

Información de sostenibilidad y performance financiera en el mercado español: especial referencia al sector financiero

246

En los últimos años se ha experimentado un crecimiento en el número de empresas que publican información social y medioambiental formalmente, mediante memorias de sostenibilidad y, habitualmente, siguiendo criterios internacionales como los propuestos por la Global Reporting Initiative. Este proceso ha tenido un gran impacto en España, superior a la mayoría de los estados europeos y, de manera significativa, en el sector financiero. Los argumentos para justificar esta eclosión son muy diferentes. En este sentido, el objetivo del presente trabajo es la evaluación de la posible relación existente entre la publicación de los informes de sostenibilidad, como indicador de medida de performance social, y la valoración bursátil experimentada por las empresas que cotizan en el Mercado Continuo de la Bolsa de Madrid, durante el periodo 2003-2006, realizando un análisis independiente de las entidades del sector financiero.

Azken urteetan, gizarteari eta ingurumenari buruzko informazioa formalki, jasangarritasunaren memorien bitartez eta ohi argitaratzen duten enpreza kopurua gehitu egin da, Global Reporting Initiative delakoak proposatutakoak bezalako nazioarteko irizpideei jarraituz. Prozesu honek Espainian eragin handia izan du, Europako estatu gehienetan izan duena baino handiagoa eta, nabarmenez, finantza arloan. Eklosio hori arrazoitzeko argudioak oso ezberdinak dira. Horiek horrela, lan honek duen helburua, jasangarritasunari buruzko txostenak argitaratzearen, performance sozialaren neurriaren adierazle bezala, eta Madrilgo Burtsaren Etengabeko Merkatuan kotizatzen duten enpresek, 2003-2006 aldian, izan duten burtsa-balorazioaren artean egon daitekeen harremana ebaluatzea da, finantza alorreko erakundeei buruzko azterketa independente bat eginez.

Recent years have witnessed a steady growth of the number of firms that report on social and environmental information in separate reports, usually according to international standards, like the Global Reporting Initiative. This process has become more important in Spain than in other European countries, the impact on the financial sector is especially relevant. Arguments used to justify this increase are widely different. According to this issue, the objective of this paper is to evaluate the possible relationship between sustainability reporting, as a proxy of social performance, and the market value of the firms quoting in the Continuous Market of the Madrid Stock Exchange for the period 2003-2006. Accordingly, a specific analysis is focused on the financial sector.

José Mariano Moneva Abadía*

Eduardo Ortas Fredes

Universidad de Zaragoza

247

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Revisión de la literatura
 3. Información de sostenibilidad y sector financiero
 4. Método e hipótesis de trabajo
 5. Análisis de resultados
 6. Un caso particular: el sector financiero español
 7. A modo de conclusión
- Referencias bibliográficas
- ANEXO I: Relación de empresas analizadas

Palabras clave: Banca, performance financiera, memorias de sostenibilidad, responsabilidad social corporativa.

Keywords: banking, financial performance, sustainability reporting, corporate social responsibility.

N.º de clasificación JEL: G14, M14, M41

1. INTRODUCCIÓN

El fenómeno de la publicación de información social y medioambiental por grandes compañías ha tomado un elevado protagonismo durante los últimos períodos (Association of Chartered Certified Accountants y Corporate Register, 2004). Esta información se ha consolidado progresivamente en las denominadas memorias de sostenibilidad, especialmente siguiendo las

orientaciones propuestas por la *Global Reporting Initiative* (GRI). Las motivaciones que subyacen detrás de esta conducta no están todavía definidas con suficiente fiabilidad, debido a la multitud de respuestas que genera esta cuestión (KPMG, 2005). La literatura académica ha intentado justificar este fenómeno a través de comportamientos ligados a diferentes teorías, entre las que figuran la Teoría del Stakeholder (Freeman, 1984; Freeman y Gilbert, 1988), la Teoría de Agencia (Ness y Mirza, 1991), la Teoría de la Legitimación (Lindblom, 1994) o la Teoría de la Política Económica (Cooper y Sherer, 1984).

