

LA RSC EN LA RELACIÓN ENTRE COMPOSICIÓN DEL CONSEJO Y VALOR DE MERCADO DE LA EMPRESA (*)

Mariano NIETO ANTOLÍN
Roberto FERNÁNDEZ GAGO
Laura CABEZA GARCÍA

Universidad de León

Resumen

En este trabajo se parte de una concepción de la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) como una generalización del gobierno corporativo ampliado a todos los grupos de interés para ver su efecto sobre el resultado empresarial. Los análisis realizados para una muestra de empresas españolas cotizadas en el Ibex 35 (período 2007-2010) han puesto de manifiesto que la composición del consejo, medida como el porcentaje de consejeros independientes, condiciona la RSC de la empresa y que esta media en la relación positiva de la independencia del consejo y el valor empresarial.

Palabras clave: RSC, composición del consejo, valor empresarial, mediación.

Abstract

This paper is based on a concept of Corporate Social Responsibility (CSR) as an extended form of corporate governance that considers all stakeholders and analyses its effect on financial performance. The results for a sample of Spanish companies listed in the Ibex 35 (years 2007-2010) show that the composition of the board of directors, measured as the percentage of independent directors, affects CSR. At the same time we found that CSR mediates the positive relationship between the independence of the board of directors and the firm value.

Key words: corporate social responsibility, composition of the board, business value, mediation.

JEL classification: G30, M14.

I. INTRODUCCIÓN

La extraordinaria difusión de la RSC en los últimos años es una consecuencia de los cambios que han experimentado los sistemas de valores de la mayoría de las sociedades desarrolladas. La creciente preocupación por la dimensión social y el impacto medioambiental de las actividades económicas, al modificar las preferencias de los ciudadanos, ha reestructurado los incentivos que gobiernan el comportamiento de las empresas. Se ha estimulado la demanda de comportamientos éticos y socialmente responsables por parte de las compañías y ha aumentado la presión reguladora en estos ámbitos. Los cambios en el entorno institucional se han puesto de manifiesto a través de una gran variedad de iniciativas desarrolladas por los gobiernos y otras instituciones para aumentar la transparencia, promover las prácticas de buen gobierno y establecer principios éticos y códigos de conducta con el fin de estimular y orientar a las empresas en la adopción de criterios de RSC. Adicionalmente, la exigencia de comportamientos éticos y socialmente responsables se ha trasladado a los mercados donde los consumidores, cada vez con mayor frecuencia, incorporan consideraciones sociales, medioambientales o de tipo ético en los procesos de selección de productos y marcas.

Las empresas, en respuesta a estas demandas se han replanteado las relaciones que mantienen con

los principales grupos de interés en los entornos en los que desarrollan sus actividades. Los directivos, además de atender a los intereses de los accionistas (*shareholders*), han comenzado a tener en cuenta y a satisfacer las expectativas de otros grupos de interés (*stakeholders*), como los formados por los empleados, clientes, proveedores, administraciones públicas, inversores, miembros de la comunidad local y algunas influyentes ONG. De esta forma, las compañías asumen voluntariamente la responsabilidad de neutralizar eventuales efectos negativos de las externalidades que generan sus actividades. Este proceso afecta a todos los ámbitos de la empresa e implica modificar los mecanismos de toma de decisiones al añadir a los criterios de eficiencia económica la consideración del impacto ambiental y social de sus actividades. Los mecanismos de gobierno corporativo, en la medida que permiten controlar los costes de agencia entre la dirección y los grupos de interés, tienen especial relevancia. Por esta razón, en los últimos años ha aumentado el interés por el estudio del encaje de los comportamientos socialmente responsables en el marco de los planteamientos tradicionales de gobierno corporativo y su impacto sobre el rendimiento de la empresa.

La literatura académica ha abordado el estudio del gobierno corporativo y de la RSC bajo dos enfoques teóricos alternativos —teoría de la agencia y

teoría de los *stakeholders* o grupos de interés— que parten de supuestos antagónicos. La teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976) es el marco teórico adoptado por la mayor parte de las investigaciones sobre gobierno corporativo (Shleifer y Vishny, 1997). Como es sabido, esta teoría se ha centrado en el estudio de la relación bilateral entre accionistas y directivos y en los problemas que tienen que hacer frente los primeros para controlar y prevenir posibles comportamientos oportunistas por parte de los segundos en un contexto de asimetrías de información. Por el contrario, la teoría de los *stakeholders* (Freeman, 1984), que da soporte teórico a las principales investigaciones sobre RSC, amplía el problema de agencia extendiéndolo a una relación multilateral entre todos los grupos de interés y los directivos. Los trabajos realizados bajo este enfoque se han centrado en identificar los grupos de interés relevantes para la empresa, evaluar sus expectativas y resolver el problema de compatibilizar múltiples objetivos en un contexto de conflicto de intereses (Parmar *et al.*, 2010).

La competencia entre ambos enfoques ha producido resultados incompatibles entre sí y ha contribuido a perpetuar inconsistencias conceptuales y argumentos contradictorios sobre el sentido de las relaciones entre gobierno corporativo, RSC y resultados. Por ejemplo, de acuerdo con los principios de la teoría de la agencia, la maximización del valor de mercado de la empresa solo se conseguirá aplicando los principios de buen gobierno corporativo y estos son incompatibles con las prácticas de RSC (Jensen, 2001). Por el contrario, la teoría de los *stakeholders* considera que la RSC surge de la generalización de un buen gobierno a todos los grupos de interés e influye positivamente sobre la rentabilidad y el valor empresarial (Kurucz *et al.*, 2008).

Por otro lado, la evidencia empírica disponible sobre los efectos del buen gobierno y de la RSC sobre la rentabilidad y el valor de la empresa también arroja resultados dispares. A pesar de que la mayoría de los trabajos muestran relaciones positivas entre distintos indicadores de buen gobierno y rendimiento, en algunos de ellos se han encontrado relaciones negativas o no significativas (Bebchuk y Weisbach, 2010; Shleifer y Vishny, 1997). Asimismo, revisiones realizadas de los trabajos más relevantes del impacto de la RSC sobre el rendimiento han puesto de manifiesto tanto la existencia de relaciones positivas como negativas o la ausencia de relación (Allouche y Laroche, 2006; Margolis y Walsh, 2003; Orlitzky *et al.*, 2003).

Esta heterogeneidad en los resultados está relacionada con deficiencias en el diseño de la investigación y pueden deberse a errores en la especificación de los modelos o a no controlar el problema de la endogeneidad (Jo y Harjoto, 2011; Orlitzky *et al.*, 2003).

Recientemente se ha enfatizado la necesidad de profundizar en el estudio de las relaciones entre los mecanismos de buen gobierno, las prácticas de RSC y el rendimiento empresarial (De Villiers *et al.*, 2011; Harjoto y Jo, 2011; Jamali *et al.*, 2008). La mayor parte de las investigaciones relativas al efecto de los mecanismos de gobierno corporativo —especialmente los referidos a la composición del consejo— sobre las prácticas de RSC no tienen en cuenta cómo estas dos variables afectan al rendimiento de la empresa (por ejemplo, Coffey y Wang, 1998; De Villiers *et al.*, 2011; Hung, 2011; Kassinis y Vafeas, 2002; Prado-Lorenzo *et al.*, 2009; Wang y Coffey, 1992). Así, los trabajos en los que se analizan conjuntamente las tres variables son escasos (Arora y Dharwadkar, 2011; Jo y Harjoto, 2011; Johnson y Greening, 1999; Sahin *et al.*, 2011). Además, ningún estudio previo ha contemplado la posibilidad de que las prácticas de RSC puedan desempeñar un papel mediador en la relación entre los mecanismos de gobierno corporativo y el rendimiento de la empresa sino que, en todo caso, se han considerado como dos variables explicativas diferentes. En este sentido puede ser interesante comprobar si el efecto que ejercen los mecanismos eficientes de gobierno corporativo sobre el rendimiento puede ser explicado, al menos en parte, por la realización de actividades socialmente responsables por la empresa.

Siguiendo esta última suposición, este trabajo persigue explorar la posible existencia de efectos indirectos de la RSC en la relación entre buen gobierno y valor empresarial. Para ello nos hemos centrado en uno de los principales mecanismos de gobierno, el consejo de administración, y más específicamente en su independencia medida como el porcentaje de consejeros independientes. Con este propósito, en el siguiente apartado se justifican las hipótesis de trabajo sobre la base de los argumentos teóricos y la evidencia empírica aportada por los dos enfoques que compiten en el estudio del gobierno corporativo y la RSC. Seguidamente se realizan los análisis pertinentes corrigiendo el posible problema de endogeneidad y se muestran los resultados alcanzados (apartado III). Finalmente, se presentan las conclusiones a las que se ha llegado (apartado IV).

