



**Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales**

**TRABAJO FIN DE MÁSTER**

**MÁSTER EN DIRECCIÓN DE EMPRESAS**

**LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS SOSTENIBLES Y LA  
CREACIÓN DE VALOR PARA SUS ACCIONISTAS**

**Silvia Echarte Gallardón**

**DIRECTORA**

**Cristina Del Río Solano**

**Pamplona - Iruña**

**27 de Junio 2017**

## **RESUMEN EJECUTIVO**

La “Sostenibilidad” cada vez tiene más peso dentro de las empresas ya que ésta se asocia a la creación de valor de las compañías. La “Sostenibilidad Corporativa” surge, como así lo dejamos patente en la primera parte del trabajo, de la evolución habida en la Responsabilidad Social Corporativa (RSC).

La idea de creación de valor presente en la Sostenibilidad es el eje de nuestro análisis empírico. Nuestra investigación gira en torno a determinar si existen diferencias en la generación de valor entre empresas españolas sostenibles y las que no lo son. Así como, si las empresas españolas sostenibles muestran características diferenciadoras tanto en el consejo de administración como en la estructura de propiedad que las haga más proclives a la consecución de la sostenibilidad.

Adicionalmente, analizamos la influencia del consejo de administración y de estructura de propiedad sobre el valor que generan las empresas sostenibles españolas.

El trabajo se realiza a partir de una muestra de 43 empresas españolas que han cotizado en el Ibex 35 durante el periodo comprendido entre 2008 y 2015. Los resultados obtenidos ponen de manifiesto que existen diferencias en la creación de valor y en las características del consejo de administración y de estructura de propiedad entre las empresas sostenibles y las que no lo son. La evidencia empírica muestra que las empresas sostenibles tienden a generar un mayor valor para sus accionistas que las empresas que no lo son.

## **PALABRAS CLAVE**

Sostenibilidad Corporativa, Responsabilidad Social Corporativa, Creación de Valor, Gobierno Corporativo, Estructura de Propiedad.

## **ABSTRACT**

"Sustainability" increasingly has more weight within companies and it is associated with the creation of value of the company. The "Corporate Sustainability" emerges, as the patent in the first part of the paper shows, of the evolution of Corporate Social Responsibility (CSR).

The idea of value creation present in Sustainability is the focus of our empirical analysis. Our research revolves around determining if there are differences in the generation of value among sustainable Spanish companies and those that are not. As well as, if the sustainable Spanish companies show differentiating characteristics both the board of directors and the ownership structure that makes them more prone to achieve the sustainability.

Additionally, we analyze the influence of the board of directors and the ownership structure on the value generated by the Spanish sustainable companies.

The paper is based on a sample of 43 companies that have contributed in the Ibex 35 during the period 2008-2015. The results obtained show that there are differences in the creation of value and in the characteristic of the board director and ownership structure between the sustainable and non-sustainable companies. Empirical evidence shows that sustainable companies tend to generate higher value for their shareholders that the companies that are not.

## **KEY WORDS**

Corporate Sustainability, Corporate Social Responsibility, Value Creation, Corporate Governance, Ownership Structure.

## **ÍNDICE**

<b>1. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>5</b>
<b>2. RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA .....</b>	<b>7</b>
2.1. CLASIFICACIONES TEÓRICAS.....	8
2.2. RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA Y RENDIMIENTO FINANCIERO .....	10
2.3. GOBIERNO CORPORATIVO Y RSC .....	11
2.4. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD Y RSC .....	14
<b>3. DE LA RSC A LA SOSTENIBILIDAD CORPORATIVA .....</b>	<b>16</b>
3.1. SOSTENIBILIDAD CORPORATIVA.....	16
3.2. CREACIÓN DE VALOR Y OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO.....	17
3.2. AGENCIAS DE EVOLUCIÓN DE LA SOSTENIBILIDAD: ROBECOSAM .....	19
<b>4. CREACIÓN DE VALOR Y SOSTENIBILIDAD DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS: EVIDENCIA EMPÍRICA.....</b>	<b>21</b>
4.1. BASE DE DATOS .....	24
4.2. METODOLOGÍA Y RESULTADOS.....	24
<b>5. CONCLUSIONES .....</b>	<b>32</b>
<b>6. BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>34</b>
<b>7. ANEXOS .....</b>	<b>37</b>
<b>TABLA DE ILUSTRACIONES.....</b>	<b>40</b>

## 1. INTRODUCCIÓN

El concepto de Responsabilidad Social Corporativa (RSC) ha ido evolucionando a lo largo de los años hasta dar paso al término “Sostenibilidad Corporativa”. Los principales instrumentos asociados a la RSC y a la sostenibilidad, recogidos en el artículo de Fernández y Pinillos (2011), han ido apareciendo cronológicamente, de tal forma que, en 1999<sup>1</sup> surgen los Dow Jones Sustainability Indexes. Los Dow Jones Sustainability Indexes fueron los primeros índices que evalúan la actividad financiera de las empresas líderes en sostenibilidad. Existen restricciones para poder entrar en ellos, debiendo cumplir una serie de requisitos económicos, ambientales y sociales a largo plazo. La agencia de sostenibilidad que evalúa las empresas que formaran los índices es RobecoSAM.

En ocasiones se asocia la RSC a la Sostenibilidad Corporativa, sin embargo, es importante que se tenga presente que ambos conceptos no son semejantes. Así Björn Stingso<sup>2</sup> reconoce que no existe una definición única de lo que significa RSC, dependiendo ésta de la cultura, religión o tradición de cada sociedad. A este respecto, existen posturas, como la que mantiene Milton Friedman (1970), que cuestionan la RSC postulando que “hay una y sólo una sola responsabilidad social en las empresas, que es usar y alinear sus recursos y sus actividades para incrementar sus beneficios, siempre que se cumpla con las leyes”

El concepto de “Sostenibilidad Corporativa”, como señalan Fernández y Pinillos (2011), permite superar las limitaciones de la RSC. La Sostenibilidad Corporativa se podría entender como una evolución natural de RSC con el objetivo de vincularla más al valor y al “core bussines” de las empresas.

La literatura en torno a la acepción de la RSC es amplia, al igual que los trabajos que analizan la relación entre la RSC y el rendimiento empresarial, sin que exista consenso acerca de ésta. Por el contrario, el número de trabajos que abordan la Sostenibilidad de las empresas y su efecto sobre el valor que genera es todavía escaso. Es por ello que, el primer propósito de este trabajo es plasmar la evolución que ha tenido el concepto de RSC hasta llegar a la Sostenibilidad Corporativa, asociando la Sostenibilidad Corporativa a la generación de valor para los accionistas.

---

<sup>1</sup> Posteriormente fueron revisados en 2010.

<sup>2</sup> Björn Stingso fue hasta 2012 presidente del Consejo Empresarial Mundial para el Desarrollo Sostenible (World Business Council for Sustainable Development, WBCSD). Asociación formada por unas 200 empresas dedicadas exclusivamente a los negocios y al desarrollo sostenible.

La idea de generación de valor que subyace a la Sostenibilidad será el punto de partida para la consecución del resto de objetivos del trabajo: analizar y ofrecer evidencias empíricas, que no existen hasta ahora, en lo concerniente a la creación de valor por parte de las empresas españolas sostenibles, y a las características de gobierno corporativo y estructura de propiedad de las mismas. Otro de los objetivos es establecer la influencia del consejo de administración<sup>3</sup> y de la estructura de propiedad<sup>4</sup> en la generación de valor de las empresas sostenibles.

Así, siguiendo nuestros objetivos, en primer lugar contrastaremos si las empresas españolas sostenibles generan más valor que las que no lo son y si muestran diferencias en sus consejos de administración y estructura de propiedad.

Posteriormente analizaremos el efecto que tanto el consejo de administración como la estructura de propiedad tienen en la generación de valor de las empresas sostenibles españolas.

La influencia de la composición del consejo de administración y de la estructura de propiedad en las prácticas de RSC ha sido investigada por diversos autores, los cuales establecen las distintas teorías que pueden explicar distintas posibles relaciones. Estas teorías nos servirán de referencia para poder establecer nuestras hipótesis de trabajo.

Para identificar las empresas sostenibles españolas se ha dispuesto del “Yearbook” que anualmente publica la agencia de sostenibilidad RobecoSAM. RobecoSAM clasifica las empresas más sostenibles del mundo atendiendo a un medallero (oro, plata, bronce y mención). El resto de información requerida (consejo de administración, estructura de propiedad y datos financieros) se ha obtenido de los informes anuales que publica la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y de la base de datos SABI.

Atendiendo a la consecución de los objetivos propuestos, el trabajo se ha estructurado en tres partes. En la primera de ellas se hace una revisión del concepto y teorías de la RSC. Seguidamente se ofrece el marco teórico que relaciona RSC y Rendimiento financiero (RF), dejando de manifiesto que es difícil establecer la relación existente. Con estos dos primeros

---

<sup>3</sup> Uno de los mecanismos más importantes del gobierno corporativo es el consejo de administración, por ello utilizaremos las variables caracterizan al consejo para nuestro estudio. Las variables que utilizaremos serán el tamaño del consejo, el nivel de independencia, la diversidad y el tamaño del mismo.

<sup>4</sup> Por el lado de la estructura de propiedad, nos centraremos en la concentración de la propiedad de las empresas y en el tipo de accionista que tienen.

apartados se quiere dejar constancia, como ya se ha señalado, de que no existe un único concepto de RSC y que resulta difícil de establecer y valorar su efecto en las empresas.

A continuación, se ofrecen los argumentos teóricos que explican la influencia del consejo de administración y de la estructura de propiedad sobre la RSC. En algunos de ellos fundamentaremos las hipótesis del trabajo.

En la segunda parte presentamos los puntos claves sobre los que va a girar la Sostenibilidad en nuestro trabajo: el concepto, el fin perseguido y quien la alcanza.

La tercera y última parte comprende el estudio empírico con el que queremos ofrecer evidencias, que no existen, de las empresas españolas sostenibles en lo que respecta a creación de valor, gobierno corporativo y estructura de propiedad.

Por último presentamos las principales conclusiones extraídas del trabajo.

## **2. RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA**

La Responsabilidad Social Corporativa (en adelante RSC), en el ámbito de la empresas asociada a la Responsabilidad Social Empresarial (RSE), es la forma de orientar los negocios de las empresas a tener en cuenta los impactos que sus actividades generan sobre sus empleados, clientes, accionistas, medioambiente y sobre la sociedad en general.