Sin embargo, parece ser que los enfoques teóricos que mayor grado de acepta-

* Los autores quieren reconocer la financiación del Ministerio de Educación (Proyectos de investigación SIRCARSO SEJ2006-08317 y SEJ2006-0395). Asimismo, desean agradecer las aportaciones realizadas por el director de la revista, el coordinador del monográfico y dos revisores anónimos)

ción han alcanzado han sido la Teoría de la Legitimación¹ y la Teoría del *Stakeholder*. En cuanto a la primera, varios autores han observado como las empresas publican información de carácter social y medioambiental en función de las expectativas sociales esperadas, las cuales son cambiantes a lo largo del tiempo (Deegan *et al.*, 2002). Por su parte, la Teoría del *Stakeholder* pretende superar las limitaciones de la Teoría Neoclásica, la cual se basa en la maximización del beneficio como objetivo final de la empresa. En este sentido, el inversor se convierte en el único agente social implicado en la consecución de los objetivos corporativos. Asimismo, la Teoría del *Stakeholder* indica que es necesario identificar e incluir en la política de gestión estratégica de la empresa las necesidades de todos los grupos de interés de la misma, y no solamente aquellas determinadas por la comunidad inversora.

En este sentido, Freeman (1984) identifica como grupo de interés a todo aquel grupo o individuo que afecte o pueda ser afectado por la consecución de los objetivos de la empresa. De este modo, parece lógico pensar que la satisfacción por parte de la empresa de las expectativas de los diferentes *stakeholders* tendrá un efecto positivo sobre la posición estratégica de la misma y por ende, de su valoración en el mercado. En este sentido, autores clásicos en esta área, como Porter y Kramer (2006), indican que «*la dependencia mutua entre corporaciones y sociedad implica que ambas —las decisiones empresariales y las políticas sociales— deben seguir el principio del valor compartido. Es decir, se eligen las actuaciones que benefician a ambas partes*».

¹ Pueden verse los trabajos publicados durante los últimos años en las principales revistas de referencia sobre la materia: Accounting, Organizations & Society; Accounting Auditing & Accountability Journal; Accounting Forum.

Por otro lado, la publicación de información social y medioambiental por parte de la empresa, puede mejorar la capacidad de decisión del inversor (Deegan y Rankin, 1997; Richardson y Welker, 2001), lo que implicaría una mayor valoración esperada de la firma en el mercado de capitales. El estudio de esta posible relación, es decir, información social y medioambiental difundida de forma voluntaria e independiente, y la valoración bursátil de las empresas, es el objetivo del presente trabajo. Para ello, se utiliza como fundamento la Teoría del *Stakeholder* Instrumental (Jones, 1995) para formalizar el análisis empírico. Este enfoque prioriza la creación de valor a largo plazo para el accionista, no por eso obviando las necesidades de los restantes grupos de interés (Rodríguez, 2007). Bajo la citada teoría (Cornell y Shapiro, 1987; Clarkson, 1995), se supone explícitamente una relación causal positiva y significativa entre la *performance* social y medioambiental y el rendimiento bursátil de la empresa, debido a que la satisfacción de los diferentes grupos de interés servirá como instrumento de mejora de la *performance* financiera de la empresa (Donaldson y Preston, 1995; Jones, 1995, Mitchell *et al.* 1997). Este aspecto puede generalizarse a todos los sectores económicos, si bien la magnitud de la relación puede variar significativamente entre ellos. Por ello, puede resultar interesante analizar el cumplimiento de los principios de la citada teoría no solamente en economías a gran escala sino también en sectores productivos específicos.

En este sentido, las entidades financieras representan un sector muy importante en la mayoría de economías mundiales, pero cada vez más se reconoce su relevancia social y medioambiental (UNEP FI, 2007). De hecho, el sector financiero se configura actualmente como uno de los sectores con un mayor impacto sobre la sociedad, hecho por el cual sus actividades han sufrido durante los últimos años una estrecha regu-

lación por parte de las autoridades competentes. De este modo, parece lógico pensar que los impactos que sus actividades generan, deberán ser comunicados con gran eficiencia a los distintos grupos de interés. Estos aspectos han puesto de manifiesto la necesidad de establecer una orientación del sector hacia una mayor *performance social* (p.e.: Principios de Ecuador²). En este sentido, el fuerte incremento en la publicación de información social y medioambiental por las entidades financieras es un indicador del progresivo interés por este enfoque social (Moneva *et al.* 2007). De esta forma, en el presente trabajo analizamos si la relación entre *performance social* y medioambiental, tiene características especiales para el sector financiero.

Para el desarrollo de los objetivos, se introducen en el siguiente apartado las aportaciones realizadas en investigaciones previas sobre la relación entre *performance social* y financiera. En el tercero se analiza el fenómeno de los informes de sostenibilidad y su incidencia en el sector financiero. En el cuarto apartado se expone tanto la muestra como el método empleado en el trabajo, recogiéndose en el quinto, los principales resultados del análisis. A continuación se examina en detalle el objetivo en el marco del sector financiero español. Finalmente se plantean las principales conclusiones obtenidas, así como las futuras líneas de investigación.