II. MARCO TEÓRICO E HIPÓTESIS A CONTRASTAR

1. Independencia del consejo y RSC

La concepción clásica de gobierno corporativo hace referencia al conjunto de medios a través de los cuales quienes proporcionan recursos financieros a la empresa se aseguran una retribución adecuada a sus inversiones (Shleifer y Vishny, 1997). Según la teoría de agencia, la separación entre propiedad y control puede provocar una divergencia de intereses entre accionistas y directivos (Jensen y Meckling, 1976). De manera que un buen gobierno corporativo será aquel que consiga minimizar los costes de agencia y asegurar que, en última instancia, las compañías se gestionen en beneficio de los accionistas (Mayer, 1996). De acuerdo con esto, los mecanismos de gobierno deben orientar la gestión de la empresa a la maximización del valor de mercado de sus acciones; de esta forma transmitirán la suficiente confianza a los accionistas para que aporten fondos con los que financiar proyectos de inversión (Shleifer y Vishny, 1997).

El consejo de administración, que es uno de los mecanismos de gobierno corporativo más importantes, se encuentra en el ápice del sistema de control interno (Gillan, 2006) y se encarga de supervisar la gestión empresarial. Entre sus funciones se incluye el asesorar a la dirección en la formulación de estrategias para mejorar la imagen y reputación de la empresa (Zahra y Pearce, 1989) con el objetivo de reforzar la posición competitiva y asegurar su supervivencia.

En este sentido, la composición interna del consejo tiene gran trascendencia ya que determina si sus incentivos están alineados con los de los accionistas, o si por el contrario son más cercanos a los del equipo directivo (Warther, 1998). Por ello es habitual distinguir entre consejeros internos y externos. Los primeros son aquellos que también forman parte del equipo directivo o desempeñan cargos de gestión en sociedades participadas. Los consejeros externos, que pueden ser dominicales —representantes de los intereses de los accionistas mayoritarios— o independientes (1), no ostentan cargos ejecutivos en la empresa y su actividad como consejeros no constituye su principal fuente de rentas (Hermalin y Weisbach, 1988). Los principios de buen gobierno establecen que la presencia de consejeros externos, y más concretamente de independientes, influye positivamente sobre el funcionamiento del consejo, dado que cuanto mayor sea su

proporción parecen ser más eficientes controlando a los directivos (Hermalin y Weisbach, 1988; Zahra y Pearce, 1989). Adicionalmente, los consejeros independientes parecen influir decisivamente en el diseño de las estrategias de la empresa (De Villiers *et al.*, 2011) y facilitan el acceso a recursos externos (Hillman *et al.*, 2009).

A pesar de que en la literatura se distingue claramente el gobierno corporativo de la RSC (Fassin y Van Rossem, 2009), entre ambos conceptos existen estrechas conexiones (Jamali *et al.*, 2008). En cierta medida, la RSC puede entenderse como una generalización del concepto de gobierno corporativo ampliado a todos los grupos de interés (Gillan, 2006) y transforma la fórmula clásica de gobierno corporativo centrada en la relación bilateral entre accionistas y directivos en otra multilateral en la que participan todos los grupos de interés. De esta forma, la RSC asegura la congruencia entre los incentivos de todos los *stakeholders* —empleados, proveedores, consumidores, comunidad local, etcétera— y los objetivos que se quieren conseguir con la colaboración empresarial.

La teoría de los *stakeholders* —y otras como la teoría del servidor o *stewardship* (Davis *et al.*, 1997) o el enfoque basado en los recursos (Barney, 1991)— apoya la hipótesis de que la relación entre el número de consejeros independientes y las prácticas de RSC es positiva (Harjoto y Jo, 2011; Jo y Harjoto, 2011). Las prácticas de RSC pueden amortiguar los conflictos de intereses entre los accionistas y el resto de los grupos de interés, y por ello acabarían repercutiendo positivamente sobre el rendimiento de la empresa (Harjoto y Jo, 2011). Los consejeros independientes, al proceder del exterior de la compañía, mantienen relaciones más estrechas con los *stakeholders*, conocen mejor sus expectativas y son más proclives a satisfacer sus demandas (Ibrahim y Angelidis, 1995), lo que supone intensificar las prácticas de RSC (De Villiers *et al.*, 2011; Johnson y Greening 1999; O'Neill *et al.*, 1989).

Se ha argumentado también que los consejeros independientes aportan un mayor abanico de conocimientos y experiencias, por lo que contribuyen a mejorar el funcionamiento del consejo (Wang y Coffey, 1992). Además, poseen un mejor conocimiento del entorno, aportan experiencias diferentes a las de los internos y suelen ser más eficaces controlando las contingencias externas. Por ello, los consejos con una fuerte presencia de independientes estarán más inclinados a cumplir normas ambientales para evitar sanciones, y/o buscarán reducir

el riesgo de una exposición negativa a los medios de comunicación y la consiguiente pérdida de reputación (Johnson y Greening, 1999). Asimismo, se ha comprobado que controlan mejor posibles comportamientos no éticos y el fraude (Beasley, 1996).

En este sentido, la evidencia empírica apoya una relación positiva entre la realización de prácticas de RSC y la presencia de consejeros externos (Ibrahim y Angelidis, 1995; Johnson y Greening, 1999; Kassinis y Vafeas, 2002; Sahin *et al.*, 2011), y más concretamente, cuanto mayor sea el porcentaje de consejeros independientes (De Villiers *et al.*, 2011; Jo y Harjoto, 2011; Prado-Lorenzo *et al.*, 2009; Sahin *et al.*, 2011; Wang y Coffey, 1992) (2).

Sobre la base de estos argumentos y de la evidencia empírica anterior se puede establecer la siguiente hipótesis:

— *Hipótesis 1:* La independencia del consejo incide positivamente sobre las actividades de RSC de la empresa.

2. Efecto mediador de la RSC en la relación entre la independencia del consejo y el valor de mercado de la empresa

2.1. Composición del consejo y valor de mercado

En la literatura abundan los argumentos que establecen una relación positiva entre la proporción de externos e independientes en el consejo y los resultados empresariales en términos de rentabilidad financiera y valor de mercado. Se considera que los consejos con una proporción elevada de externos pueden ejercer un control más eficiente sobre las decisiones del equipo directivo y minimizar los problemas de agencia (Fama y Jensen, 1983). Además, es razonable pensar que serán más rigurosos que los internos al evaluar y destituir al equipo directivo (Weisbach, 1988), establecer los sistemas de compensación para ejecutivos (Chhaochharia y Grinstein, 2009), controlar los programas de opciones sobre acciones (Bebchuk *et al.*, 2010) y captar recursos procedentes del exterior de la empresa (Boeker y Goodstein, 1993).

No obstante, la evidencia empírica no es concluyente respecto al efecto de la presencia de externos en el consejo sobre el rendimiento de la empresa. Así, en algunos casos se encuentra una relación negativa o no significativa entre la proporción de externos e indicadores del rendimiento empresarial

(Bhagat y Black, 2002; Hermalin y Weisbach, 1991); mientras que, en otras ocasiones, sí hay una mayor eficacia supervisora en el caso de consejos dominados por externos no ejecutivos (Weisbach, 1988), o el precio de mercado de las acciones aumenta ante incrementos en el número de consejeros externos (Rosenstein y Wyatt, 1990; Weisbach, 1988). De igual modo, los estudios también parecen corroborar la relación positiva anterior para el caso concreto de los consejeros independientes (Daily y Johnson, 1997; Kim y Lim, 2010; Pearce y Zahra, 1992). Esta diversidad de resultados puede ser atribuida a los problemas de endogeneidad (Hermalin y Weisbach, 1991 y 2003) y a la heterogeneidad inobservable entre las empresas (Himmelberg *et al.*, 1999).

2.2. Papel mediador de la RSC

Al igual que con el caso de la composición del consejo, la evidencia empírica disponible sobre el sentido de la relación entre RSC y rendimiento de la empresa tampoco es concluyente. Se ha verificado tanto la existencia de una relación positiva (Waddock y Graves, 1997) como negativa (Wright y Ferris, 1997), e incluso la ausencia de relación (McWilliams y Siegel, 2000). No obstante, la mayoría de las revisiones y meta-análisis de las investigaciones más relevantes realizadas hasta la fecha han puesto de manifiesto que, en la mayoría de ellas, se observa una correlación positiva entre rendimiento social y rendimiento financiero (Allouche y Laroche, 2006; Margolis y Walsh, 2003; Orlitzky *et al.*, 2003). De la misma manera, aunque la relación entre RSC y valor de mercado ha sido menos estudiada (Jo y Harjoto, 2011), se puede esperar que las iniciativas socialmente responsables contribuyan a maximizar el valor empresarial (Mackey *et al.*, 2007).