Hasta el año 1999 muchas eran las ideas que se incluían bajo el término RSC. Pero es en 1999 cuando el concepto tiene un antes y un después debido al Pacto Mundial al que se llegó. Por iniciativa de Kofi Annan, ex secretario general de las Naciones Unidas, se desarrollaron una serie de propuestas para que las empresas adopten nuevos principios con el fin de apoyar en los ámbitos de los derechos humanos, medio ambiente, mercados y lucha contra la corrupción.

La RSC debe apoyar los valores de una empresa y debe definirse a través de un conjunto de políticas y prácticas. Según el *Observatorio de Responsabilidad Social Corporativa*<sup>5</sup>, los cinco principios que rigen la RSC para este organismo son:

1. La RSC incluye el cumplimiento de la legislación nacional vigente y especialmente de las normas internacionales en vigor.

---

<sup>5</sup> [http://observatoriorsc.org/wp-content/uploads/2014/08/Ebook\\_La\\_RSC\\_modific.06.06.14\\_OK.pdf](http://observatoriorsc.org/wp-content/uploads/2014/08/Ebook_La_RSC_modific.06.06.14_OK.pdf)

2. Es de carácter global, afecta a todas las áreas de negocio así como las áreas geográficas en donde las empresas desarrollen su actividad.
3. Comporta compromisos éticos, objetivos que se convierten de esta manera en una obligación para quien los contrae.
4. La RSC se manifiesta en los impactos que genera la actividad empresarial en el ámbito social, medioambiental y económico.
5. Se orienta a la satisfacción e información de las expectativas y necesidades de los grupos de interés.

Dentro del concepto de RSC podemos encontrar dos dimensiones: interna y externa.

- Dimensión interna: hace referencia a los Recursos Humanos, es decir personal y trabajadores de una organización.
- Dimensión externa: se refiere a la sociedad en general, clientes, consumidores, proveedores..., en definitiva, grupos de interés con los que se relaciona una empresa.

## 2.1. Clasificaciones teóricas

Son muchas las teorías que tratan de explicar las actividades de RSC. Estas clasificaciones buscan entender el comportamiento de las empresas invirtiendo recursos en RSE para aquellas actividades que son de carácter económico o aquellas de carácter puramente social y ético.

Carroll (1991) explica que es posible distinguir al menos tres tipos de acciones en la responsabilidad social:

1. Acciones de responsabilidad económica<sup>6</sup>,
2. Acciones de responsabilidad legal<sup>7</sup>,
3. Acciones de responsabilidad ética<sup>8</sup>.

Por otro lado, Lantos (2001) señala cuatro focos de compromiso de recursos en actividades de responsabilidad social:

1. Visión de generación de ganancias como fin único<sup>9</sup>.

---

<sup>6</sup> Conjunto de acciones con los que se pretende incrementar la rentabilidad de los accionistas, asignar a los empleados buenos trabajos y ofrecer a los clientes productos de la mayor calidad

<sup>7</sup> Acciones relacionadas con el cumplimiento de leyes y normas establecidas de antemano.

<sup>8</sup> Conjunto de hechos que conducen la cultura de la empresa ha situaciones correctas y justas, evitando perjudicar a terceras personas.

<sup>9</sup> Perspectiva situada dentro del contexto económico de la RSC. El objetivo prioritario de la empresa es generar valor y la única obligación que tiene la organización es respetar las normas y leyes en vigor.

2. Visión de generación de ganancias en un ámbito limitado<sup>10</sup>.
3. Visión de bienestar social<sup>11</sup>.
4. Visión de empresa al servicio de la comunidad<sup>12</sup>.

Cancino y Morales (2008) distinguen cuatro clasificaciones teóricas sobre este concepto.

1. *Teorías Instrumentales.*

Estas teorías se engloban en el marco de las actividades de carácter social que posibilitan el cumplimiento de objetivos relacionados con la creación riqueza empresarial. Las empresas que apliquen esta teoría intentarán desarrollar acciones encaminadas a la obtención del mayor beneficio posible para sus accionistas. Desde este punto de vista existe una relación directa entre RSC y creación de riqueza, siendo el aspecto económico de esta interacción entre sociedad y empresa el único factor que importa a la hora de emprender un negocio.

2. *Teorías Integradoras.*

Estas teorías explican cómo se desarrollan las actividades de RSC con el deseo de integrar demandas sociales como el cumplimiento de leyes, las políticas públicas y la gestión de los intereses individuales de los grupos de interés de una empresa. Estudios como el de Cancino y Morales (2008) señalan que las empresas deben respetar las instituciones determinadas por cada sociedad.

3. *Teorías de Carácter Político.*

Esta teoría señala que las empresas a medida que van introduciéndose en una sociedad van ganando poder social. Las investigaciones exponen que existe una relación o contrato social entre las empresas y la comunidad en la que se encuentra, que viene dado por el poder y la autoridad que cada organización tiene en la economía. Bajo este punto de vista, la empresa es presionada por la sociedad para que dirija sus acciones a la colaboración social. Esta teoría no considera la creación de riqueza un aspecto para considerar una empresa como socialmente responsable.

---

<sup>10</sup> Al igual que la anterior, es una visión relacionada con la perspectiva económica de la RSC. Pero en este caso, la empresa además de cumplir con las leyes establecidas, también respeta las reglas impuestas por el entorno en el que se encuentra.

<sup>11</sup> En esta perspectiva la ética es llevada a un nivel superior. La empresa debe ser consciente de los efectos negativos que puede originar en la sociedad y hacerse responsable de ella gestionando las externalidades negativas que puedan surgir. Esta visión integra las relaciones de una empresa y sus grupos de interés.

<sup>12</sup> Perspectiva vinculada al altruismo, establece que las empresas deben utilizar sus recursos de manera eficiente con el fin de mejorar el bienestar en la sociedad.

4. *Teorías sobre Ética y Moral en los Negocios.*

Estas teorías analizan el desarrollo de las prácticas de RSC como respuesta al cumplimiento de los derechos universales como el respeto a los derechos humanos, derechos de la fuerza de trabajo o el respeto por el medioambiente. Los trabajos basados en estas teorías se centran en acciones que consiguen el bien común. Se destacan los valores éticos y el servicio que hacen las empresas a la sociedad.

## 2.2. Responsabilidad Social Corporativa y Rendimiento Financiero

Como se puede observar, algunas teorías, acciones de responsabilidad económica (visión de generación de ganancias como fin único), teorías instrumentales y acciones de responsabilidad económica, identifican la RSC con la obtención de riqueza, medida está, en la mayoría de los trabajos, a través de la rentabilidad financiera (RF).

La relación entre la RSC y el RF ha sido objeto de estudio por parte de numerosos autores, sin embargo, los resultados obtenidos han dispareos no pudiendo establecer una única relación.

Como señalan Carrasco et al. (2014) el marco teórico está integrado por varias teorías que tratan explicar las relaciones causales entre RSC y el RF.

En esta línea, Gómez (2008) señala que estas teorías difieren según el signo de la relación, que puede ser positiva, negativa o neutra. Las relaciones teóricas<sup>13</sup> que pueden darse entre RSC y RF se presentan en la siguiente ilustración:

**Ilustración 1:** Tipos de relaciones entre RSC y RF

Secuencia Causal	Signo de la relación		
	Positivo	Neutral	Negativo
RSC → PF	Hipótesis del impacto social	Hipótesis de las variables «moderadoras»	Hipótesis del <i>trade-off</i>
PF → RSC	Hipótesis de la disponibilidad de fondos		Hipótesis del oportunismo de los directivos
RSC ↔ PF	Sinergia positiva		Sinergia negativa

Fuente: Gómez (2008)

<sup>13</sup> En la relación causal se establece un contraste en el que la variable independiente es la RSC, pudiendo ser también la variable dependiente.

- *Hipótesis del impacto social.* Sugiere que niveles altos (bajos) de RSC llevan a niveles altos (bajos) de RF. Una teoría que refleja este hecho es la de los stakeholders ya que la RSC permite satisfacer a varios de ellos mejorando la reputación de la empresa, lo cual mejora el RF.
- *Hipótesis de la disponibilidad de fondos.* Niveles altos (bajos) de RF conducen a niveles altos (bajos) de RSC. El comportamiento de las empresas depende de los recursos que tenga disponibles, por eso cuanto mayor sea esta disponibilidad, mayor será el RF lo que se traducirá en un nivel más alto de actividades de RSC dentro de las empresas.
- *Sinergia positiva entre RSC y RF.* Esta hipótesis plantea un círculo virtuoso entre ambas variables. A mayor RSC, mejor RF, posibilitando una mayor gestión y comunicación de la RSC.
- *Hipótesis del trade-off.* Niveles altos (bajos) de RSC llevan a niveles bajos (altos) de RF. Esta hipótesis se basa en que en el argumento de que el único objetivo de las empresas es maximizar sus beneficios. Al aumentar la RSC, las empresas incurren en costes innecesarios, pierden ventaja respecto a sus competidores, y consecuentemente su rentabilidad disminuye.
- *Hipótesis del oportunismo de los directivos.* Niveles altos (bajos) de RF llevan a niveles bajos (altos) de RSC. Los directivos anteponen sus intereses personales a los de la compañía. En estas situaciones puede suceder que cuando el RF es alto, los directivos disminuyan las actividades de RSC con el fin de maximizar sus ingresos durante un corto periodo de tiempo.
- *Sinergia negativa entre RSC y RF.* Según esta hipótesis existe un círculo vicioso al combinar las dos hipótesis anteriores entre la RSC y el RF.
- *Hipótesis de las variables moderadoras.* No existe una relación clara entre ambas variables, pero esta hipótesis sugiere algunas variables (gasto en I+D) que pueden moderar esta relación.

### **2.3. Gobierno corporativo y RSC**

Bajo la RSC las empresas se replantean la relación que tienen con los grupos de interés, y cada vez es más frecuente que los directivos, además de tener en cuenta los intereses de sus accionistas, también se preocupen por satisfacer los intereses de clientes, proveedores, empleados e inversores de la propia empresa.

Por gobierno corporativo entendemos a las instituciones, reglas y prácticas que certifican el poder de los directivos en las empresas. Esta certificación resulta de la eficiencia de los mecanismos de control, tanto internos (control accionistas y consejo de administración) como externos (mercado financiero, laboral y el entorno en el que nos encontramos). En numerosos estudios se refleja el impacto positivo que tiene el gobierno corporativo sobre el marco social. Tanto los directivos como otros grupos de interés se interesan por cuestiones sociales, por lo que los grupos de interés de las empresas deberían mejorar las prácticas de gobierno corporativo, y de alguna manera impulsar a los accionistas hacia empresas socialmente responsables.

Los trabajos de Cabeza et al., (2014) y Ducassy y Montandrou, (2015) analizan la relación entre gobierno corporativo y la RSC bajo dos enfoques:

1. *Teoría de agencia. Relación entre directivos y accionistas de la empresa.*

El consejo de administración es el encargado de controlar las decisiones de los directivos con el fin de proteger los intereses de sus accionistas. Una organización con un buen gobierno corporativo tratará minimizar los costes de agencia.

