. *Papeles de relaciones ecosociales y cambio global*, 140(1), 107-118. https://www.cvongd.org/ficheros/documentos/ods_revision_critica_carlos_gomez_gil.pdf
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L., y Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106-137. <https://doi.org/10.2189/asqu.52.1.106>
- Johnson, R. A., Schnatterly, K., Johnson, S. G., y Chiu, S.-C. (2010). Institutional Investors and Institutional Environment: A Comparative Analysis and Review. *Journal of Management Studies*, 47(8), 1590-1613. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2010.00930.x>

- Kavadis, N., y Thomsen, S. (2023a). Sustainable corporate governance: A review of research on long-term corporate ownership and sustainability. *Corporate Governance: An International Review*, 31(1), 198-226. <https://doi.org/10.1111/corg.12486>
- Kavadis, N., y Thomsen, S. (2023b). Sustainable corporate governance: A review of research on long-term corporate ownership and sustainability. *Corporate Governance: An International Review*, 31(1), 198-226. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/corg.12486>
- Kellermanns, F. W., Eddleston, K. A., y Zellweger, T. M. (2012). Article Commentary: Extending the Socioemotional Wealth Perspective: A Look at the Dark Side. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(6), 1175-1182. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2012.00544.x>
- Kotter, J., y Lel, U. (2011). Friends or foes? Target selection decisions of sovereign wealth funds and their consequences. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 360-381. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.007>
- Lim, E. W. K. (2021). Concentrated Ownership, State-Owned Enterprises and Corporate Governance. *Oxford Journal of Legal Studies*, 41(3), 663-691. <https://doi.org/10.1093/ojls/gqaa050>
- Mayer, C. (2019). Ownership, agency and trusteeship. *Available at SSRN*. <https://www.iese.edu/wp-content/uploads/2019/11/Paper.-Ownership-Agency-and-Trusteeship-First-Draft.pdf>
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., y Lester, R. H. (2011). Family and lone founder ownership and strategic behaviour: Social context, identity, and institutional logics. *Journal of management studies*, 48(1), 1-25.
- Montiel, I. (2008). Corporate Social Responsibility and Corporate Sustainability: Separate Pasts, Common Futures. *Organization & Environment*, 21(3), 245-269. <https://doi.org/10.1177/1086026608321329>
- Naciones Unidas. (s. f.). *ONU y cambio climático*. <https://www.un.org/es/climatechange/paris-agreement>

- Naciones Unidas. (2015). *Acuerdo de París*.
https://unfccc.int/sites/default/files/spanish_paris_agreement.pdf
- Nofsinger, J. R., Sulaeman, J., y Varma, A. (2019). Institutional investors and corporate social responsibility. *Journal of Corporate Finance*, 58, 700-725.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.012>
- Nurim, Y., Sunardi, S., y Raharti, R. (2017). The Type I versus Type II agency conflict on earnings management. *JDM (Jurnal Dinamika Manajemen)*, 8(1), 44-58.
<https://journal.unnes.ac.id/nju/index.php/jdm/article/view/10410>
- Purkayastha, S., Veliyath, R., y George, R. (2022). Type I and type II agency conflicts in family firms: An empirical investigation. *Journal of Business Research*, 153, 285-299. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.07.054>
- Reilly, G., Souder, D., y Ranucci, R. (2016). Time horizon of investments in the resource allocation process: Review and framework for next steps. *Journal of Management*, 42(5), 1169-1194. <https://doi.org/10.1177/01492063166630381>
- Roe, M. J. (2022). *Missing the Target: Why Stock-Market Short-Termism Is Not the Problem*. Oxford University Press.
<https://doi.org/10.1093/oso/9780197625620.001.0001>
- Ryou, J. W., Tsang, A., y Wang, K. T. (2022). Product Market Competition and Voluntary Corporate Social Responsibility Disclosures†. *Contemporary Accounting Research*, 39(2), 1215-1259. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/1911-3846.12748>
- Shi, W., Connelly, B. L., y Li, J. (2022). Excess control rights in family firms: A socioemotional wealth perspective. *Corporate Governance: An International Review*, 30(6), 806-828. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/corg.12429>
- Stein, J. C. (1989). Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior*. *The Quarterly Journal of Economics*, 104(4), 655-669.
<https://doi.org/10.2307/2937861>
- Thomsen, S., y Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest european companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.
[https://doi.org/https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(200006\)21:6<689::AID-SMJ115>3.0.CO;2-Y](https://doi.org/https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(200006)21:6<689::AID-SMJ115>3.0.CO;2-Y)