Las actividades de RSC pueden influir positivamente sobre la rentabilidad y el valor de la empresa por diferentes motivos (Carroll y Shabana, 2010; Kurucz *et al.*, 2008). La RSC previene la aparición de nuevas amenazas, ya que facilita el control de los riesgos sociales y ambientales. Se ha comprobado que los comportamientos socialmente responsables contribuyen a reducir riesgos en la medida que reducen la amenaza de regulación (Maxwell *et al.*, 2000), previenen presiones procedentes de otras empresas de la misma industria o asociaciones industriales (Lenox y Nash, 2003), evitan reacciones negativas de la opinión pública y de las asociaciones de consumidores, eluden la atención de los activistas y de las ONG (Baron, 2001) y eliminan la posibilidad de potenciales *boicots* por parte de los consumidores (Diller, 1999).

Además, al controlar los riesgos sociales y medioambientales de las empresas, la RSC contribuye indirectamente a reducir otros costes. La formalización de las prácticas de RSC indica que las compañías poseen sistemas de control interno rigurosos, los cuales constituyen una garantía para las entidades financieras —reducen el coste de financiación— y para las empresas aseguradoras —reducen las primas— (Lenox y Nash, 2003). También los códigos de conducta y los procedimientos internos derivados de la aplicación de los principios de RSC pueden proporcionar argumentos para la defensa de la empresa en el supuesto de que deba hacer frente a demandas legales por eventuales comportamientos negligentes y reducir, en su caso, el importe de las sanciones (Carroll y McGregor-Lowndes, 2001).

Las prácticas de RSC pueden contribuir a reforzar la estrategia de la empresa para conseguir y mantener una posición de ventaja competitiva (McWilliams y Siegel, 2001). En muchos casos, las iniciativas de RSC pueden ser instrumentos adecuados para obtener contratos con empresas o gobiernos (Ruhnka y Boerstler, 1998), crear barreras de entrada a la industria, facilitar el acceso a nuevos mercados (Wotruba, 1997), diferenciarse de los competidores, aumentar la reputación (Diller, 1999) y atraer a inversores y consumidores socialmente responsables (Bagnoli y Watts, 2003).

La RSC también puede ayudar a reforzar los recursos internos de las empresas y mejorar la calidad del contexto competitivo en el que operan. Se ha reconocido que las compañías que orientan las acciones de RSC hacia sus empleados mejoran el clima laboral, reducen el absentismo y los costes derivados de posibles conflictos laborales. El cumplimiento de las recomendaciones establecidas en los códigos de RSC refuerza la disciplina interna de la organización y mejora las relaciones con los grupos de interés (Béthoux *et al.*, 2007). Estas empresas resultan más atractivas ante sus empleados y por ello tienen una capacidad superior para atraer y conservar los recursos humanos más competentes (Albinger y Freeman, 2000). Adicionalmente, las prácticas de responsabilidad con proveedores, clientes y comunidad local inciden directamente sobre aspectos clave del contexto competitivo de las empresas ya que mejoran la oferta de *inputs* especializados de alta calidad, potencian una demanda sofisticada y exigente, crean un entorno más productivo y transparente, y mejoran los sectores relacionados y complementarios (Porter y Kramer, 2002).

La RSC permite a las empresas definir un marco estable de relaciones con sus grupos de interés, un

marco que genera confianza, crea capital social, reduce los costes de transacción y mejora la eficiencia. Los principios que orientan las prácticas de RSC sirven para formalizar los compromisos con la sociedad, transmiten credibilidad y refuerzan su legitimidad frente a los *stakeholders* (Sethi, 2002). En cierta medida, las compañías obtienen a través de ellos la «licencia de la sociedad» para operar (White, 1999). Con los informes de RSC, las empresas rinden cuentas a los principales grupos de interés —reguladores, consumidores, empleados, acreedores, proveedores y la comunidad local— y les informan de las decisiones estratégicas que pueden afectar significativamente a sus intereses (Shearer, 2002). Las compañías desarrollan sus funciones más eficientemente cuando todos los grupos que aportan recursos —capital, financiación, conocimientos, trabajo, servicios y entorno— cooperan compatibilizando sus objetivos a largo plazo y crean un depósito de capital de carácter social (Putnam, 2003).

De acuerdo con todo lo comentado hasta ahora, puede considerarse que las empresas comprometidas con las acciones de RSC, cuando identifican y valoran las demandas de los diferentes grupos de interés, mejoran la eficiencia de los mecanismos de gobierno corporativo en el proceso de adaptación de la organización a los cambios del entorno, lo que tiene un efecto positivo sobre el valor empresarial (Harjoto y Jo, 2011). Asimismo, se ha puesto de manifiesto que los directivos emplean los mecanismos de gobierno corporativo conjuntamente con las prácticas de RSC para resolver conflictos entre los grupos de interés (Harjoto y Jo, 2011; Sherere *et al.*, 2006). En este sentido, la RSC desempeña un papel de «filtro» que facilita las relaciones de la empresa y su consejo con la sociedad (Fassin y Van Rossem, 2009). A la vista de estos argumentos, es previsible que parte del efecto positivo que ejerza la independencia del consejo sobre el valor empresarial se produzca de forma indirecta a través de las prácticas de RSC, lo que nos lleva a proponer la siguiente hipótesis:

— *Hipótesis 2*: Las actividades de RSC median en la relación entre la independencia del consejo y el valor de mercado de la empresa.

III. ANÁLISIS Y RESULTADOS

1. Muestra

La base de datos del estudio está compuesta por el conjunto de empresas españolas cotizadas en el

Ibex 35 entre los años 2007 y 2010, un total de 44 empresas que se corresponden con 137 observaciones. De esta base de datos hemos excluido las empresas financieras y de seguros por sus especiales características, sobre todo desde el punto de vista contable —8 compañías, 31 observaciones—, y con el fin de evitar valores *missing* en nuestras estimaciones y de tener el mismo tamaño muestral en todos los modelos, tampoco hemos considerado aquellos casos para los que no disponíamos de información relativa a alguna de las variables utilizadas —5 compañías, 10 observaciones—. En consecuencia, la muestra final se compone de 31 empresas españolas cotizadas —96 observaciones—, lo que representó aproximadamente el 70 por 100 del número de observaciones inicialmente consideradas.

La información relativa a la RSC procede de los estudios sobre «La RSC en las memorias del Ibex 35» elaborados por el Observatorio de Responsabilidad Social Corporativa (3). Por su parte, los datos sobre el gobierno de la empresa —composición del consejo de administración— se extrajeron de los Informes Anuales de Gobierno Corporativo depositados en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Además, utilizamos la CNMV y la base de datos Sociedad de Análisis de Balances Ibéricos (SABI) para recopilar la información financiera y sobre el sector de actividad de las compañías. Finalmente, la información relativa a la beta de la empresa —la variable de riesgo que hemos empleado, como comentaremos más adelante— y a su capitalización fue facilitada directamente por la Bolsa de Madrid.

2. Medida de las variables

Variable dependiente. Como indicador del rendimiento empresarial hemos considerado un indicador de mercado, pues, en contraposición a las medidas contables, parece ser más robusto al no estar expuesto a una manipulación directa por parte de los directivos (Cochran y Wood, 1984; Muth y Donaldson, 1998). En concreto utilizamos el valor empresarial definido como el cociente entre la suma del valor de mercado o capitalización de la compañía y el valor contable de la deuda y dividido por el valor contable del activo total (VALOR) (Mínguez-Vera y Martín-Ugedo, 2007, y Sahin *et al.*, 2001, han empleado la misma variable).

Variable independiente. Nuestra principal variable explicativa es la composición del consejo de ad-

ministración y, más concretamente, su grado de independencia. La composición del consejo es una de las variables clave en lo que se refiere a un buen gobierno corporativo, haciéndose hincapié en el dominio de los consejeros externos y en el papel relevante que pueden jugar los consejeros independientes, tal y como queda reflejado en los Códigos de Buen Gobierno. En los estudios que analizan la influencia del gobierno sobre la RSC, el hecho de que exista o no mayoría de consejeros externos —y el caso concreto de independientes— es la variable más frecuentemente considerada. Nosotros utilizamos como *proxy* de esta variable el porcentaje de consejeros independientes en el consejo de administración (PINDEPCA) (De Villiers *et al.*, 2011; Jo y Harjoto, 2011; Prado-Lorenzo *et al.*, 2009). La existencia de un problema de endogeneidad (4), tanto de la variable dependiente (valor de la empresa) con la variable independiente (porcentaje de consejeros independientes), con la RSC y algunas de las variables de control, como entre el gobierno y la RSC, justifica la utilización de retardos en las variables explicativas para solucionar el problema. En concreto, teniendo en cuenta la secuencia de posibles efectos planteada en el modelo de investigación, la variable relativa a la composición del consejo y las variables de control han sido retardadas dos años (5), mientras que la variable *proxy* de la RSC ha sido retardada un año.