2. *Teoría de los grupos de interés o stakeholders.*

Considera la relación entre la empresa y la sociedad, teniendo en cuenta a los grupos de interés. Desde este punto de vista, las actividades de RSC suponen una adquisición de responsabilidad medioambiental y social para las empresas, así como una mejora en su reputación.

Uno de los mecanismos más importantes del gobierno corporativo es el consejo de administración. El tamaño del consejo, la independencia, la actividad y la diversidad, entre otros<sup>14</sup>, pueden resultar fundamentales en las prácticas de RSC.

A continuación se exponen las posibles implicaciones que las distintas características del consejo de administración podrían tener.

1. *Tamaño del consejo de administración de la empresa.*

Cabría pensar que una empresa con un consejo de administración muy grande será más ineficiente debido a las diferencias que pueden llegar a existir y a la dificultad de coordinar a todos los individuos, lo que complicará la toma de decisiones. Sin embargo, muchos autores defienden que los consejos con gran tamaño tienen la

---

<sup>14</sup> Aspectos culturales, legales y políticos también pueden influir en la orientación de la empresa hacia la RSC.

capacidad de reunir a directivos con diferentes características. Así se ha contrastado que contra más grande sea el consejo de administración de una empresa, mayores serán las prácticas de RSC que se llevarán a cabo.

### 2. *Nivel de independencia del consejo de administración.*

Para incluir la independencia del consejo son necesarios miembros que no tienen nada que ver con la empresa, por ello este tipo de consejeros, como no están atados a la empresa, pueden tener más interés en demostrar que la empresa es socialmente responsable, asumiendo compromisos sociales que satisfagan los intereses de las partes. Un consejo con mayor porcentaje de independientes supondrá un mayor compromiso en las actividades de RSC

La evidencia empírica demuestra que un aumento de consejeros independientes<sup>15</sup> incrementa las actividades de RSC de la empresa. Por el contrario se constata que un alto número de consejeros internos<sup>16</sup> dentro de la empresa reduce las actividades de RSC.

### 3. *Diversidad del consejo de administración.*

Para que un consejo sea efectivo es necesaria la diversidad. La variedad de ideas y opiniones que puedan existir ayudará a entender las necesidades de los grupos de interés de la empresa. Dos características de esta diversidad pueden ser el género y la nacionalidad.

La primera establece que los miembros del consejo se comportan según sus estereotipos. En el caso de las mujeres la literatura establece que este género tiene más empatía en cuanto a las cuestiones sociales y medioambientales, por lo que las mujeres tienden a favorecer la RSC de la empresa.

En cuanto a la segunda característica, la nacionalidad, se considera que un consejo con miembros extranjeros favorece las actividades de RSC, esto es debido a las diferentes culturas, valores, experiencias e ideas que pueden existir. Por lo tanto, en un consejo con mayor diversidad, mayor será el compromiso con las prácticas de RSC.

---

<sup>15</sup> Los consejeros independientes representan los intereses de los accionistas pero no tienen un cargo dentro de la empresa.

<sup>16</sup> Consejeros internos son aquellos que forman parte del equipo directivo de la empresa.

#### 4. *Actividad del consejo de administración.*

Algunos autores establecen que los consejos más activos, es decir que celebran más reuniones, son más eficientes y tienden a mejorar los intereses de la empresa. Sin embargo también encontramos la postura contraria que establece que reunirse muchas veces puede ser ineficiente, afectando negativamente a los resultados.

## 2.4. Estructura de propiedad y RSC

Otro de los factores claves en las prácticas de RSC es la estructura de propiedad. Cabe citar las siguientes relaciones entre RSC y estructura de propiedad (Ducassy y Montandrou (2015), Cabeza et al. (2014)).

### 1. *Concentración de la estructura de propiedad y RSC.*

Según la teoría de agencia, el accionista (principal), delega en el directivo (agente) la toma de decisiones con el fin de aumentar el valor de la empresa, pero el riesgo que tiene es que el agente puede ser oportunista y mirar solamente en su propio beneficio. Para evitar esta situación son necesarios mecanismo de control para minimizar los costes de agencia. Un mecanismo interno muy utilizado es la concentración de la estructura de propiedad de la empresa. Las empresas llevaran a cabo actividades de RSC dependiendo de su estructura de propiedad. Así, la relación entre estos dos conceptos puede ser positiva o negativa.

La concentración de la estructura de propiedad de una empresa puede tener influencia positiva en las actividades de RSC. Esta relación positiva puede darse por varias razones:

1. Una compañía debe satisfacer los intereses de los grupos de interés que tiene y no sólo los de sus accionistas, en este caso la concentración de la estructura de propiedad es mayor, los grupos de interés prefieren estar informados y participar en las decisiones.
2. Uno de los objetivos que tienen los accionistas de una empresa es mantener su reputación, por ello las iniciativas de RSC tienden a ser un mecanismo de protección contra posibles adversidades que puedan darse dentro de la empresa. Tener una empresa catalogada como socialmente irresponsable puede tener alto coste, es por ello que los accionistas cada vez son más conscientes de la ventaja que supone tener una empresa descrita como social.

Pero también podría existir una relación negativa entre la concentración de la estructura de propiedad y la RSC. Contra mayor sea la concentración de la estructura de propiedad de la empresa, las actividades de RSC pasaran a un segundo plano. Mientras que si la concentración es más dispersa, la RSC de la empresa será más importante debido a la existencia de asimetrías de información.

Las empresas europeas cuentan con grandes diferencias en cuanto a la estructura de propiedad de sus empresas, estas diferencias pueden asociarse a la protección con la que cuentan los inversores de determinados países. Esto puede suponer un problema a la hora de tomar decisiones en una empresa cuando existe un accionista que cuenta con casi todas las participaciones de la empresa. En estos casos, el accionista “dominante”, como señalan López de Foronda y López-Iturriaga (2009), tiene el poder para tomar las decisiones, este hecho puede dar lugar a comportamientos oportunistas en detrimento del resto de accionistas. En esta situación podemos pensar que la empresa tenderá a realizar menos prácticas de RSC. Para evitar esto sería conveniente que existirán varios accionistas dentro de la empresa y que la toma de decisiones sea consensuada.

## 2. *Tipo de accionistas y RSC.*

Según el tipo de accionistas, los intereses que tiene cada tipo de inversores pueden ser diferentes y la forma de actuar será dispar. Así cabe distinguir dos tipos de accionistas:

### 1. Propiedad familiar.

Numerosos estudios han demostrado que las empresas familiares son más eficientes, por lo que podemos intuir que estas empresas estarán más comprometidas con la reputación que pueda tener la empresa, e invertirán más en RSC que otras empresas. Las empresas familiares pueden tener más conciencia de los problemas sociales.

### 2. Inversores institucionales.

La participación de este tipo de inversores en la estructura de propiedad de las empresas cada vez es mayor. Este tipo de inversores tratan de maximizar el binomio riesgo–rentabilidad. Tienen menos costes para entrar y procesar la información, por lo que evitan las empresas con mucha asimetría de información y ejercen más control que otro tipo de accionista.

### 3. DE LA RSC A LA SOSTENIBILIDAD CORPORATIVA

#### 3.1. Sostenibilidad Corporativa

Como ha quedado de manifiesto el concepto de RSC ha ido desarrollándose a lo largo de los años<sup>17</sup>, surgiendo un nuevo concepto asociado a la creación de valor de la empresa. Este término es conocido como **Sostenibilidad Corporativa**. Fernández y Pinillos (2011) definen **Sostenibilidad Corporativa** como un progreso natural del concepto Responsabilidad Social Corporativa, y cuyo objetivo es vincular este término al valor y al corazón empresarial de cada compañía. Las empresas buscan crear el máximo valor posible para sus accionistas y para ello las compañías necesitan realizar una serie de cambios.

Muchas son las ocasiones en la que escuchamos hablar de movimiento o desarrollo sostenible y lo asociamos con temas medioambientales, sin embargo, el primer enunciado del término sostenibilidad aparece en el informe Brundthlan (1987) que define el término de la siguiente manera: “Desarrollo sostenible es aquel que satisface las necesidades del presente sin comprometer las generaciones futuras de satisfacer sus propias necesidades”. John Elkington, en 1997, desarrolló la idea de que una empresa para ser identificada como sostenible debe cumplir con un triple objetivo: “*ser económicamente viable, ser beneficiosa con la sociedad y ser responsable con el medio ambiente*”. Como señalan Fernández y Pinillos (2011) el término de sostenibilidad no es nuevo, sin embargo es un concepto poco conocido.

Según Fernández y Pinillos (2011) el concepto de sostenibilidad utilizado por los Índices Dow Jones Sustainability (DJSI) puede ser la línea de avance que necesita la RSC. La definición propuesta por este índice es la siguiente: “**la sostenibilidad corporativa es un enfoque de negocio que persigue crear valor a largo plazo para los accionistas mediante el aprovechamiento de oportunidades y la gestión eficaz de los riesgos asociados al desarrollo económico, medioambiental y social**” (Fernández y Pinillos, 2011)

Esta definición es muy relevante por tres motivos:

1. Se centra en el corazón de cada negocio.
2. Se asocia a inversiones a largo plazo que generen valor para el accionista, se evitan operaciones especulativas.

---

<sup>17</sup> En ocasiones se ha asociado a la RSC con programas de carácter social que no tienen nada que ver con la verdadera actividad que realiza la empresa. Ello ha motivado un cambio en el concepto de concepto RSC debido a las limitaciones que presenta.

3. Posibilita nuevas oportunidades de negocio y permite gestionar el riesgo que existe en los mercados.

En conclusión, el concepto sostenibilidad corporativa ayuda a superar las carencias de la RSC, y se entiende como una evolución natural de este término. En la Figura 2 se muestra esta evolución:

**Ilustración 2:** De la RSC hacia la Sostenibilidad Corporativa

Impulsar el concepto de sostenibilidad corporativa para superar las limitaciones endémicas de la RSC		
RSC	Sostenibilidad corporativa	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Énfasis en presencia internacional (índices, instituciones, etc.).</li> <li>• Énfasis en acción social (patrocinios sociales para mejorar imagen).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Énfasis en la creación de redes con instituciones nacionales y multinacionales cofinanciadoras de proyectos.</li> <li>• Énfasis en innovación social (del patrocinio al capital semilla para nuevos negocios con impacto) y en reducción de costes (eficiencia energética).</li> </ul>	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Énfasis en reporte y en su extensión a países.</li> <li>• Tímida implantación de códigos éticos, más basados en el cumplimiento.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Énfasis en los procesos de verificación y mejora resultantes del informe.</li> <li>• Nueva cultura interna basada en la maximización de los códigos éticos. Desarrollo de normas y procedimientos internos para minimización de riesgos.</li> </ul>	Riesgos
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Paneles de diálogo “para todos” <i>multistakeholder</i>.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Diálogo con grupos específicos para encontrar fórmulas de cocreación.</li> </ul>	Compromiso

Fuente: Fernández y Pinillos (2011)

### 3.2. Creación de valor y Oportunidades de Crecimiento

Partiendo de que la sostenibilidad persigue la creación de valor a largo plazo mediante el aprovechamiento de oportunidades, resulta crucial poder cuantificar la creación de valor e identificar las oportunidades para crearlo.