- van Beurden, P., y Gössling, T. (2008). The Worth of Values – A Literature Review on the Relation Between Corporate Social and Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 82(2), 407-424. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9894-x>
- Villalonga, Belén. (2018). The impact of ownership on building sustainable and responsible businesses. *Journal of the British Academy*, 6(s1), 375-403. <https://www.thebritishacademy.ac.uk/publishing/journal-british-academy/6s1/impact-of-ownership-on-building-sustainable-and-responsible-businesses/>
- Villalonga, Belen, y Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of financial Economics*, 80(2), 385-417. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>
- Wang, K. T., y Sun, A. (2022). Institutional ownership stability and corporate social performance. *Finance Research Letters*, 47, 102861. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102861>
- Zellweger, T. M., Nason, R. S., Nordqvist, M., y Brush, C. G. (2013). Why Do Family Firms Strive for Nonfinancial Goals? An Organizational Identity Perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(2), 229-248. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2011.00466.x>

7. ANEXOS

ANEXO 1. Empresas no financieras, cotizadas y con sede en España.

NOMBRE	ISIN	TICKER
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL SA	ES0148396007	ITX
AENA S.M.E. SA.	ES0105046009	AENA
REPSOL SA.	ES0173516115	REP
AMADEUS IT GROUP SA	ES0109067019	AMS
IBERDROLA, SOCIEDAD ANONIMA	ES0144580Y14	IBE
NATURGY ENERGY GROUP SA.	ES0116870314	GAS
TECNICAS REUNIDAS SA	ES0178165017	TRE
TELEFONICA, SA	ES0178430E18	TEF
CONSTRUCCIONES Y AUXILIAR DE FERROCARRILES, SA	ES0121975009	CAF
INDRA SISTEMAS, SOCIEDAD ANONIMA	ES0118594417	IDR
ERCROS, SA	ES0125140A14	ECR
ENDESA SA	ES0130670112	ELE
AUDAX RENOVABLES S.A.	ES0136463017	ADX
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACION SA	ES0126775032	DIA
OBRASCON HUARTE LAIN SA	ES0142090317	OHL
ATRESMEDIA CORPORACION DE MEDIOS DE COMUNICACION SA.	ES0109427734	A3M
VIDRALA, SA	ES0183746314	VID
ALMIRALL SA	ES0157097017	ALM
ENAGAS SA	ES0130960018	ENG
LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI SA	ES0157261019	ROVI
MELIA HOTELS INTERNATIONAL SA.	ES0176252718	MEL
ACERINOX, SA	ES0132105018	ACX
GRIFOLS SA	ES0171996087	GRF
METROVACESA SA	ES0105122024	MVC
MERLIN PROPERTIES SOCIMI SA.	ES0105025003	MRL
ENCE ENERGIA Y CELULOSA SA.	ES0130625512	ENC

Continuación ANEXO 1: Empresas no financieras, cotizadas y con sede en España.

NOMBRE	ISIN	TICKER
CORPORACION ACCIONA ENERGIAS RENOVABLES SA	ES0105563003	ANE
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS, SA	ES0167050915	ACS
INMOBILIARIA COLONIAL SOCIMI S.A.	ES0139140174	COL
FAES FARMA, SA	ES0134950F36	FAE
ACCIONA, SA	ES0125220311	ANA
CELLNEX TELECOM SA	ES0105066007	CLNX
EBRO FOODS, SA	ES0112501012	EBRO
FLUIDRA, SA	ES0137650018	FDR
COMPAÑIA DE DISTRIBUCION INTEGRAL LOGISTA HOLDINGS SA.	ES0105027009	LOG
MIQUEL Y COSTAS & MIQUEL SA	ES0164180012	MCM
LABORATORIO REIG JOFRE SA.	ES0165359029	RJF
CIE AUTOMOTIVE, SA	ES0105630315	CIE
VISCOFAN SA	ES0184262212	VIS
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP SA	ES0177542018	IAG
PHARMA MAR SA	ES0169501030	PHM
PRIM, SA	ES0170884417	PRM
AEDAS HOMES SA	ES0105287009	AEDAS
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS SA	ES0122060314	FCC
BORGES AGRICULTURAL & INDUSTRIAL NUTS SOCIEDAD ANONIMA.	ES0105271011	BAIN
NH HOTEL GROUP SA.	ES0161560018	NHH
GESTAMP AUTOMOCION SOCIEDAD ANONIMA	ES0105223004	GEST
CLINICA BAVIERA, SA	ES0119037010	CBAV
SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBIENTE, SA	ES0165386014	SLR
LINGOTES ESPECIALES, SOCIEDAD ANONIMA	ES0158480311	LGT
GREENERGY RENOVABLES SA	ES0105079000	GRE

Continuación ANEXO 1: Empresas no financieras, cotizadas y con sede en España.