Variable mediadora. La variable RSC recoge la puntuación concedida por el Observatorio de RSC a las empresas del Ibex 35 en función del grado de satisfacción de los requisitos recogidos en las *Normas sobre las responsabilidades de las empresas transnacionales y otras empresas comerciales en la esfera de los derechos humanos de la ONU* (Organización de las Naciones Unidas, Doc. E/N.4/Sub.2/2003/38/Rev.2, 2003). La puntuación oscila entre un mínimo de 0 y un máximo de 4 puntos y es el resultado de evaluar la información que se incluye en las memorias de estas empresas sobre las políticas y procedimientos relacionados con aspectos sustantivos que establecen dichas Normas de la ONU, determinando en función de la evidencia aportada si quedan cubiertos o no dichos aspectos y en qué grado. El articulado de estas normas hace mención, entre otras cuestiones, al respeto de los derechos humanos y de los trabajadores, así como a la protección del consumidor y del medio ambiente, siendo su carácter integrador lo que nos llevó a considerarlo como un adecuado indicador de la RSC de la empresa. La medida de las prácticas de RSC es una cuestión compleja y en la literatura se ha optado por formas muy diversas —véase Wood (2010)

para un profundo análisis—. En este sentido, es habitual utilizar la información proporcionada por las empresas en sus informes sociales y medioambientales, ya sea puntuándola directamente por los investigadores o siendo utilizada por organizaciones de clasificación independientes que, junto con la valoración que realizan de las actividades de la empresa, sirve para posicionar a la compañía en función de su RSC y determinar su inclusión o no en distintos *rankings*, índices bursátiles o fondos de inversión social.

Variables de control. Como variables de control con potencial para afectar tanto a la RSC como al valor de la empresa se han considerado las tradicionalmente incluidas en la mayoría de trabajos empíricos previos:

— el *tamaño* (TAMAÑO), definido como el activo total de la empresa y expresado en miles de euros (introducido en el análisis empírico en forma de logaritmo) (Jo y Harjoto, 2011; Lo y Sheu, 2007).

— el *nivel de endeudamiento* (END), medido a partir del cociente entre el volumen de fondos ajenos y el activo total de la empresa (Arora y Dharwadkar, 2011; Prior *et al.*, 2008).

— el *nivel de riesgo* (RIESGO), medido como la beta de la empresa a un año (De Villiers *et al.*, 2011; García-Castro *et al.*, 2010).

— el *sector de actividad* al que pertenece la compañía (SECTOR), medido como una variable ficticia que toma valor 1 si la empresa pertenece a sectores «más sensibles» desde el punto de vista medioambiental (minería, petróleo, gas, productos químicos, papel, siderurgia y otros metales, electricidad, distribución de gas y agua) y 0 en caso contrario (Reverte, 2009) (6).

3. Metodología

Para contrastar las hipótesis propuestas en la parte teórica utilizamos una regresión agrupada o *pool* de datos. Se asume que todos los coeficientes son iguales para cada una de las empresas de la muestra y para cada período de tiempo. Este método de estimación parte del supuesto de que la varianza de los términos de error es la misma para cada una de las observaciones y que los términos de error no están correlacionados para los distintos períodos. Inicialmente, nos planteamos la utilización de una metodología de datos de panel (al tener in-

formación de varias empresas en distintos momentos de tiempo) que controlara también por el problema de endogeneidad, por ejemplo, el método generalizado de los momentos (GMM) diseñado por Arellano y Bond (1991), pero, al no disponer de un número adecuado de años consecutivos para todas las compañías y dado nuestro tamaño muestral, finalmente se optó por la regresión agrupada o *pool* de datos, controlando el posible problema de endogeneidad debido fundamentalmente a la causalidad entre las variables consideradas mediante la utilización de variables independientes retardadas.

En concreto, los modelos econométricos para el contraste de las dos hipótesis planteadas son los siguientes:

$$RSC_{it-1} = \alpha_0 + \beta_1 PINDEPCA_{it-2} + \beta_2 TAMAÑO_{it-2} + \beta_3 END_{it-2} + \beta_4 RIESGO_{it-2} + \beta_5 SECTOR_{it-2} + \sum_{t=2007}^{2010} Y_t + \varepsilon_{it}$$

$$VALOR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PINDEPCA_{it-2} + \beta_2 RSC_{it-1} + \beta_3 TAMAÑO_{it-2} + \beta_4 END_{it-2} + \beta_5 RIESGO_{it-2} + \beta_6 SECTOR_{it-2} + \sum_{t=2007}^{2010} Y_t + \varepsilon_{it}$$

donde α_0 es el término constante; RSC_{it-1} recoge la responsabilidad social de la empresa i en el año $t-1$; $VALOR_{it}$ es la suma del valor de mercado de la empresa y valor contable de la deuda dividida por el valor contable del activo total de la empresa i en el año t ; $PINDEPCA_{it-2}$ es el porcentaje de consejeros independientes en la empresa i en el año $t-2$; $TAMAÑO_{it-2}$ es el logaritmo natural del total de activo de la empresa i en el año $t-2$; END_{it-2} es el cociente entre los fondos ajenos y el activo total de la empresa i en el año $t-2$; $RIESGO_{it-2}$ es la beta de mercado (a un año) de la empresa i en el año $t-2$; $SECTOR_{it-2}$ toma valor 1 para la empresa i que en el año $t-2$ realizaba su actividad en sectores «más sensibles» a impactos medioambientales; $\sum_{t=2007}^{2010} Y_t$ es un conjunto de variables ficticias temporales que recogen cualquier efecto temporal invariante de la empresa no incluido en la regresión; y ε_{it} es el término de error para la empresa i en el año t .

El contraste de las hipótesis conllevó la realización de un análisis de regresión para ver la influencia de PINDEPCA sobre RSC y de adicionales análisis de

regresión siguiendo los pasos de Baron y Kenny (1986), así como pruebas de significatividad y remuestros para determinar la existencia de efectos directos e indirectos de PINDEPCA sobre VALOR.

4. Resultados

Antes de presentar los resultados de los análisis realizados, los cuadros n.º 1 y 2 recogen los principales estadísticos descriptivos y los coeficientes de correlación de las variables utilizadas en el estudio. Aunque algunas de ellas muestran una correlación estadísticamente significativa, siguiendo la regla empírica de Kleinbaum *et al.* (1998), el análisis de los factores de inflación de la varianza (FIV) indicó que no había evidencia de multicolinealidad, ya que en ningún caso los FIV fueron superiores a 10.

A continuación, en el cuadro n.º 3 se muestran los resultados de los análisis de regresión jerárquica que se han aplicado para contrastar las hipótesis y relaciones planteadas, controlando por las caracte-

rísticas de las empresas, el sector al que pertenecían y el año al que correspondían los datos (7).

En el Modelo 1 del cuadro n.º 3 se puede observar que la composición del consejo de administración, y más concretamente su independencia medida en términos del número de consejeros independientes, tiene un efecto positivo y significativo sobre la RSC ($\beta = 0,394$; $p < 0,01$). El nivel de significación y el signo del coeficiente apoyan lo planteado en la hipótesis 1 (H1).

Los Modelos 2 y 3 utilizaron la independencia del consejo y la RSC de la empresa, respectivamente, para explicar el valor de la compañía. En ambos casos, los coeficientes de estas variables resultaron positivos y significativos ($\beta = 0,180$ y $p < 0,05$ en el caso de la independencia; $\beta = 0,327$ y $p < 0,01$ para la regresión utilizando la RSC como variable explicativa).

Finalmente, la hipótesis 2 (H2) planteaba la existencia de un efecto mediador por parte de la RSC

CUADRO N.º 1

ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS (a)

	Media	Desv. típica	Mediana	Porcentaje (b)	Mínimo	Máximo
VALOR	1,504	0,815	1,209		0,868	4,957
PINDEPCA	38,182	16,988	36,385		6,670	81,250
RSC	0,744	0,442	0,675		0	1,730
TAMAÑO	2,11e+07	2,47e+07	1,00e+07		827.557	1,09e+08
END	70,826	15,105	70,992		35,701	93,593
RIESGO	1,012	0,273	0,980		0,170	1,670
SECTOR				38,54	0	1

Notas:

(a) n = 96.

(b) Porcentaje de casos en los que la variable Sector toma el valor 1.

CUADRO N.º 2

COEFICIENTES DE CORRELACIÓN (a)

	1	2	3	4	5	6	7
1. VALOR	1						
2. PINDEPCA	0,116	1					
3. RSC	0,007	0,453 (**)	1				
4. TAMAÑO	-0,488 (**)	0,065	0,550 (**)	1			
5. END	-0,536 (**)	-0,060	-0,176 (†)	0,334 (**)	1		
6. RIESGO	-0,239 (*)	-0,074	-0,091	0,246 (*)	0,282 (**)	1	
7. SECTOR	-0,164	0,238 (*)	0,301 (**)	0,061	-0,373 (**)	-0,245 (*)	1

Notas: (a) n = 96; (†) $p < 0,10$; (*) $p < 0,05$; (**) $p < 0,01$.