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA

Durante los últimos años, se han publicado muchos trabajos que han tratado de

profundizar en la posible relación entre la *performance social* y medioambiental de la empresa y la *performance financiera* de la misma. Observando los resultados obtenidos, se puede indicar que existe una gran heterogeneidad en los mismos. Entre las razones que motivan esa heterogeneidad, AlTwajiri *et al.* (2004) destaca la diversidad de modelos empleados para la medición tanto de la *performance financiera* como la *performance social* y medioambiental. Un ejemplo de tal casuística puede observarse en el trabajo de Griffin y Mahon (1997). En el mismo se identifican más de 80 *proxies* diferentes para efectuar una medición de la *performance financiera* en trabajos similares al actual.

Entre los trabajos más recientes sobre la materia, podemos encontrar aquellos que defienden una relación causal positiva y significativa entre el estilo de gestión estratégica sostenible de la empresa y su desempeño financiero (Opler y Sokobin, 1995; Abramson y Cheng, 2000; Gompers *et al.* 2003; Orlitzky *et al.* 2003; Derwall *et al.* 2005; Shank *et al.* 2005; Van de Velde *et al.* 2005; Statman, 2006). De este modo, se pone de manifiesto una percepción positiva por parte de los inversores acerca de los mecanismos de gestión sostenibles instaurados en la entidad. Sin embargo, otra parte de los trabajos recientes nos indica que la *performance social* y medioambiental de la empresa es independiente de la *performance financiera* alcanzada (Bello, 2005; Bauer *et al.* 2006; Benson *et al.* 2006; Core *et al.* 2006). En este caso, se considera que la comunidad inversora no tiene en cuenta, o no es capaz de evaluar, el impacto financiero que tienen las políticas encaminadas a implantar o mejorar el desempeño social y medioambiental. Adicionalmente, existen otros trabajos basados en la hipótesis de la existencia de una relación negativa entre la *performance financiera* y *performance social* y medioambiental de la entidad (Geczy *et al.* 2005; Chong *et al.* 2006; Hong

² El 4 de junio de 2003, diez bancos líderes de siete países anunciaron la adopción de los «Principios de Ecuador», una serie de directrices elaboradas y asumidas voluntariamente por los bancos para la gestión de temas sociales y ambientales en relación con el financiamiento de proyectos de desarrollo.

y Kacperczyk, 2006). En este caso, los resultados están vinculados con una percepción negativa sobre los *outputs* generados por las políticas de sostenibilidad de la organización, considerándolos como un coste adicional.

Un aspecto muy importante es la falta de consenso a la hora de efectuar la medición de la *performance* social. Para solucionar este problema, el primer paso a realizar es establecer una definición de la misma. De acuerdo con Wood (1991), por *performance* social entendemos todo aquel conjunto de principios y procesos de responsabilidad social de la empresa así como las políticas, programas y externalidades observables ejercidas sobre los diferentes *stakeholders*. De este modo, parece indicar que el concepto es bastante complejo a la hora de efectuar una medición aceptable del mismo.

En este sentido y siguiendo a Orlitzky *et al.* (2003), los cuatro modos más usuales para efectuar una medición de la *performance* social de la empresa son: grado de *reporting* social y medioambiental, índices de reputación basados en medidas de responsabilidad social corporativa, auditorías sociales y principios y valores de gestión sostenibles de la empresa. En el presente trabajo se ha optado por modelar la *performance* social a través de la publicación de memorias de sostenibilidad, las cuales al margen de su contenido, representan una gestión de la empresa orientada hacia sus diferentes *stakeholders*.

La información social y medioambiental es uno de los indicadores de medida de *performance* social más utilizado en la literatura académica, que tampoco ha logrado resultados homogéneos acerca de la posible relación entre esa magnitud y la *performance* financiera obtenida por la empresa (Jones y Wicks, 1999; Donaldson, 1999; Roman, *et al.* 1999; McWilliams y Siegel,