NOMBRE	ISIN	TICKER
SACYR SA.	ES0182870214	SCYR
ELECNOR SA	ES0129743318	ENO
ADOLFO DOMINGUEZ SA	ES0106000013	ADZ
RED ELECTRICA CORPORACION SA	ES0173093024	RED
PROSEGUR COMPAÑIA DE SEGURIDAD, SA	ES0175438003	PSG
AZKOYEN, SA	ES0112458312	AZK
GLOBAL DOMINION ACCESS SOCIEDAD ANONIMA	ES0105130001	DOM
NICOLAS CORREA, SA	ES0166300212	NEA
PROSEGUR CASH SA.	ES0105229001	CASH
REALIA BUSINESS SA	ES0173908015	RLIA
ALANTRA PARTNERS SA.	ES0126501131	ALNT
CORPORACION FINANCIERA ALBA, SA	ES0117160111	ALB
NEINOR HOMES SOCIEDAD ANONIMA	ES0105251005	HOME
TUBACEX, SA	ES0132945017	TUB
APPLUS SERVICES SA.	ES0105022000	APPS
DURO FELGUERA SA	ES0162600003	MDF
LAR ESPAÑA REAL ESTATE SOCIMI SA.	ES0105015012	LRE
GRUPO EMPRESARIAL SAN JOSE, SA	ES0180918015	GSJ
RENTA CORPORACION REAL ESTATE, SA	ES0173365018	REN
BODEGAS RIOJANAS, SA	ES0115002018	RIO
NATURHOUSE HEALTH SA.	ES0105043006	NTH
GRUPO ECOENER, SOCIEDAD ANONIMA.	ES0105548004	ENER
TUBOS REUNIDOS, SA	ES0180850416	TRG
INMOBILIARIA DEL SUR SA	ES0154653911	ISUR
ATRYX HEALTH SA	ES0105148003	ATRY
TALGO SA.	ES0105065009	TLGO
URBAS GRUPO FINANCIERO SA	ES0182280018	UBS
IBERPAPEL GESTION, SA	ES0147561015	IBG
GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA SA	ES0141571192	GALQ

Continuación ANEXO 1: Empresas no financieras, cotizadas y con sede en España.

NOMBRE	ISIN	TICKER
PROMOTORA DE INFORMACIONES SA	ES0171743901	PRS
EDREAMS ODIGEO, S.A.	LU1048328220	EDR
ARIMA REAL ESTATE SOCIMI SA.	ES0105376000	ARM
VOCENTO, SOCIEDAD ANONIMA	ES0114820113	VOC
COMPAÑIA LEVANTINA DE EDIFICACION Y OBRAS PUBLICAS SA	ES0158300410	CLEO
AMPER SA	ES0109260531	AMP
NUEVA EXPRESION TEXTIL SA.	ES0126962069	NXT
GRUPO EZENTIS, SA	ES0172708234	EZE
SQUIRREL MEDIA SA.	ES0183304312	VER
LIBERTAS 7 SOCIEDAD ANONIMA	ES0137998A12	LIB
COMPAÑIA ESPAÑOLA DE VIVIENDAS EN ALQUILER, SOCIEDAD ANONIMA	ES0132955008	CEV
MONTEBALITO, SA	ES0116494016	MTB
AIRTIFICIAL INTELLIGENCE STRUCTURES SA.	ES0152768612	AI
SOLTEC POWER HOLDINGS SA.	ES0105513008	SOL
DESARROLLOS ESPECIALES DE SISTEMAS DE ANCLAJE SA	ES0126251018	DESA
OPDENERGY HOLDING SA.	ES0105544003	OPDE
PESCANOVA SA	ES0169350016	PVA
ORYZON GENOMICS SA	ES0167733015	ORY
INNOVATIVE SOLUTIONS ECOSYSTEM SA	ES0143421073	SPS
DEOLEO SA	ES0110047919	OLE

Fuente: elaboración propia.