La creación de valor es el objetivo de toda buena gestión<sup>18</sup>. Las empresas tienen, cada vez, más presente el concepto de valor, y las medidas que toman van encaminadas a su consecución. La cuestión estriba en cómo medir el valor creado.

Se entiende por valor de la empresa el valor del conjunto de elementos, materiales, inmateriales y humanos que integran o constituyen la empresa. Se trata de un valor o precio

<sup>18</sup> Si tiempo atrás el objetivo de una empresa fue la maximización del beneficio, este objetivo ha sido relegado por el de creación de valor.

de conjunto, de la empresa como organización, que incluye no sólo el valor en el presente de los diferentes bienes, derechos y obligaciones integrantes en su patrimonio.

Myers (1977) divide el valor de mercado de una empresa en dos partes: el valor actual de activos y el valor de las oportunidades de inversión. La diferencia fundamental entre ambos es que el valor de las oportunidades de inversión depende de futuras inversiones. Así Adam y Goyal (2008) y Cabeza et al. (2012) identifican la creación de valor de las empresas con las oportunidades de inversión que éstas tengan.

Las medidas que estos autores utilizan como proxy de la creación de valor son:

*1. Ratio MBA (Valor de mercado de los activos)*

$$MBA = (\text{Capitalización} + \text{Deuda largo plazo} + \text{Deuda corto plazo}) / (\text{Valor en libros de los activos})$$

El ratio MBA tiene en cuenta el valor de los activos de la empresa así como las oportunidades de inversión de la misma.

Un alto valor de este ratio indica que la empresa tiene más oportunidades de inversión, en términos relativos, en comparación a sus activos.

Este ratio puede, también, ser utilizado como una proxy de otras variables como la actuación del gobierno de la empresa, la calidad de la dirección o el valor de la firma.

*2. Ratio MBE (Valor de mercado de los fondos propios)*

$$MBE = \text{Capitalización} / \text{Fondos Propios}$$

El MBE mide el valor presente de los flujos de caja de los accionistas, activos y las oportunidades de inversión futuras que pueda tener la empresa. En definitiva, es un ratio que representa el valor acumulado que han generado los activos de la empresa. La principal diferencia con el ratio anterior, el MBA, es que este ratio no necesita información de la deuda que tenga la empresa.

Es destacable señalar que este ratio está afectado por el apalancamiento de las empresas, la literatura señala que el apalancamiento que puede tener una empresa es consecuencia de las oportunidades de inversión que tenga la misma firma. Por todo ello, las empresas con poca capacidad de crecimiento y que deciden tener una estructura con mucha deuda tendrán unos ratios MBE más altos que las empresas con grandes oportunidades de crecimiento.

### *3. Ratio EP (Beneficio por acción-Precio acción)*

$$EP = (\text{Beneficio por acción}) / (\text{Precio por acción})$$

Este último ratio relaciona los beneficios por acción obtenidos por la empresa con el precio de las acciones.

Numerosos autores defienden que un alto valor en este ratio indica que un alto valor de los fondos propios de una empresa se debe más a los propios activos de la empresa que a las propias oportunidades de crecimiento que pueda tener la propia firma.

### **3.2. Agencias de evolución de la sostenibilidad: RobecoSAM**

Las agencias de rating y analistas de sostenibilidad evalúan el modelo de gestión de las empresas y su nivel de cumplimiento en materia económica, social, ambiental y de buen gobierno corporativo. Hay agencias que han creado índices de sostenibilidad. Este es el caso de SAM Group que creó los índices Dow Jones Sustainability sobre múltiples índices bursátiles.

SAM Grup, RobecoSAM<sup>19</sup>, es una compañía de inversión universal enfocada casi de forma exclusiva a temas de sostenibilidad. En 1999 RobecoSAM y el Índice Dow Jones se unen y crean el Índice Dow Jones de Sostenibilidad (DJSI).

Las principales áreas de negocio que tiene esta compañía son:

- Gestión de activos: inversión en empresas sostenibles.
- Índices de sostenibilidad: Dow Jones Sustainability Index (DJSI) y la serie S&P ESG Index.
- Capital privado
- Servicios de Sostenibilidad: Análisis de Sostenibilidad Corporativa (CSA) anual de los factores económicos, sociales, y medioambientales (ESG) de 3.900 empresas cotizadas.

Esta agencia, enfocada en temas de sostenibilidad corporativa, se basa en dos principios<sup>20</sup>:

1. Las acciones sostenibles que tienen lugar en las empresas son esenciales para crear valor a largo plazo para los accionistas.

---

<sup>19</sup> Esta compañía, cuya sede central se encuentra en Zúrich (Suiza), fue fundada en 1995 por Reto Ringger.

<sup>20</sup> <http://www.robecosam.com/>

2. Los factores de sostenibilidad representan oportunidades y riesgos derivados de los desarrollos económicos, sociales y ambientales que las empresas deben afrontar para poder seguir siendo competitivas.

Con el fin de poder cuantificar la inversión que las empresas hacen en estos desarrollos, RobecoSAM ha desarrollado la Evaluación de Sostenibilidad Corporativa (CSA), identificado a las empresas que mejor reconozcan las oportunidades y riesgos relacionados con la sostenibilidad.

Cada año más de 3.400 empresas cotizadas, pertenecientes a 60 industrias, de todo el mundo son invitadas a participar en esta evaluación. Estas empresas deben responder entre 80-120<sup>21</sup> preguntas relativas a la industria en la que se encuentran, a temas económicos, sociales y ambientales que influyen en el éxito de las empresas. Los resultados obtenidos tienen un amplio abanico de aplicaciones<sup>22</sup>.

RobecoSAM, gracias a la recopilación de información a lo largo de los años, ha creado una de las mayores bases de datos de sostenibilidad corporativa a nivel mundial.

Cada año, desde 2008, RobecoSAM elabora “The Sustainability Yearbook”, donde aparecen en un ranking el 15% de las empresas que más destacan en cada una de las industrias, clasificadas en cuatro categorías:

1. RobecoSAM medalla de Oro (*RobecoSAM Gold Class*)  
Empresas de la industria con una puntuación mínima de 60, y que está dentro del 1% de la empresa con mejor rendimiento.
2. RobecoSAM medalla de Plata (RobecoSAM Silver Class)  
Empresas con puntuación de por lo menos 57 puntos, y dentro del 1% y 5% del puntaje de la empresa con mejor desempeño.
3. RobecoSAM medalla de Bronce (RobecoSAM Bronze Class)  
Empresas con al menos 54 puntos y dentro del 5% y 10% de la puntuación de la empresa con mejor puntuación.
4. RobecoSAM mención

Asimismo existe la categoría “Industry Mover” que identifica a las empresas que se encuentran entre el 15% de las empresas con mejor rendimiento de cada industria y que han

---

<sup>21</sup> Ejemplo de cuestionario:

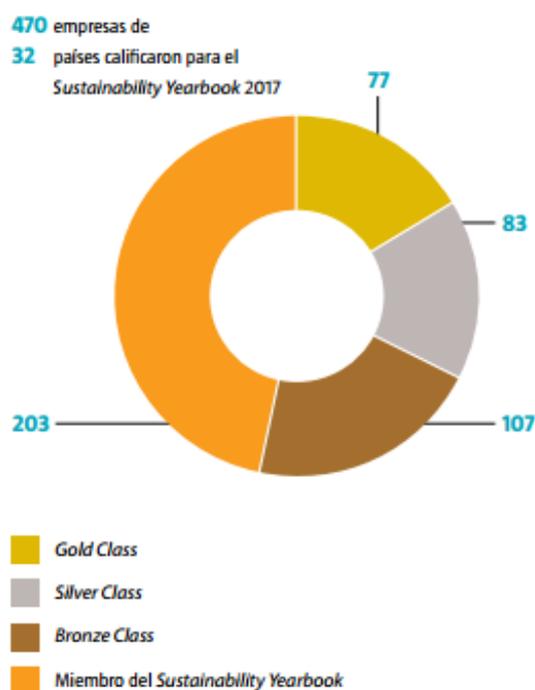
<http://www.robecosam.com/en/sustainability-insights/about-sustainability/corporate-sustainability-assessment/sample-questionnaire.jsp>

<sup>22</sup> [http://www.robecosam.com/images/RobecoSAM\\_One\\_questionnaire\\_a\\_multitude\\_of\\_uses.pdf](http://www.robecosam.com/images/RobecoSAM_One_questionnaire_a_multitude_of_uses.pdf)

mejorado su desempeño de sostenibilidad en mayor proporción comparándolo con el año anterior. Para entrar en el “Yearbook”, las empresas deben estar entre el 15% con mejor desempeño dentro de ese sector. Todas las empresas que se incluyen y no reciben medalla aparecen en el listado como miembros del “Sustainability Yearbook”.

En el “Sustainability Yearbook 2017”, 470 empresas de 32 países diferentes (3.420 participaron en el CSA) fueron catalogadas como las más sostenibles del mundo, y se clasificaron de la siguiente forma:

**Ilustración 3:** Número de empresas por categoría en 2016



Fuente: RobecoSAM: The Sustainability Yearbook 2017

De la 77 medallas de oro que se han otorgado en 2016, Estados Unidos es el país que cuenta con más, 12 en total, seguido de Francia, con 8, Alemania que tiene 7 empresas con esta categoría y Suiza y Australia con 6.

#### **4. CREACIÓN DE VALOR Y SOSTENIBILIDAD DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS: EVIDENCIA EMPÍRICA.**

En este apartado en primer lugar ofrecemos una panorámica de las empresas españolas sostenibles para posteriormente presentar la evidencia empírica del análisis empírico.

Como se ha indicado RobecoSAM publica anualmente un “Yearbook” con las empresas más sostenibles del mundo. Cada año más de 3.000 empresas participan en el análisis que realiza para estudiar la sostenibilidad de las empresas de todo el mundo. De esas 3.000 sólo unas 400, dependiendo del año, forman el ranking de empresas sostenibles, de éstas últimas casi el 50 % son empresas europeas.