CUADRO N.º 3

ANÁLISIS DE REGRESIÓN (a)

Variables	VD (b): RSC		VD: Valor	
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
PINDEPCA	0,394 (**) (5,85)	0,180 (*) (2,51)		0,070 (0,86)
RSC			0,327 (**) (3,49)	0,276 (*) (2,50)
TAMAÑO	0,649 (**) (8,92)	-0,226 (**) (-2,91)	-0,434 (**) (-4,43)	-0,405 (**) (-3,89)
END	-0,337 (**) (-4,42)	-0,562 (**) (-6,93)	-0,451 (**) (-5,34)	-0,469 (**) (-5,38)
RIESGO	-0,116 (-1,60)	-0,144† (-1,87)	-0,108 (-1,43)	-0,112 (-1,48)
SECTOR	0,011 (0,14)	-0,430 (**) (-5,42)	-0,422 (**) (-5,56)	-0,433 (**) (-5,61)
Efecto anual	No	Sí	Sí	Sí
R ²	0,634	0,587	0,612	0,615
F	18,88 (**)	15,46 (**)	17,13 (**)	15,26 (**)

Notas:

(a) Los valores numéricos corresponden a los coeficientes tipificados, con los valores t entre paréntesis; (n) = 96; (†) p < 0,10; (*) p < 0,05; (**) p < 0,01.

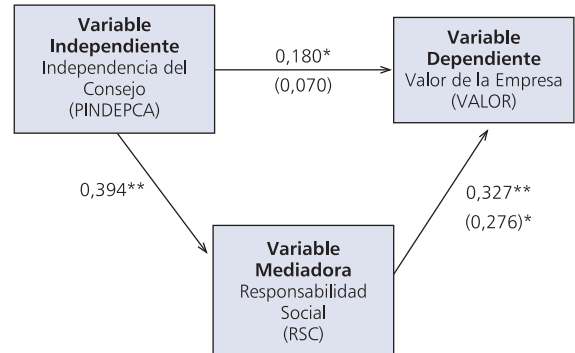
(b) VD = Variable dependiente.

en la relación entre la independencia del consejo y el valor empresarial. Siguiendo a Baron y Kenny (1986), para que exista dicha mediación resulta necesario que la variable *proxy* de la independencia del consejo sea significativa en las regresiones sobre RSC y sobre valor, lo que ha quedado demostrado con los Modelos 1 y 2, y que al introducir como independientes en una misma regresión sobre valor las variables independencia del consejo y RSC, la primera pierda significación y la segunda influya de manera significativa. El Modelo 4 muestra el cumplimiento de esta última condición, ya que la independencia del consejo dejó de ser significativa ($\beta = 0,070$; $p = 0,39$); mientras que la RSC mantuvo su poder explicativo ($\beta = 0,276$; $p < 0,05$). Además, la ausencia de significación por parte de la independencia del consejo en este último modelo estaría reflejando la existencia de un efecto de mediación perfecta o mediación total.

El gráfico 1 recoge las relaciones entre las tres variables principales consideradas en la investigación.

Para demostrar la existencia de este efecto indirecto se ha cuestionado considerar sólo la variación en la significación de los coeficientes siguiendo los pasos de Baron y Kenny (1986), siendo necesario considerar las variaciones en los coeficientes (Holmbeck, 1997). Así, el efecto de la proporción

GRÁFICO 1
MEDIACIÓN DE LA RSC



Notas: Los valores numéricos corresponden a los coeficientes de regresión estandarizados. Los valores entre paréntesis son los coeficientes después de la inclusión de la variable mediadora en la ecuación de regresión. n = 96; (*) p < 0,05; (**) p < 0,01.

de consejeros independientes sobre el valor de la empresa representado por su coeficiente en el Modelo 2 ($\beta = 0,180$) se traduce en un efecto directo cuantificado mediante su coeficiente en el Modelo 4 ($\beta = 0,070$), por lo que el efecto indirecto sería la diferencia entre ambos (0,109) y que supone el 61 por 100. Este efecto es igual al resultado de multiplicar los coeficientes de regresión de las variables independencia en el Modelo 1 ($\beta = 0,394$) y RSC en el Modelo 4 ($\beta = 0,276$). Así pues, una forma de demostrar la existencia de este efecto indirecto es comprobar que ambos coeficientes son distintos de cero, o bien aplicar un único test sobre su producto (Mackinnon *et al.*, 2002). En este sentido, el test propuesto por Sobel (1982) es, sin duda, el más ampliamente utilizado. En nuestro caso, este estadístico corroboró la presencia del efecto indirecto ($Z = 2,295$; $p < 0,05$).

Finalmente, una forma cada vez más utilizada de comprobar la existencia del efecto indirecto es mediante el remuestreo *bootstrapping* (Bollen y Stine, 1990; Shrout y Bolger, 2002). Se trata de un método no paramétrico de remuestreo que calcula el efecto indirecto en cada muestra generada y ofrece un intervalo de confianza, de tal forma que si el valor cero no se encuentra en dicho intervalo puede afirmarse que el efecto indirecto es distinto de cero. Estos intervalos de confianza resultan superiores al test de Sobel debido a la irrealista presunción que este realiza sobre la forma de la distribución muestral del efecto indirecto (Hayes, 2009; Preacher y Hayes, 2004 y 2008). Los resultados obtenidos apli-

cando la macro para SPSS desarrollada por Preacher y Hayes (2008) e incluyendo las variables de control y 1.000 muestras *bootstraps* reflejaron un efecto indirecto de 0,005, oscilando el intervalo de confianza al 95 por 100 entre 0,001 y 0,012. Este valor está calculado a partir de los coeficientes de regresión no estandarizados y equivale, como en el caso anterior, al 61 por 100 del efecto total. Al no estar incluido el valor cero en dicho intervalo puede afirmarse que la mediación de la RSC es significativa, como se proponía en la hipótesis 2.

Para concluir la descripción de los resultados obtenidos, comentar que las variables de control tamaño y endeudamiento resultaron significativas en todos los modelos de regresión planteados. Por el signo de sus coeficientes, se puede concluir que aquellas empresas de mayor tamaño y menor endeudamiento puntuarán más alto en RSC y, además, ambas variables se relacionan inversamente con su valor. Por su parte, el nivel de riesgo únicamente fue relevante ($p < 0,1$) al explicar el valor de la compañía cuando no se había introducido el efecto mediador, siendo la relación entre ambos negativa. Por otro lado, pertenecer a sectores sensibles al medio ambiente parece perjudicar al valor de la empresa mientras que tiene una relación positiva, aunque no significativa, con el compromiso con la RSC. Por último, se detectó la presencia de cierto efecto anual en todas las regresiones realizadas en las que el valor de la compañía era la variable dependiente.

IV. CONCLUSIONES

Dada la escasez de trabajos empíricos relativos a la influencia del gobierno corporativo sobre la realización de prácticas de RSC, y más concretamente sobre el posible efecto mediador de la RSC en la relación entre gobierno y valor de la empresa, este trabajo pretende contribuir al enriquecimiento de este campo de investigación. Para ello se ha utilizado una muestra de empresas españolas cotizadas en el Ibex 35 durante el período 2007-2010 y se ha elegido un indicador concreto de gobierno como es el consejo de administración, y en particular su composición en función del número de consejeros independientes.

Los resultados de la regresión agrupada o *pool* de datos han puesto de manifiesto que la independencia del consejo de administración tiene un efecto positivo y significativo sobre la realización de actividades de naturaleza social. Este resultado está en

línea con lo obtenido por De Villiers *et al.* (2011), Jo y Harjoto (2011) y Wang y Coffey (1992) para una muestra de empresas americanas, y por Sahin *et al.* (2011) para una muestra de empresas cotizadas en Turquía. De manera similar, Prado-Lorenzo *et al.* (2009), utilizando una muestra de empresas españolas cotizadas, encontraron que la independencia del consejo de administración influye de manera positiva y significativa en la información suministrada sobre RSC. Se puede concluir, por lo tanto, que los consejeros que representan a los accionistas minoritarios pueden ser más sensibles a demandas sociales y reivindicaciones de todos los grupos de interés de la compañía y más proclives al mantenimiento de comportamientos éticos en la empresa.

Como consecuencia de lo anterior, puede extraerse la implicación de que aquellas empresas que deseen desarrollar programas avanzados de RSC e incluso ser líderes en esta materia en sus sectores tendrán más posibilidades de conseguirlo contando en sus órganos de gobierno con una mayor proporción de consejeros independientes. Estos consejeros pueden asumir como propios los intereses de aquellos grupos que, a pesar de plantear reivindicaciones legítimas, al no estar representados en el consejo carecen del poder necesario para conseguirlos —los denominados *stakeholders* dependientes (Mitchell *et al.*, 1997)—. En este sentido, una elevada proporción de independientes en el consejo puede ser un predictor de comportamientos socialmente responsables.

Adicionalmente, los resultados sugieren que cuanto mayor sea el número de consejeros que representa los intereses de los accionistas minoritarios, mayor será el valor de la empresa en el mercado (Daily y Johnson, 1997; Kim y Lim, 2010). Sin embargo, según los análisis realizados siguiendo la metodología de Baron y Kenny (1986), Sobel (1982) y remuestreo *bootstrapping* (Bollen y Stine, 1990; Shrout y Bolger, 2002), los datos obtenidos ponen de manifiesto que este efecto positivo puede realizarse indirectamente a través de la RSC de la empresa. Este resultado es coherente con la hipótesis del impacto social (Preston y O'Bannon, 1997), y está en línea con varios estudios empíricos previos (Cochran y Wood, 1984; Margolis y Walsh, 2003; Surroca *et al.*, 2010; Waddock y Graves, 1997), ya que la realización de actividades de naturaleza social tiene un efecto positivo sobre el rendimiento empresarial y, como se acaba de señalar, la RSC viene condicionada por la representación de independientes en el consejo. El impacto positivo de la RSC sobre el valor de la empresa puede venir explicado por que

la realización de este tipo de actividades constituye una herramienta estratégica para obtener beneficios económicos (Mishra y Suar, 2010; Porter y Kramer, 2006). Específicamente, la RSC puede contribuir a aumentar la diferenciación por parte de la empresa (Baron, 2008), que conllevaría un efecto positivo sobre su reputación, lo que, en último término, podría influir favorablemente sobre el resultado gracias a un aumento en la legitimidad de la compañía y a un logro de mejores condiciones de negociación con los distintos *stakeholders* (Bénabou y Tirole, 2010).

De lo dicho anteriormente se desprende la idea de que aumentando el número de consejeros externos (independientes) las empresas pueden aumentar su valor de mercado gracias a una reducción en los conflictos de intereses entre accionistas y directivos. Ahora bien, además de este efecto directo, la evidencia encontrada ha puesto de manifiesto un efecto indirecto debido a la mediación que ejerce la RSC de la empresa. Por lo tanto, para obtener el máximo rendimiento posible a la adopción de las recomendaciones de buen gobierno, las compañías deberían tener en cuenta que no sólo es importante disponer de un buen gobierno sino también la realización de actividades de naturaleza social que tengan en cuenta las demandas de otros grupos de interés que no sean los accionistas. En línea con lo anterior, se desprende también la idea de que el diseño de las políticas de gobierno corporativo no sólo afectará de modo directo al rendimiento económico que reciban los accionistas a cambio de su aportación de capital a la empresa, sino también a los intereses de todos y cada uno de los grupos de interés que se relacionen con la compañía.

En lo relativo a las variables de control se ha comprobado que las empresas de mayor tamaño realizarán más actividades RSC (Arora y Dharwadkar, 2011; Jo y Harjoto, 2011; McWilliams y Siegel, 2000; Waddock y Graves, 1997). Esta asociación positiva puede deberse a la mayor exposición de las grandes empresas a la opinión pública y a su mayor impacto en el entorno socioeconómico, su mayor disponibilidad de recursos y a concentrar una mayor atención que acaparan los *stakeholders* y deben responder más eficazmente a sus demandas (Hillman y Keim, 2001). Por otro lado, en línea con el trabajo de Jo y Harjoto (2011), cuanto menor sea el nivel de endeudamiento mayor será la realización de actividades de RSC dado que los acreedores ejercerán menos presión sobre este tipo de actividades no ligadas de manera directa al éxito financiero de la compañía (Brammer y Pavelin, 2008).

Adicionalmente, el tamaño se relaciona inversamente con el valor empresarial (De Miguel *et al.*, 2004; Donker *et al.*, 2008; García-Castro *et al.*, 2010). La compleja estructura organizativa de las grandes empresas y la diversidad de intereses dentro de las mismas pueden provocar reducciones en su desempeño por las asimetrías informativas, costes de control y de agencia y deseconomías de escala (De Miguel *et al.*, 2004; Himmelberg *et al.*, 1999). Además, existe una relación negativa entre el nivel de endeudamiento y el resultado empresarial (Donker *et al.*, 2008; Hu e Izumida, 2008) que puede deberse a un comportamiento oportunista de los directivos cuando obtienen fondos ajenos y no los invierten en proyectos rentables. Finalmente, a priori era de esperar una relación positiva entre el nivel de riesgo de la empresa y el rendimiento empresarial exigido por los aportantes de financiación, dado que la beta representa el coste de capital de los inversores (Fama y Miller, 1972). Sin embargo, en línea con el trabajo de García-Castro *et al.* (2010), se ha encontrado una influencia negativa del riesgo de la empresa sobre su valor, aunque únicamente significativa al nivel del 10 por 100 y sólo en uno de los modelos de rendimiento planteados.

Para concluir, señalar que el tamaño muestral, el hecho de haber empleado una única variable de gobierno corporativo y de RSC, así como la metodología utilizada aconsejan ser cautos a la hora de extrapolar los resultados. En consecuencia, de cara a futuros trabajos se piensa aumentar el número de observaciones para aplicar metodologías más robustas, como por ejemplo un análisis dinámico de datos de panel, así como incorporar otras variables *proxy* de gobierno y RSC al modelo propuesto. Además, también puede ser de interés estudiar si la relación de mediación encontrada en este trabajo para empresas cotizadas se mantiene en el caso de empresas no cotizadas.

NOTAS

(*) Los autores agradecen la ayuda financiera recibida del Ministerio de Ciencia e Innovación (proyecto ECO2009-09283ECON) y de la Consejería de Educación de la Junta de Castilla y León (proyecto LE004A10-1).

(1) Un consejero, entre otras cuestiones, no será independiente si ha sido empleado o ejecutivo de la empresa (salvo que hayan transcurrido tres o cinco años, respectivamente, desde su salida), si ha sido auditor externo en los tres años anteriores, si ha mantenido negocios con la empresa en el último año o si no ha sido propuesto por la comisión de nombramientos y que no permanezcan como tales por un período superior a doce años (Código Unificado de Buen Gobierno o Código Conthe, 2006).

(2) No obstante, existen estudios que han verificado relaciones negativas entre el porcentaje de consejeros externos (COFFEY y WANG, 1998;

KESNER *et al.*, 1986; WANG y COFFEY, 1992) e independientes (ARORA y DHARWADKAR, 2011) sobre los comportamientos socialmente responsables. Para justificar estos resultados se puede argumentar que los consejeros externos suelen ser contratados por su experiencia en el ámbito financiero, lo que significa que probablemente les resultará mucho más fácil tomar decisiones sobre la base de datos económicos y financieros reales que evaluar información incierta de carácter estratégico sobre el entorno social y medioambiental de la empresa (BAYSINGER y HOSKISSON, 1990).

(3) El Observatorio de la Responsabilidad Social Corporativa es una asociación integrada por organizaciones representativas de la sociedad civil, entre las que se encuentran ONG, sindicatos y organizaciones de consumidores, y que fomenta la participación y cooperación entre organizaciones sociales que trabajan en RSC desde diferentes puntos de vista.

(4) En un modelo econométrico se dice que una variable es endógena cuando existe correlación entre la misma y el término de error. Posibles soluciones que permiten aliviar el problema de endogeneidad pueden ser: a) recurrir a varias fuentes de información o utilizar medidas objetivas (cuando el problema es el resultado de errores de medida); b) incluir las variables omitidas o considerar los efectos individuales inobservables (cuando el problema radica en la existencia de variables omitidas); o c) retardar la variable explicativa (cuando el problema está en un sesgo de simultaneidad y/o de doble causalidad). Adicionalmente, otras alternativas son el método generalizado de los momentos (GMM) para un análisis de datos de panel o la utilización de variables instrumentales mediante una estimación por mínimos cuadrados en dos etapas, en donde la variable endógena se reemplazará por su valor estimado a partir de las variables auxiliares o instrumentos que se hayan considerado como determinantes de la misma.

(5) Hemos repetido también todas las estimaciones considerando las variables de control retardadas solo un año y los resultados no varían significativamente.

(6) Inicialmente nos planteamos controlar el efecto sectorial incluyendo variables ficticias para cada uno de los sectores a los que pertenecen las empresas de la muestra. Sin embargo, descartamos esta posibilidad porque aumentaba mucho el número de variables explicativas en relación al tamaño muestral del que disponíamos y dificultaba una definición homogénea de todas las variables en todos los modelos planteados (determinantes de RSC y de rendimiento empresarial).

(7) Hemos repetido las estimaciones considerando también un posible problema de heterocedasticidad mediante el comando *robust* con el programa Stata y los resultados no varían significativamente.