La siguiente tabla recoge para el periodo 2008-2015 el número de empresas europeas que han formado parte del ranking de empresas sostenible.

**Tabla 1:** Número de empresas europeas sostenibles (2008-2015)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Total de empresas europeas en el medallero cada año</b>	178	186	196	186	188	197	189	191
<b>% de empresas europeas en el medallero</b>	48,8	51,2	50,3	45,6	43,4	42,5	41,1	41,7

Fuente: Elaboración propia

Del total de empresas, Reino Unido, Francia, Alemania, España y Suiza forman el “top cinco” de países que a lo largo de este periodo de tiempo cuentan con más empresas en el ranking. A continuación, la tabla 2 muestra de forma desglosada el número de empresas, por países de la Unión Europea, que han formado parte del ranking elaborado por RobecoSAM a lo largo del periodo 2008-2015.

**Tabla 2:** Número de empresas, por país europeo, que han formado parte del ranking de RobecoSAM

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Reino Unido</b>	65	66	58	56	53	56	52	51
<b>Francia</b>	27	27	32	29	30	31	36	34
<b>Alemania</b>	24	22	27	26	28	27	25	27
<b>España</b>	16	19	21	20	19	22	20	20
<b>Suiza</b>	14	11	14	13	12	14	14	16
<b>Italia</b>	7	11	14	14	15	14	14	13
<b>Finlandia</b>	7	7	8	8	8	9	10	9
<b>Suecia</b>	6	8	8	7	8	9	7	10
<b>Dinamarca</b>	4	5	4	5	5	4	3	3
<b>Bélgica</b>	3	3	3	2	2	4	4	3
<b>Portugal</b>	3	3	4	3	4	4	4	4
<b>Irlanda</b>	2	1	1	1	1	1	0	0
<b>Austria</b>	0	1	0	0	1	0	0	0
<b>Grecia</b>	0	1	1	1	1	1	0	0
<b>Hungría</b>	0	1	1	1	1	1	0	1

Fuente: Elaboración propia

Como se puede apreciar las empresas inglesas, dentro de la Unión Europea, son las más numerosas a lo largo de estos nueve años. Le siguen las empresas francesas, en torno a 30 compañías de este país han formado parte de este medallero cada año, y las empresas alemanas, que rondan entre las 22 y 28 empresas.

En todos estos años la proporción de empresas españolas sobre las europeas es aproximadamente del 10 %, representando en torno al 4,5% a nivel mundial.

En cuanto al sector al que pertenecen las empresas del ranking hay mucha diversidad. Las empresas que componen el ranking pertenecen a 60 sectores diferentes, siendo el sector financiero y de los seguros los que cuentan con la mayor representación. Cada año en torno a 15 bancos y 10 corredurías están incluidas en este listado<sup>23</sup>. Al margen de estos dos sectores, a nivel europeo destacan el sector de los medios de comunicación (telecomunicación), el sector químico y el de la maquinaria.

En el caso de España, al igual que en Europa, las más destacadas son las empresas financieras seguidas de las de las empresas de la industria eléctrica y de las del gas<sup>24</sup>.

La tabla 3 recoge el medallero de las empresas españolas.

**Tabla 3:** Medallero empresas Españolas a lo largo del periodo 2008-2015

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Total</b>	16	19	21	20	19	22	20	19
<b>Medalla de oro</b>	5	9	8	6	5	5	1	1
<b>Medalla de plata</b>	5	3	4	8	3	3	4	5
<b>Medalla de bronce</b>	4	5	4	5	5	7	6	7
<b>Mención en el ranking</b>	2	2	5	1	6	7	9	6

Fuente: Elaboración propia

El número de empresas españolas que han formado parte de este medallero ha estado comprendido, según el año, entre las 16 y 22 empresas. El porcentaje de medallas de oro al inicio del periodo era del 31%, un año después, en 2009, el número de empresas con esta distinción era casi el 50 %. Sin embargo, a partir del año siguiente, el número de empresas que recibían esta medalla se redujo, hasta llegar al 5 % en 2015. Por el contrario, el número

<sup>23</sup> En nuestro estudio no incluiremos estos sectores por carecer de datos financieros y de estructura de propiedad.

<sup>24</sup> El listado de empresas se encuentra en el anexo I.

de empresas que han recibido medallas de bronce y con mención ha incrementado a lo largo del periodo pasando de un 25 % a un 36 % y de un 12,5 % a un 31,5 % respectivamente.

#### **4.1. Base de datos**

Para realizar el análisis empírico hemos creado una base de datos compuesta por el conjunto de empresas españolas que han cotizado en el Ibex 35 a lo largo del periodo comprendido entre 2008 y 2015<sup>25</sup>, un total de 43 empresas. Destacar que se han excluido tanto empresas financieras como de seguros debido a la carencia de datos.

Las empresas están clasificadas como sostenibles o no atendiendo al ranking de sostenibilidad elaborado por RobecoSAM<sup>26</sup>. En el Anexo I quedan recogidas en una tabla las empresas españolas que han aparecido en el medallero a lo largo de estos nueve años, así como las medallas recibidas.

Los datos de gobierno corporativo, composición del consejo de la empresa, han sido obtenidos de los Informes Anuales que realiza la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Por último de SABI se han extraído los datos de estructura de propiedad y los datos financieros necesarios para calcular las variables proxys de creación de valor y las variables de control del modelo.

#### **4.2. Metodología y Resultados.**

Como ya hemos señalado el propósito del trabajo, a nivel empírico, es ofrecer evidencia en lo referente a:

- 1- el valor que generan las empresas sostenibles frente a las que no los son.
- 2- si la composición del consejo de administración y de la estructura de propiedad están detrás de que las empresas sean más o menos activas a la hora de emprender acciones encaminadas a la sostenibilidad y, consecuentemente, a la creación de valor.
- 3- la relación que se establece entre el consejo de administración, la estructura y el valor generado por las empresas sostenibles.

---

<sup>25</sup> Es en 2008 cuando RobecoSam incluye en el Yearbook el medallero.

<sup>26</sup> Como hemos señalado, este ranking se elabora de manera anual y son miles las empresas que participan en él, sin embargo, unas pocas son las afortunadas que aparecen en dicho listado.

Para la consecución de los dos primeros objetivos planteamos las siguientes hipótesis de trabajo:

- La primera hipótesis referente al valor que generan las empresas sostenibles, es:

**Hipótesis 1.** Las empresas sostenibles generan mayor valor que las empresas no sostenibles.

- En lo relativo al consejo de administración las hipótesis de contraste<sup>27</sup> son:

**Hipótesis 2.** Las empresas sostenibles tienen consejos de administración mayores que las empresas no sostenibles.

**Hipótesis 3.** Las empresas sostenibles tienen un mayor porcentaje de independientes que las empresas no sostenibles.

**Hipótesis 4.** Las empresas sostenibles tienen consejos de administración con mayor diversidad que las empresas no sostenibles.

**Hipótesis 5.** Las empresas sostenibles tienen consejos activos que las empresas no sostenibles.

- Respecto a la estructura de propiedad las hipótesis son<sup>28</sup> las siguientes:

**Hipótesis 6.** Las empresas sostenibles tienen estructuras de propiedad más concentradas que las empresas no sostenibles.

**Hipótesis 7.** Las empresas sostenibles tienen un mayor porcentaje de inversores institucionales que las empresas no sostenibles.

Las variables que nos permitirán contrastar las hipótesis han sido tomadas atendiendo a los trabajos de Nieto et al. (2012), Cuadrado et al. (2015) y López de Foronda López-Iturriaga, (2009).

## 1. Variable proxy de generación de valor

$MBA^{29} = \text{Valor de Mercado de los activos}$

$$MBA = \frac{\text{Capitalización} + \text{Deuda largo plazo} + \text{Deuda corto plazo}}{\text{Valor en libros de los activos}}$$

## 2. Variables de gobierno corporativo, consejo de administración

$TC = N^{\circ} \text{ de consejeros}$

---

<sup>27</sup> Estas hipótesis se sustentan en los argumentos teóricos expuestos en el apartado 3.3.

<sup>28</sup> Estas hipótesis se sustentan en los argumentos teóricos expuestos en el apartado 3.4.

<sup>29</sup> De las tres variables, MBA, MBE y PE, siguiendo a Adam y Goyal (2008), se ha tomado el MBA. Estos autores demuestran que es la proxy que tiene un mayor contenido informacional respecto de las oportunidades de inversión.

$NIC = \%Capital \text{ en manos del consejo}$

$NIE = \%Capital \text{ en manos de los ejecutivos}$

$NII = \%Capital \text{ en manos de consejeros independientes}$

$DC = N^\circ \text{ de consejeras}$

$AC = N^\circ \text{ de reuniones}$

### 3. Variables de estructura de propiedad

$C5 = \%Propiedad \text{ de los cinco mayores accionistas}$

$II = \%Participación \text{ de los inversores institucionales.}$

En las tablas 4, 5 y 6 se recogen los estadísticos descriptivos<sup>30</sup> de las variables para el periodo 2008-2015:

**Tabla 4:** Estadísticos descriptivos de la variable proxy de creación de valor

	Media	Desviación típica	Mediana	Rango	Mínimo	Máximo
<b>Toda la muestra</b>						
MBA	3,6050	5,7579	1,9058	46,8958	0,0000	46,8958
<b>Empresas sostenibles</b>						
MBA	4,1229	6,5752	2,0182	46,8958	0,0000	46,8958
<b>Empresas no sostenibles</b>						
MBA	4,1229	6,5752	2,0182	8,7684	0,0000	8,7684

Fuente: Elaboración propia

**Tabla 5:** Estadísticos descriptivos de las variables del consejo de administración

	Media	Desviación típica	Mediana	Rango	Mínimo	Máximo
<b>Toda de la muestra</b>						
TC	13,3949	3,0634	13	13	8	21
DC	1,8786	1,2539	2	5	0	5
NIC	13,8815	20,5623	0,3850	80,155	0	80,155
NIE	15,4803	6,9889	15,3850	37,5	0	37,5
NII	41,7714	15,3734	40	83,334	5,556	88,89
AC	10,4256	3,1831	11	14	5	19
<b>Empresas sostenibles</b>						
TC	14,0194	3,4555	14	11	9	20
DC	2,0978	1,3098	2	5	0	5
NIC	12,0081	19,2718	0,3785	59,367	0	59,367

<sup>30</sup> La muestra se ha dividido en dos grupos: empresas sostenibles-empresas no sostenibles.

<b>NIE</b>	15,2529	6,4814	14,2860	33,333	0	33,333
<b>NII</b>	43,9888	13,6341	46,1538	53,64	10	63,64
<b>AC</b>	10,6117	3,0750	11	14	5	19
<b>Empresas no sostenibles</b>						
<b>TC</b>	12,6957	2,3847	12	13	8	21
<b>DC</b>	1,6296	1,1450	1	5	0	5
<b>NIC</b>	15,8989	21,7939	2,2290	80,15	0,005	80,155
<b>NIE</b>	15,7405	7,5564	16,6667	37,5	0	37,5
<b>NII</b>	39,2888	16,8432	33,3333	83,334	5,556	88,89
<b>AC</b>	10,2174	3,3044	10	12	6	18

Fuente: Elaboración propia

**Tabla 6:** Estadísticos descriptivos estructura de propiedad

	Media	Desviación típica	Mediana	Rango	Mínimo	Máximo
<b>Toda la muestra</b>						
<b>C5</b>	58,8085	32,4521	54,4600	195,5300	13,60	209,13
<b>II</b>	38,8644	20,8360	35,0600	112,0600	0,00	112,06
<b>Empresas sostenibles</b>						
<b>C5</b>	59,3877	33,0731	54,8200	170,5200	13,6	184,12
<b>II</b>	42,9810	20,5566	41,4900	92,0600	0	92,06
<b>Empresas no sostenibles</b>						
<b>C5</b>	58,1491	31,8944	54,0350	195,1300	14	209,13
<b>II</b>	34,1784	20,2558	30,9350	106,1700	5,89	112,06

Fuente: Elaboración propia

Para contrastar nuestras hipótesis se ha realizado un análisis de medias a través del estadístico t. A continuación ofrecemos los resultados para el periodo 2008-2015<sup>31</sup>.

La tabla 7 muestra los resultados del contraste de la hipótesis 1, las empresas sostenibles generan mayor valor que las empresas no sostenibles. Los resultados llevan a rechazar la hipótesis nula para las variables valor de mercado de los activos (MBA). Así parecen existir diferencias en la generación de valor entre las empresas sostenibles frente a las que no lo son, pudiendo decir, adicionalmente, que es mayor en las empresas sostenibles.

**Tabla 7:** Resultados del contraste de medias de la variable de creación de valor

2008-2015				
	Media Ibex-Medallero	Media Ibex-No Medallero	Estadístico t	P(T<=t) dos colas
<b>MBA</b>	4,1229	2,2310	3,5623	0,0004 **

Notas: Estadístico t entre paréntesis. \*p<0.05; \*\*p<0.01

<sup>31</sup> En el Anexo II y III quedan recogidos los resultados obtenidos para cada año para las variables del consejo y de estructura de propiedad.

En la tabla 8 se recogen los resultados obtenidos para las variables del consejo de administración utilizadas. Se puede observar que existen diferencias en el número de consejeros (TC), número de consejeras (DC) y en el porcentaje de capital en manos de consejeros independientes (NII), entre las empresas españolas que están en el medallero y las que no lo están. Sin embargo, estas diferencias no se observan en las variables NIC (% de capital en manos del consejo), NIE (% de capital en manos de los ejecutivo) y AC (número de reuniones).

Estos resultados nos llevan a establecer que las empresas sostenibles tienen consejos de administración más grandes, con mayor diversidad, al menos en lo que respecta al género, y más independientes que las no sostenibles.

**Tabla 8:** Resultados del contraste para las variables del consejo de administración

2008-2015			
	Media Ibex-Medallero	Media Ibex-No Medallero	P(T<=t) dos colas
<b>TC</b>	14,0194	12,6957	0,0020 ** (3,1399)
<b>DC</b>	2,0978	1,6296	0,0131 * (2,5086)
<b>NIC</b>	12,0081	15,8989	0,1965 (-1,2963)
<b>NIE</b>	15,2529	15,7405	0,6336 (-0,4775)
<b>NII</b>	43,9888	39,2888	0,0349 * (2,1258)
<b>AC</b>	10,6117	10,2174	0,3913 (0,8593)

Notas: Estadístico t entre paréntesis. \*p<0.05; \*\*p<0.01

Para las variables de estructura de propiedad (ver tabla 9) existen diferencias entre el porcentaje de participación de los inversores institucionales (II) entre las empresas que forman parte del medallero de las que no. Sin embargo, la diferencia no se da en la variable concentración de propiedad (C5).

**Tabla 9:** Resultados del contraste de medias de las variables de estructura de propiedad

2008-2015			
	Media Ibex-Medallero	Media Ibex-No Medallero	P(T<=t) dos colas
<b>C5</b>	59,3877	55,2545	0,7875 (0,2700)
<b>II</b>	42,9810	34,1784	0,0026 ** (3,0528)

Notas: Estadístico t entre paréntesis. \*p<0.05; \*\*p<0.01

A modo de resumen podemos decir que dentro de las hipótesis planteadas, podemos aceptar la hipótesis 1, las empresas sostenibles crean más valor que las que no lo son.

En cuanto al resto de hipótesis planteadas para el consejo de administración y estructura de propiedad algunas de ellas son aceptadas, lo que nos lleva a decir que:

- Las empresas sostenibles tienen consejos de administración mayores que las no sostenibles (hipótesis 2).
- Las empresas sostenibles tienen un mayor porcentaje de independientes que las empresas no sostenibles (hipótesis 3). Un consejo con mayor porcentaje de independientes supondrá un mayor compromiso con la sostenibilidad.
- Empresas sostenibles tienen consejos de administración con mayor diversidad que las empresas no sostenibles (hipótesis 4). La diversidad medida por el número de mujeres nos permite confirmar que, en la línea de la literatura sobre RSC, género femenino tiene más empatía en cuanto a las cuestiones sociales y medioambientales. por lo que las mujeres tienden a favorecer la RSC de la empresa.
- Las empresas sostenibles tienen un mayor porcentaje de inversores institucionales que las empresas no sostenibles (hipótesis 7).

Tras haber analizado las diferencias existentes entre las empresas sostenibles y las que no lo son, pasamos a abordar el tercer objetivo: establecer la influencia que el consejo de administración y la estructura de propiedad tienen en el valor generado por las empresas sostenibles.

Siguiendo a Cabeza et al. (2012), el modelo econométrico planteado es el siguiente:

$$\begin{aligned} VALOR_{it} = & \beta_0 + \beta_1 SOST_{it-1} + \beta_2 TC_{it-1} + \beta_3 DC_{it-1} + \beta_4 NIC_{it-1} + \beta_5 NIE_{it-1} \\ & + \beta_6 NII_{it-1} + \beta_7 AC_{it-1} + \beta_8 C5_{it-1} + \beta_9 II_{it-1} + \beta_{10} TAMAN\tilde{O}_{it-1} \\ & + \beta_{11} RIESGO_{it-1} + \beta_{12} END_{it-1} + \beta_{13} IBEX_{it-1} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

El  $VALOR_{it}$  viene medido a través de MBA de la empresa  $i$  en el momento  $t$

$MBA = (\text{Capitalización} + \text{Deuda largo plazo} + \text{Deuda corto plazo})_t / (\text{Valor en libros de los activos})_t$

siendo:

$SOST'_{it-1}$  = Es una variable dummy que toma el valor 1 si la empresa  $i$  fue sostenible en el año  $t-1$  (estuvo en el medallero en  $t-1$ ) y 0 si no fue sostenible (no estuvo en medallero en  $t-1$ )

$TC_{it-1}$  = N° de consejeros de la empresa  $i$  en  $t-1$

$DC_{it-1}$  = N° de consejeras de la empresa  $i$  en  $t-1$

$NIC_{it-1}$  = % Capital en manos del consejo de la empresa  $i$  en  $t-1$

$NIE_{it-1}$  = % Capital en manos de los ejecutivos de la empresa  $i$  en  $t-1$

$NII_{it-1}$  = % Capital en manos de consejeros independientes de la empresa  $i$  en  $t-1$

$AC_{it-1}$  = N° de reuniones de la empresa  $i$  en  $t-1$

$C5_{it-1}$  = % Propiedad de los cinco mayores accionistas de la empresa  $i$  en  $t-1$

$\Pi_{it-1}$  = % Participación de los inversores institucionales de la empresa  $i$  en  $t-1$

Además, el modelo recoge las siguientes variables de control:

$TAMAÑO_{it-1}$  = Logaritmo del total del activo de la empresa  $i$  en  $t-1$

$RIESGO_{it-1}$  = Desviación típica de la rentabilidad financiera de la empresa  $i$  en  $t-1$ <sup>32</sup>

$END_{it-1}$  = Cociente entre los fondos ajenos y los fondos propios de la empresa  $i$  en el año  $t-1$

Por último, IBEX es una variable que mide el efecto de formar parte del índice. De este modo  $IBEX_{it-1}$  es una variable dummy que toma el valor 1 si la empresa  $i$  formo parte del Ibex en  $t-1$  y 0 en caso contrario.

A continuación, en la tabla 10 se muestran los resultados obtenidos.

**Tabla 10:** Resultados del análisis de regresión

Variable dependiente	VALOR
$\beta_0$	2,7062
<b>SOST</b>	1,1183 ** (3,7367)
<b>TC</b>	-0,1416 ** (-3,6008)
<b>DC</b>	-0,1140 (-1,0936)
<b>NIC</b>	0,0187 ** (3,2242)
<b>NIE</b>	-0,0543 ** (-3,1994)
<b>NII</b>	0,0317 ** (3,9770)
<b>AC</b>	-0,0625 (-1,9510)
<b>C5</b>	0,0081 ** (2,0037)

<sup>32</sup> Al-Najjar and Taylor (2008)

<b>II</b>	-0,0116 * (-1,9385)
<b>TAMAÑO</b>	0,0167 (0,1223)
<b>RIESGO</b>	0,0021 (0,6673)
<b>END</b>	0,0053 ** (3,0140)
<b>IBEX</b>	0,4805 (1,5186)

*Notas:* n=266. Los valores numéricos son para los coeficientes estándar, y el estadístico t está entre paréntesis; \*p<0.05; \*\*p<0.01

En el modelo hemos tomado la sostenibilidad (SOST) de las empresas como variable independiente para explicar la creación de valor de las empresas para sus accionistas. El coeficiente de esta variable ha resultado positivo y significativo ( $\beta_1 = 1.1183$  y  $p < 0.01$ ), por lo que podemos apoyar lo planteado en la hipótesis 1: las empresas del que forman parte del medallero, y que consideramos sostenibles, generan más valor que las no sostenibles.