BIBLIOGRAFÍA

- ALBINGER, H. S., y FREEMAN, S. J. (2000), «Corporate social performance and attractiveness as an employer to different job seeking populations», *Journal of Business Ethics*, 28(3): 243-253.
- ALLOUCHE, J., y LAROCHE, P. (2006), «The relationship between corporate social responsibility and corporate financial performance: A survey», en ALLOUCHE, J. (ed.), *Corporate Social Responsibility: Performance and Stakeholders*, Palgrave MacMillan, Basingstoke: 3-40.
- ARELLANO, M., y BOND, S. (1991), «Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations», *Review of Economic Studies*, 58(2): 277-297.
- ARORA, P., y DHARWADKAR, R. (2011), «Corporate governance and corporate social responsibility (CSR): The moderating roles of attainment discrepancy and organization slack», *Corporate Governance: An International Review*, 19(2): 136-152.
- BAGNOLI, M., y WATTS, S. G. (2003), «Selling to socially responsible consumers: Competition and the private provision of public goods», *Journal of Economics & Management Strategy*, 12(3): 419-445.

- BARNEY, J. B. (1991), «Firm resources and sustained competitive advantage», *Journal of Management*, 17(1): 99-120.
- BARON, D. P. (2001), «Private politics, corporate social responsibility, and integrated strategy», *Journal of Economics and Management Strategy*, 10(1): 7-45.
- (2008), «Managerial contracting and corporate social responsibility», *Journal of Public Economics*, 92(1-2): 268-288.
- BARON, R. M., y KENNY, D. A. (1986), «The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations», *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6): 1173-1182.
- BAYSINGER, B. D., y HOSKISSON, R. E. (1990) «The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy», *Academy of Management Review*, 15(1): 72-87.
- BEASLEY, M. S. (1996), «An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud», *The Accounting Review*, 71(4): 443-465.
- BECHUK, L. A.; GRINSTEIN, Y., y PEYER, U. (2010), «Lucky CEOs and lucky directors», *The Journal of Finance*, 65(6): 2363-2401.
- BÉNABOU, R., y TIROLE, J. (2010), «Individual and corporate social responsibility», *Economica*, 77(305): 1-19.
- BECHUK, L. A., y WEISBACH, M. S. (2010), «The state of corporate governance research», *Review of Financial Studies*, 23(3): 939-961.
- BÉTHOUX, E.; DIDRY, C., y MIAS, A. (2007), «What codes of conduct tell us: Corporate social responsibility and the nature of the multinational corporation», *Corporate Governance: An International Review*, 15(1): 77-90.
- BHAGAT, S., y BLACK, B. (2002), «The non-correlation between board independence and long term firm performance», *Journal of Corporation Law*, 27(2): 231-274.
- BOEKER, W., y GOODSTEIN, J. (1993), «Performance and successor choice: The moderating effects of governance and ownership», *Academy of Management Journal*, 36(1): 173-186.
- BOLLEN, K. A., y STINE, R. (1990), «Direct and indirect effects: Classical and bootstrap estimates of variability», *Sociological Methodology*, 20(1): 115-140.
- BRAMMER, S., y PAVELIN, S. (2008), «Factors influencing the quality of corporate environmental disclosure», *Business Strategy and the Environment*, 17(2): 120-136.
- CARROLL, A. B., y SHABANA, K. M. (2010), «The business case for corporate social responsibility: A review of concepts», *International Journal of Management Reviews*, 12(1): 85-105.
- CARROLL, P., y MCGREGOR-LOWNDES, M. (2001), «A standard for regulatory compliance? Industry self-regulation, the courts and AS3806-1998», *Australian Journal of Public Administration*, 60(4): 80-91.
- CHHAOCHHARIA, V., y GRINSTEIN, Y. (2009), «CEO compensation and board structure», *The Journal of Finance*, 64(1): 231-261.
- CHIH, H.; CHIH, H., y CHEN, T. (2010), «On the determinants of corporate social responsibility: International evidence on the financial industry», *Journal of Business Ethics*, 93(1): 115-135.
- COCHRAN, P. L., y WOOD, R. A. (1984), «Corporate social responsibility and financial performance», *Academy of Management Journal*, 27(1): 42-56.
- COFFEY, B. S., y WANG, J. (1998), «Board diversity and managerial control as predictors of corporate social performance», *Journal of Business Ethics*, 17(14): 1595-1603.

- DAILY, C. M., y JOHNSON, J. L. (1997), «Sources of CEO power and firm financial performance: A longitudinal assessment», *Journal of Management*, 23(2): 97-117.
- DAVIS, J. H.; SCHOORMAN, F. D., y DONALDSON, L. (1997), «Toward a stewardship theory of management», *Academy of Management Review*, 22(1): 20-47.
- DE MIGUEL, A.; PINDADO, J., y DE LA TORRE, C. (2004), «Ownership structure and firm value: New evidence from Spain», *Strategic Management Journal*, 25(12): 1199-1207.
- DE VILLIERS, CH.; NAIKER, V., y VAN STADEN, CH. (2011), «The effect of board characteristics on firm environmental performance», *Journal of Management*, 37(6): 1636-1663.
- DILLER, J. (1999), «A social conscience in the global marketplace? Labour dimensions of codes of conduct, social labelling and investor initiatives», *International Labour Review*, 138(2): 99-129.
- DONKER, H.; POFF, D., y ZAHIR, S. (2008), «Corporate values, codes of ethics, and firm performance: A look at the Canadian context», *Journal of Business Ethics*, 82(3): 527-537.
- FAMA, E. F., y MILLER, M. H. (1972), *The theory of finance*, Holt, Rinehart and Winston, Nueva York.
- FAMA, E., y JENSEN, M. (1983), «Separation of ownership and control», *Journal of Law and Economics*, 26(2): 301-325.
- FASSIN, Y., y VAN ROSSEM, A. (2009), «Corporate governance in the debate on CSR and ethics: Sense making of social issues in management by authorities and CEOs», *Corporate Governance: An International Review*, 17(5): 573-593.
- FREEMAN, R. E. (1984), *Strategic management: A stakeholder approach*, Pitman, Boston, MA.
- GARCÍA-CASTRO, R.; ARIÑO, M. A., y CANELA, M. A. (2010), «Does social performance really lead to financial performance? Accounting for endogeneity», *Journal of Business Ethics*, 92(1): 107-112.
- GILLAN, S. L. (2006), «Recent developments in corporate governance: An overview», *Journal of Corporate Finance*, 12(3): 381-402.
- HARJOTO, M., y JO, H. (2011), «Corporate governance and CSR nexus», *Journal of Business Ethics*, 100(1): 45-67.
- HAYES, A. F. (2009), «Beyond Baron and Kenny: Statistical mediation analysis in the new millennium», *Communication Monographs*, 76(4): 408-420.
- HERMALIN, B., y WEISBACH, M. (1988), «The determinants of board composition», *RAND Journal of Economics*, 19(4): 589-606.
- (1991), «The effects of board composition and direct incentives on firm performance», *Financial Management*, 20(4): 101-112.
- HILLMAN, A., y KEIM, G. (2001), «Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line?», *Strategic Management Journal*, 22(2): 125-139.
- HILLMAN, A. J.; WITHERS, M., y COLLINS, B. (2009), «Resource dependence theory: A review», *Journal of Management*, 35(6): 1404-1427.
- HIMMELBERG, C.; HUBBARD, R., y PALIA, D. (1999), «Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance», *Journal of Financial Economics*, 53(3): 353-384.
- HOLMBECK, G. (1997), «Toward terminological, conceptual, and statistical clarity in the study of mediators and moderators: Examples from the Chile-clinical and pediatric psychology literatures», *Journal of Consulting and Clinical Psychology*, 65(4): 599-610.
- HU, Y., e IZUMIDA, S. (2008), «Ownership concentration and corporate performance: A causal analysis with Japanese panel data», *Corporate Governance: An International Review*, 16(4): 342-358.
- HUNG, H. (2011), «Directors' roles in corporate social responsibility. A stakeholder perspective», *Journal of Business Ethics*, 103(3): 385-402.
- IBRAHIM, N. A., y ANGELIDIS, J. P. (1995), «The corporate social responsiveness orientation of board members: Are there differences between inside and outside directors?», *Journal of Business Ethics*, 14(5): 405-410.
- JAMALI, D.; SAFIEDDINE, A. M., y RABBATH, M. (2008), «Corporate governance and corporate social responsibility synergies and interrelationships», *Corporate Governance: An International Review*, 16(5): 443-459.
- JENSEN, M. C. (2001), «Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function», *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(3): 8-21.
- JENSEN, M. C., y MECKLING, W. (1976), «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure», *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- JO, H., y HARJOTO, M. (2011), «Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility», *Journal of Business Ethics*, 103: 351-383.
- JOHNSON, R. A., y GREENING, D. W. (1999), «The effects of corporate governance and institutional ownership types on corporate social performance», *Academy of Management Journal*, 42(5): 564-576.
- KASSINIS, G., y VAFEAS, M. (2002), «Boards and outside stakeholders as determinants of environmental litigation», *Strategic Management Journal*, 23(5): 399-415.
- KESNER, I. F.; VICTOR, B., y LAMONT, B. T. (1986), «Board composition and the commission of illegal acts: An investigation of Fortune 500 companies», *Academy of Management Journal*, 29(4): 789-799.
- KIM, H., y LIM, C. (2010), «Diversity, outside directors and firm valuation: Korean evidence», *Journal of Business Research*, 63(3): 284-291.
- KLEINBAUM, D. G.; KUPPER, L. L., y MULLER, K. E. (1998), *Applied regression analysis and other multivariable methods*, PWS-KENT Publishing Company, Boston, MA.
- KURUCZ, E. C.; COLBERT, B. A., y WHEELER, D. C. (2008), «The business case for corporate social responsibility», en CRANE, A.; McWILLIAMS, A.; MATTEN, D.; MOON, J., y SEIGEL, D. (eds.), *The Oxford handbook on corporate social responsibility*, Oxford University Press, Oxford: 83-112.
- LENOX, M., y NASH, J. (2003), «Industry self-regulation and adverse selection: A comparison across four trade association programs», *Business Strategy and Environment*, 12(6): 343-356.
- LO, S., y SHEU, H. J. (2007), «Is corporate sustainability a value-increasing strategy for business?», *Corporate Governance: An International Review*, 15(2): 345-358.
- MACKEY, A.; MACKEY, T. B., y BARNEY, J. B. (2007), «Corporate social responsibility & firm performance: Investor preferences and corporate strategies», *Academy of Management Review*, 32(3): 817-835.
- MACKINNON, D. P.; LOCKWOOD, C. M.; HOFFMAN, J. M.; WEST, S. G., y SHEETS, V. (2002), «A comparison of methods to test the significance of the mediated effect», *Psychological Methods*, 7(1): 83-104.
- MARGOLIS, J. D., y WALSH, J. P. (2003), «Misery loves companies: Rethinking social initiatives by business», *Administrative Science Quarterly*, 48(2): 268-305.
- MAXWELL, J. W.; LYON, T. P., y HACKETT, S. C. (2000), «Self-regulation and social welfare: The political economy of corporate environmentalism», *Journal of Law and Economics*, 43(2): 583-618.