En lo que respecta a las variables del consejo de administración, el resultado obtenido para la variable tamaño del consejo (TC) es negativo y significativo ( $\beta_2 = -0.1496$  y  $p < 0.01$ ), lo que nos lleva a decir que consejos de administración grandes van a tener efecto negativo en la creación de valor para sus accionistas. Así nuestros resultados avalarían a quienes postulan que empresa con un consejo de administración muy grande será más ineficiente, debido a las diferencias y a la dificultad de coordinar a todos los consejeros, complicando la toma de decisiones.

Los resultados para la variable NIC muestran que cuanto mayor sea la participación del capital en manos del consejo, mayor será la creación de valor dentro de la empresa ( $\beta_4 = 0.0187$  y  $p < 0.01$ ).

Lo mismo ocurre con el porcentaje de capital en manos de consejeros independientes (NII), que nos muestra una relación positiva significativa ( $\beta_6 = 0.0317$  y  $p < 0.01$ ), por ello podemos concluir que esta variable tiene una relación directa sobre el valor que generan las empresas. Un consejo con mayor porcentaje de independientes supondrá ser más eficiente.

Por el contrario, el efecto que la propiedad en manos de los ejecutivos (NIE) tiene un efecto significativo en la creación de valor pero lo hace de manera negativa ( $\beta_5 = -0.0543$  y  $p < 0.01$ ).

Por último señalar que tanto la diversidad del consejo (DC) como la actividad (AC) del mismo no tienen influencia a la hora de crear valor dentro de la empresa.

En cuanto a las variables de estructura de propiedad, ambas son significativas, pero el efecto que tienen en la creación de valor es bien distinto. Por una parte, la concentración de la propiedad de los cinco mayores accionistas (C5) tiene un efecto positivo en la generación de valor en las empresas sostenibles ( $\beta_8 = 0,0083$  y  $p < 0.01$ ). Sin embargo, una alta participación de inversores institucionales dentro de la empresa tiene un efecto negativo en la creación de valor ( $\beta_9 = -0,0116$  y  $p < 0.05$ ).

En lo que respecta a las variables de control, podemos decir que el nivel de endeudamiento de las empresas españolas tiene un efecto positivo en la creación de valor. Sin embargo, el hecho de formar parte del Ibex 35, el tamaño que tengan y el riesgo que asuman no necesariamente está vinculado a dicha generación de valor.

## **5. CONCLUSIONES**

En torno al concepto de RSC ha existido cierta controversia que lo ha hecho evolucionar a hasta la Sostenibilidad Corporativa. Éste es un concepto más amplio y que está asociado a la creación de valor dentro de una empresa, objetivo que tiene cualquier compañía, siendo el resultado de una buena gestión.

Así en primer lugar, acorde a nuestro primer objetivo, hemos dejado constancia de la evolución del concepto Responsabilidad Social Corporativa (RSC), que ha pasado de ser un concepto idealista a ser una de las mayores preocupaciones de los directivos a la hora de tomar decisiones. En busca de poder evaluar el efecto de las acciones de RSC se ha llegado a la Sostenibilidad Corporativa.

Partiendo del concepto de Sostenibilidad se han planteado el resto de objetivos del trabajo. En el mismo se han abordan dos factores claves que podrían contribuir a alcanzar la sostenibilidad: las prácticas de gobierno corporativo, a través de la composición del consejo de administración, y la estructura de propiedad de las empresas.

La preocupación de los directivos y grupos de interés en cuestiones sociales impulsará a las empresas a mejorar sus prácticas de gobierno corporativo a través de su consejo de administración. Factores como el tamaño, la diversidad, la independencia y actividades del consejo pueden ser básicos en las acciones de Sostenibilidad que se lleven a cabo dentro de las compañías. En lo que respecta a la estructura de propiedad, la concentración y el tipo de accionista son algunas de las variables que han sido consideradas.

Para explicar las posibles relaciones de estos dos factores con la Sostenibilidad nos hemos apoyado en varios autores, los cuales han servido de referencia para establecer las hipótesis que hemos contrastado. Así, hemos analizado si existen diferencias entre la creación de valor, las características de gobierno corporativo (centradas en el consejo de administración) y la estructura de propiedad entre las empresas identificadas como sostenibles (aquellas que aparecen en el medallero del “Yearbook”) y las que no lo son.

Las empresas sostenibles han sido identificadas siguiendo el ranking que publica la agencia evaluadora de sostenibilidad RobecoSAM. A través de un cuestionario evalúa anualmente a miles de empresas a nivel mundial y posteriormente realiza un medallero con las empresas más sostenibles del mundo, entre las cuales se encuentran empresas españolas. Éstas son las que hemos utilizado en nuestro trabajo.

Con esta investigación, en primer lugar, hemos estudiado si existen diferencias entre las empresas sostenibles y las no sostenibles. Los resultados obtenidos nos llevan a establecer que las empresas sostenibles generan más valor que las que no lo son. Además, estas compañías tienen consejos de administración más grandes, con mayor diversidad y más independientes. En lo relativo a la estructura de propiedad, las empresas sostenibles presentan una mayor participación de inversores institucionales que las empresas no sostenibles.

En lo que respecta al efecto de la sostenibilidad sobre el valor que generan las empresas podemos decir que la sostenibilidad tiene un efecto positivo y significativo en la creación de valor dentro de las empresas.

La relación entre el consejo de administración en la creación de valor es dispar. Consejos de administración muy grandes y con alto porcentaje de capital en manos de ejecutivos tiene un efecto negativo y significativo en la creación de valor. Sin embargo, un alto porcentaje del capital de la empresa en manos de su consejo y de consejeros independientes, tienen un efecto positivo a la hora de generar valor dentro de una empresa. Así nuestros resultados avalarían a quienes postulan que empresa con un consejo de administración muy grande será más ineficiente, debido a las diferencias y a la dificultad de coordinar a todos los consejeros, complicando la toma de decisiones. Por otro lado, un consejo con mayor porcentaje de independientes supondrá ser más eficiente en la medida que sus decisiones consiguen crear mayor valor. Sin embargo, la diversidad medida por el número de mujeres no permite avalar que, en la línea de la literatura sobre RSC, el género femenino tiene más empatía en cuanto a

las cuestiones sociales y medioambientales. Tampoco la mayor actividad de los consejos de administración redundan en mayor generación de valor.

En cuanto a las variables de estructura de propiedad, ambas tienen un efecto significativo en la creación de valor dentro de las empresas, pero opuesto. Cuanto mayor sea el porcentaje de participación de los cinco mayores accionistas, cuanto más concentrada es la propiedad, mayor será la generación de valor dentro de las empresas. Por el contrario, una alta participación de inversores institucionales tiene un efecto negativo.

Con todo ello, concluimos que las empresas españolas que emprenden acciones sociales, económicas y medioambientales con el fin de adquirir una mayor reputación y formar parte del ranking de sostenibilidad generan mayor valor dentro de las empresas, uno de los grandes objetivos que tienen hoy en día las compañías.

## 6. BIBLIOGRAFÍA

- Adam, T., y Goyal, V. (2008). *The investment opportunity set and its proxy variables*. The journal of financial research, Vol. XXXI, No. 1 (pp. 41-63). Spring 2008.
- Al-Najjar, B. y Taylor, P. (2008). *The relationship between capital structure and ownership structure: New evidence from Jordanian panel data*. Managerial Finance, Vol. 34 (12), pp.919-933. <https://doi.org/10.1108/03074350810915851>
- *Base de datos Sabi*. Biblioteca de la Universidad Pública de Navarra. Recuperado de: <https://sabi.bvdinfo.com/Search.QuickSearch.serv? CID=1&context=1GE4CZN4B3L92PT>
- Cabeza, L., Fernández, R., Godos, J.L. y Martínez, A (2014). *Determinants of CSR practices: analysis of the influence of ownership and the management profile mediating effect*. Spanish Journal of Finance and Accounting / Revista Española de Financiación y Contabilidad, 43 (1), pp. 47-68.
- Cabeza, L., Fernández, R., y Nieto, M. (2012). *La RSC en la relación entre composición del consejo y valor de mercado de la empresa*. Papeles de economía española, No. 132 (pp. 315-328).

- Cámara Nacional del Mercado de Valores (CNMV). *Cámara Nacional Mercado de Valores*. Recuperado de: <https://www.cnmv.es/portal/home.aspx>
- Cancino, C. y Morales, M. (2008): *Responsabilidad Social empresarial*. publicación del Departamento Control de Gestión y Sistemas de Información de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile. [http://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/122747/Cancino\\_Morales\\_2008.pdf?sequence=1](http://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/122747/Cancino_Morales_2008.pdf?sequence=1)
- Carrasco, A., Escobar, B. y Miras, M.M. (2014): *Responsabilidad Social Corporativa y Rendimiento Financiero: un Meta- Análisis*. Spanish Journal of Finance and Accounting / Revista Española de Financiación y Contabilidad, 43 (2), pp. 193-215.
- Carroll, A.B. (1991). *The pyramid of corporate social responsibility: toward the moral management of organizational stakeholders*. Business Horizons, July-August, pp. 39-48.
- Compañía de Sostenibilidad RobecoSAM. *RobecoSAM*. Recuperado de: <http://www.robecosam.com/>
- Cuadrado, B., Raquel García, R., y Martínez, J. (2015): *Efecto de la composición del consejo de administración en las prácticas de responsabilidad social corporativa*. Revista de Contabilidad – Spanish Accounting Review, Vol. 18 (1), pp. 20–31.
- Ducassy, I., y Montandrou, S. (2015). *Corporate Social Performance, Ownership Structure, and Corporate Governance in France*. Research in International Business and Finance, v. 34, pp. 383-396. May 2015.
- Elkington, J. (1997). *Accounting for the triple bottom line*. Measuring Business Excellence, Vol. 2 (3), pp.18-22. Recuperado de <https://doi.org/10.1108/eb025539>.
- Fernández, P. (2000). *Creación de valor para los accionistas: Conceptos básicos*. (3ª ed.). Editorial Gestión, pp. 349-360.