- MAYER, C. (1996), «Corporate governance, competition and performance», *OECD Economic Studies*, 27, 7-34.
- MCWILLIAMS, A., y SIEGEL, D. (2000), «Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification?», *Strategic Management Journal*, 21(5): 603-609.
- (2001), «Profit maximizing corporate social responsibility», *Academy of Management Review*, 26(4): 504-505.
- MÍNGUEZ-VERA, A., y MARTÍN-UGEDO, J. F. (2007), «Does ownership structure affect value? A panel data analysis for the Spanish market», *International Review of Financial Analysis*, 16(1): 81-98.
- MISHRA, S., y SUAR, D. (2010), «Does corporate social responsibility influence firm performance of Indian companies?», *Journal of Business Ethics*, 95(4): 571-601.
- MITCHELL, R. K.; AGLE, B. R., y WOOD, D. J. (1997), «Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principal of who and what really counts», *Academy of Management Review*, 22(4): 853-886.
- MUTH, M., y DONALSON, L. (1998), «Stewardship theory and board structure: A contingency approach», *Corporate Governance: An International Review*, 6(1): 5-28.
- O'NEILL, H. M.; SAUNDERS, C. B., y MCCARTHY, A. D. (1989), «Board members, corporate social responsiveness and profitability: Are tradeoffs necessary?», *Journal of Business Ethics*, 8(5): 353-357.
- ORLITZKY, M.; SCHMIDT, F. L., y RYNES, S. L. (2003), «Corporate social and financial performance: A meta-analysis», *Organization Studies*, 24(3): 403-441.
- PARMAR, B. D.; FREEMAN, E. R.; HARRISON, J. S.; WICKS, A. C.; PURNELL, L., y COLLE, S. (2010), «Stakeholder theory: The state of the art», *The Academy of Management Annals*, 4(1): 403-445.
- PEARCE, J. A., y ZAHRA, S. A. (1992), «Board Composition from a strategic contingency perspective», *Journal of Management Studies*, 29(4): 411-438.
- PORTER, M. E., y KRAMER, M. R. (2002), «The competitive advantage of corporate philanthropy», *Harvard Business Review*, 80(12): 56-68.
- PORTER, M. E., y KRAMER, M. R. (2006), «Strategy and society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility», *Harvard Business Review*, 84(12): 78-92.
- PRADO-LORENZO, J. M.; GARCÍA SÁNCHEZ, I., y GALLEGU-ÁLVAREZ, I. (2009), «Características del consejo de administración e información en materia de responsabilidad social corporativa», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 38(141): 107-135.
- PREACHER, K. J., y HAYES, A. F. (2004), «SPSS and SAS procedures for estimating indirect effects in simple mediation models», *Behavior Research Methods*, 36(4): 717-731.
- (2008), «Asymptotic and resampling strategies for assessing and comparing indirect effects in multiple mediator models», *Behavior Research Methods*, 40(3): 879-891.
- PRESTON, L. E., y O'BANNON, D. (1997), «The corporate social-financial performance relationship», *Business and Society*, 36(1): 5-31.
- PRIOR, D.; SURROCA, J., y TRIBÓ, J. (2008), «Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility», *Corporate Governance: An International Review*, 16(3): 160-177.
- PUTNAM, R. (ed.) (2003), *El declive del capital social*, Galaxia Gutemberg-Círculo de Lectores, Barcelona.
- REVERTE, C. (2009), «Determinants of corporate social responsibility disclosure ratings by Spanish listed firms», *Journal of Business Ethics*, 88(2): 351-366.
- ROSENSTEIN, S., y WYATT, J. G. (1990), «Outside directors, board independence, and shareholder wealth», *Journal of Financial Economics*, 26(2): 175-192.
- RUHNKA, J., y BOERSTLER, H. (1998), «Governmental incentives for corporate self-regulation», *Journal of Business Ethics*, 17(3): 309-326.
- SAHIN, K.; BASFIRINCI, C. S., y OZSALIH, A. (2011), «The impact of board composition on corporate financial and social responsibility performance: Evidence from public-listed companies in Turkey», *African Journal of Business Management*, 5(7): 2959-2978.
- SETHI, S. P. (2002), «Standards for corporate conduct in the international arena: Challenges and opportunities for multinational corporations», *Business and Society Review*, 107(1): 20-40.
- SHEARER, T. (2002) «Ethics and accountability: From the for-itself to the for-the-other», *Accounting Organizations and Society*, 27(6): 541-573.
- SHERERE, A.; PALAZZO, G., y BAUMANN, D. (2006), «Global rules and private actors, toward a new role of the TNC in global governance», *Business Ethics Quarterly*, 16(4): 502-532.
- SHLEIFER, A., y VISHNY, R. (1997), «A survey of corporate governance», *Journal of Finance*, 52(2): 737-783.
- SHROUT, P. E., y BOLGER, N. (2002), «Mediation in experimental and non-experimental studies: New procedures and recommendations», *Psychological Methods*, 7(4): 422-445.
- SOBEL, M. E. (1982), «Asymptotic confidence intervals for indirect effects in structural equation models», en LEINHARDT, S. (ed.), *Sociological methodology 1982*, American Sociological Association, Washington DC, 290-312.
- SURROCA, J.; TRIBÓ, J. A., y WADDOCK, S. (2010), «The role of intangible resources in explaining the relationship between corporate responsibility and financial performance», *Strategic Management Journal*, 31(5): 463-490.
- WADDOCK, S., y GRAVES, S. B. (1997), «The corporate social performance-financial performance link», *Strategic Management Journal*, 18(4): 303-319.
- WANG, J., y COFFEY, B. S. (1992), «Board composition and corporate philanthropy», *Journal of Business Ethics*, 11(10): 771-778.
- WARTHER, V. A. (1998), «Board effectiveness and board dissent: A model of the board's relationship to management and shareholders», *Journal of Corporate Finance*, 4(1): 53-70.
- WEISBACH, M. (1988), «Outside directors and CEO turnover», *Journal of Financial Economics*, 20(1-2): 431-460.
- WHITE, A. (1999), «Sustainability and the accountable corporation: Society's rising expectations of business», *Environment*, 41(8): 30-43.
- WOOD, D. J. (2010), «Measuring corporate social performance: A review», *International Journal of Management Reviews*, 12(1): 50-84.
- WOTRUBA, T. (1997), «Industry self-regulation: A review and extension to a global setting», *Journal of Public Policy & Marketing*, 16(1): 38-54.
- WRIGHT P., y FERRIS, S. P. (1997), «Agency conflict and corporate strategy: the effect of divestment on corporate value», *Strategic Management Journal*, 18(1): 77-83.
- ZAHRA, S. A., y PEARCE, J. A. (1989), «Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model», *Journal of Management*, 15(2): 291-344.