- Fernández, J. L. y Pinillos, A. A. (2011). *De la RSC a la sostenibilidad corporativa: una evolución necesaria para la creación de valor*. Harvard Deusto Business Review, diciembre, 5-21.
- Friedman, M. (1970). *The social responsibility of business is to increase its profits*. New York Times Magazine, September 13.
- Gómez, F. (2008). *Responsabilidad Social Corporativa y Performance Financiera: Treinta y cinco años de investigación empírica en busca de un consenso*. Principios: Estudios de economía política, nº 11, pp. 5-24.
- *Informe Brundland*. ONU, Nueva York, 1987.
- Lantos, G. (2001). *The Boundaries of Strategic Corporate Social Responsibility*. Journal of Consumer Marketing. 18 (7), pp. 595-630.
- López de Foronda, O., y López-Iturriaga, F. (2009). *Corporate social responsibility and large shareholders: an analysis of European firms*. May 2009.
- Myers, S.C. (1977). *Determinants of corporate borrowing*. Journal of Financial Economics, Vol 5 (2), pp 147-175. November 1977. Recuperado de [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- *Observatorio de RSC: Introducción a la Responsabilidad Social Corporativa*. Recuperado de [http://observatoriorsc.org/wpcontent/uploads/2014/08/Ebook\\_La\\_RSC\\_modific.06.06.14\\_OK.pdf](http://observatoriorsc.org/wpcontent/uploads/2014/08/Ebook_La_RSC_modific.06.06.14_OK.pdf)

## 7. ANEXOS

Anexo 1. Empresas españolas presentes en el “Yearbook” de RobecoSAM durante el periodo 2008-2015

	Subsector	Sector	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Abertis Infraestructuras SA</b>	Autopista y Aparcamientos	Servicios de Consumo	3	2	1	2	3	4	3	4
<b>Acciona SA</b>	Construcción	Materiales Básicos, ind. Y construcción	2	1	1	1	3	3	4	2
<b>ACS Actividades de Construcción y Servicios SA</b>	Construcción	Materiales Básicos, ind. Y construcción	3	3	4		4	4	4	3
<b>Amadeus IT Holding SA</b>	Electrónica y Software	Tecnología t Telecomunicación						1	3	3
<b>Compañía Logística de Hidrocarburos CLH SA</b>										2
<b>Enagas SA</b>	Electricidad y gas	Petroleo y energia		1	2	2	1	2	2	2
<b>Endesa SA</b>	Electricidad y gas	Petroleo y energia	2		2	2	3	3	3	2
<b>Ferrovial SA</b>	Construcción	Materiales Básicos, ind. Y construcción	2	1	2	2	4	3	3	3
<b>Fomento de construcciones y contrataciones</b>	Construcción	Materiales Básicos, ind. Y construcción		2	1	2	3	4	4	
<b>Gamesa Corp Tecnológica SA</b>	Fabric. Y montaje bienss equipo	Materiales Básicos, ind. Y construcción	4	4	4	3		1		4
<b>Gas Natural SDG SA</b>	Electricidad y gas	Petroleo y energia	1	1	1	1	2	1	1	1
<b>Iberdrola SA</b>	Electricidad y gas	Petroleo y energia	1	1	1	2	1	1	2	2
<b>Iberia Lineas Aereas de España/AENA</b>	Transporte y distribución	Servicios de Consumo	1	1		1				
<b>Inditex SA</b>	Textil, vestido y calzado	Bienes de Consumo	4	3	2	2	2	3	4	3
<b>Indra Sistemas SA</b>	Electronica y Software	Tecnología t Telecomunicación	3	2	3	3	2	2	4	4
<b>Red Electrica Corp SA</b>	Electricidad y gas	Petroleo y energia	2	3	3	3	4	3	4	3
<b>Repsol SA</b>	Petroleo		1	1	1	1	1	1	2	3
<b>Sociedad General Aguas de Barcelona</b>				1	1	1	1	2	2	
<b>Telefonica SA</b>	Telecomunicaciones y otros	Tecnología y Telecomunicación	1	1	1	1	1	3	3	4

Nota: 1-Medalla de oro; 2-Medalla de plata; 3-Medalla de bronce; 4-Mención

**Anexo 2.** Contrate de medias para las variables de Consejo de gobierno de las empresas para cada año

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>TC</b>	Estadístico t	-0,1174	2,1503	1,5110	0,5841	1,2055	1,2850	1,3112	1,0966
	P(T<=t) una cola	0,4538	0,0220	0,0725	0,2832	0,1223	0,1058	0,1020	0,1426
	Valor crítico de t (una cola)	1,7247	1,7247	1,7171	1,7341	1,7396	1,7139	1,7207	1,7207
	P(T<=t) dos colas	0,9077	0,0439	0,1450	0,5664	0,2445	0,2116	0,2039	0,2852
	Valor crítico de t (dos colas)	2,0860	2,0860	2,0739	2,1009	2,1098	2,0687	2,0796	2,0796
<b>DC</b>	Estadístico t	0,0000	0,9418	1,9104	2,3142	1,1083	0,7548	0,9877	-0,3562
	P(T<=t) una cola	0,5000	0,1802	0,0353	0,0182	0,1408	0,2290	0,1673	0,3628
	Valor crítico de t (una cola)	1,7613	1,7459	1,7247	1,7613	1,7291	1,7139	1,7207	1,7291
	P(T<=t) dos colas	1,0000	0,3603	0,0705	0,0364	0,2816	0,4581	0,3345	0,7256
	Valor crítico de t (dos colas)	2,1448	2,1199	2,0860	2,1448	2,0930	2,0687	2,0796	2,0930
<b>NIC</b>	Estadístico t	-1,5173	-1,0528	-0,1569	-0,6413	-0,0667	0,5123	0,1392	-0,1270
	P(T<=t) una cola	0,0728	0,1551	0,4383	0,2638	0,4737	0,3069	0,4453	0,4500
	Valor crítico de t (una cola)	1,7291	1,7613	1,7109	1,7139	1,7207	1,7207	1,7207	1,7171
	P(T<=t) dos colas	0,1457	0,3103	0,8766	0,5277	0,9475	0,6138	0,8906	0,9001
	Valor crítico de t (dos colas)	2,0930	2,1448	2,0639	2,0687	2,0796	2,0796	2,0796	2,0739
<b>NIE</b>	Estadístico t	0,6182	-0,7636	-0,0556	-0,3770	0,5806	-0,8680	-1,6275	0,7978
	P(T<=t) una cola	0,2717	0,2275	0,4781	0,3549	0,2836	0,1974	0,0605	0,2187
	Valor crítico de t (una cola)	1,7247	1,7341	1,7291	1,7171	1,7139	1,7171	1,7341	1,7531
	P(T<=t) dos colas	0,5434	0,4550	0,9562	0,7098	0,5671	0,3948	0,1210	0,4375
	Valor crítico de t (dos colas)	2,0860	2,1009	2,0930	2,0739	2,0687	2,0739	2,1009	2,1314
<b>NII</b>	Estadístico t	1,2128	1,2989	2,3056	1,5269	0,8098	-0,0020	-0,5409	0,0423
	P(T<=t) una cola	0,1197	0,1048	0,0149	0,0699	0,2132	0,4992	0,2980	0,4834
	Valor crítico de t (una cola)	1,7247	1,7291	1,7081	1,7109	1,7139	1,7396	1,7459	1,7531
	P(T<=t) dos colas	0,2393	0,2095	0,0297	0,1399	0,4263	0,9984	0,5960	0,9668
	Valor crítico de t (dos colas)	2,0860	2,0930	2,0595	2,0639	2,0687	2,1098	2,1199	2,1314
<b>AC</b>	Estadístico t	0,6835	-0,6121	-0,6062	0,6868	1,4321	0,7117	-0,5002	0,5163
	P(T<=t) una cola	0,2511	0,2739	0,2750	0,2495	0,0831	0,2421	0,3119	0,3054
	Valor crítico de t (una cola)	1,7247	1,7291	1,7109	1,7139	1,7171	1,7171	1,7459	1,7171
	P(T<=t) dos colas	0,5021	0,5478	0,5501	0,4991	0,1662	0,4841	0,6238	0,6108
	Valor crítico de t (dos colas)	2,0860	2,0930	2,0639	2,0687	2,0739	2,0739	2,1199	2,0739

**Anexo 3.** Contrate de medias para las variables de Estructura de propiedad de las empresas cada año.

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>C5</b>	Estadístico t	-1,5367	-1,3856	1,3380	0,2112	0,9613	0,6351	1,0807	0,0305
	P( $T \leq t$ ) una cola	0,0700	0,0924	0,0980	0,4173	0,1737	0,2657	0,1458	0,4880
	Valor crítico de t (una cola)	1,7247	1,7459	1,7247	1,7171	1,7207	1,7109	1,7171	1,7139
	P( $T \leq t$ ) dos colas	0,1400	0,1849	0,1959	0,8346	0,3473	0,5313	0,2915	0,9759
	Valor crítico de t (dos colas)	2,0860	2,1199	2,0860	2,0739	2,0796	2,0639	2,0739	2,0687
<b>II</b>	Estadístico t	1,3773	0,1178	2,4257	1,2935	1,4373	0,7031	1,9502	1,0141
	P( $T \leq t$ ) una cola	0,0908	0,4539	0,0120	0,1049	0,0820	0,2444	0,0323	0,1605
	Valor crítico de t (una cola)	1,7139	1,7531	1,7171	1,7207	1,7139	1,7109	1,7207	1,7139
	P( $T \leq t$ ) dos colas	0,1817	0,9078	0,0239	0,2099	0,1641	0,4888	0,0646	0,3211
	Valor crítico de t (dos colas)	2,0687	2,1314	2,0739	2,0796	2,0687	2,0639	2,0796	2,0687

## TABLA DE ILUSTRACIONES

<b>ILUSTRACIÓN 1:</b> TIPOS DE RELACIONES ENTRE RSC Y RF.....	10
<b>ILUSTRACIÓN 2:</b> DE LA RSC HACIA LA SOSTENIBILIDAD CORPORATIVA .....	17
<b>ILUSTRACIÓN 3:</b> NÚMERO DE EMPRESAS POR CATEGORÍA EN 2016.....	21
<b>TABLA 1:</b> NÚMERO DE EMPRESAS EUROPEAS SOSTENIBLES (2008-2015) .....	22
<b>TABLA 2:</b> NÚMERO DE EMPRESAS, POR PAÍS EUROPEO, QUE HAN FORMADO PARTE DEL RANKING DE ROBECOSAM.....	22
<b>TABLA 3:</b> MEDALLERO EMPRESAS ESPAÑOLAS A LO LARGO DEL PERIODO 2008-2015 .....	23
<b>TABLA 4:</b> ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS DE LA VARIABLE PROXY DE CREACIÓN DE VALOR	26
<b>TABLA 5:</b> ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS DE LAS VARIABLES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN .....	26
<b>TABLA 6:</b> ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS ESTRUCTURA DE PROPIEDAD.....	27
<b>TABLA 7:</b> RESULTADOS DEL CONTRASTE DE MEDIAS DE LA VARIABLE DE CREACIÓN DE VALOR .....	27
<b>TABLA 8:</b> RESULTADOS DEL CONTRASTE PARA LAS VARIABLES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN .....	28
<b>TABLA 9:</b> RESULTADOS DEL CONTRASTE DE MEDIAS DE LAS VARIABLES DE ESTRUCTURA DE PROPIEDAD .....	28
<b>TABLA 10:</b> RESULTADOS DEL ANÁLISIS DE REGRESIÓN .....	30