2001). En este sentido y durante las últimas décadas, varios trabajos han tratado de profundizar en el tema, aunque no se han obtenido resultados que aporten una visión global significativa. Algunos autores han defendido la relación causal positiva entre la información social y medioambiental y el rendimiento bursátil de la empresa (Preston, 1978; Anderson y Frankle, 1980; Patten, 1990). Por el contrario, otros como Ingram (1978), Freedman y Jaggi (1986) o Davidson y Worrell (1992) se han mostrado más escépticos. La diversidad de resultados existentes hasta la fecha puede analizarse desde diferentes perspectivas. La primera hace referencia al efecto «stakeholder mismatching» (Wood y Jones, 1995), el cual aparece cuando se escogen para la realización del trabajo empírico variables dependientes e independientes referidas a diferentes *stakeholders*. Otra de ellas se refiere a la ausencia de homogeneidad del método empleado por los diferentes autores, de modo que la multitud de modelos existentes en la actualidad dificulta la tarea. Al igual que el presente trabajo, gran parte de los mismos se basan en la metodología del estudio de eventos. Concretamente en el análisis del efecto que determinados sucesos –generalmente accidentes ecológicos o situaciones sociales– han tenido sobre la valoración bursátil realizada por parte de los diferentes inversores (Meznar *et al.* 1994; Reitenga, 2000).

3. INFORMACIÓN DE SOSTENIBILIDAD Y SECTOR FINANCIERO

La información social y medioambiental publicada en informes independientes representa un paso adicional en la atención a más grupos de interés (Murray *et al.* 1996). Como destaca Moneva (2007), estos informes recogen demandas adicionales a las de los accionistas, ya que reflejan datos

que atañen al impacto social y ambiental que generan las actividades de la organización. En el marco de este tipo de documentos existe una amplia gama de opciones: informes sociales, informes medioambientales, informes de responsabilidad social, etc. Sin embargo, la acepción más extendida es la de informe o memoria de sostenibilidad, probablemente debido a la denominación adoptada por la principal referencia internacional: la *Global Reporting Initiative* (GRI).

La GRI representa la más extensa red de grupos de interés a nivel mundial para el establecimiento de estándares en la publicación de memorias de sostenibilidad (<http://www.globalreporting.org/Home>). Durante los últimos años, la citada institución ha sido pionera en el desarrollo de principios e indicadores para evaluar el desempeño económico, social y medioambiental de las organizaciones (Moneva, 2007).

La aplicación práctica de estas directrices se plasma en las *Sustainability Reporting Guidelines*, cuya última versión fue publicada en el año 2006 (G3 Guidelines). Para el desarrollo del presente trabajo se han considerado tanto las memorias de acuerdo a las G3 Guidelines como sus predecesoras emitidas en el año 2002. De acuerdo a estas últimas, las diferentes memorias de sostenibilidad pueden recibir tres menciones diferentes en función de su implicación con la citada guía:

— *Reference Only*: Bajo esta denominación se encuentran las diferentes memorias de sostenibilidad que se han basado para su elaboración en las GRI 2002 Guidelines.

— *Content Index*: Esta mención la obtienen las memorias que poseen un índice de contenidos tipo GRI a través del cual el lector puede acceder de una forma sencilla a los diferentes contenidos

albergados en las GRI 2002 Guidelines.

— *In accordance*: La poseen aquellas memorias que reflejan varios aspectos mínimos establecidos por la GRI. Esta mención es autodeclarada, aunque también existe la posibilidad de que sea supervisada por la GRI.

Un ejemplo de la magnitud que han alcanzado estos estándares puede ser el hecho de que a 31 de diciembre de 2007, los servidores del GRI albergaran más de 2.640 memorias de sostenibilidad a nivel europeo, de las que 312 correspondieron a memorias de empresas españolas, que representan un 12% sobre el total de memorias publicadas.

El sector financiero español cuenta actualmente con varias de las firmas más prestigiosas y con mayor volumen de negocio de la zona euro. Así mismo, estas empresas representan un alto grado de capitalización en los diferentes índices bursátiles de ámbito nacional. Además, el peso específico de tales organizaciones en las principales carteras de inversión, tanto particular como institucional, así como en los principales índices bursátiles a nivel europeo, es en media superior al de otros sectores productivos.

Del mismo modo, su grado de transparencia informativa en materia de Responsabilidad Social Corporativa (RSC) parece dar signos de superioridad sobre otros sectores de la economía ya que el porcentaje de empresas que publican memorias de sostenibilidad en este sector difiere significativamente sobre el resto de sectores económicos analizados. La base de datos del GRI recoge 74 memorias de sostenibilidad correspondientes a empresas del sector financiero, lo cual supone un 24% sobre el total de memorias publicadas en España. De ellas, 59 pertenecen a entidades bancarias, 12 a entidades aseguradoras y 3 a

otras empresas del sector. Con respecto a las empresas albergadas en el mercado continuo y durante el periodo analizado, fueron cinco entidades del sector financiero las que publicaron un total de trece memorias de sostenibilidad. La mayoría fueron emitidas por empresas del sector bancario, mientras que también existe una participación significativa de empresas aseguradoras.

Este hecho demuestra la relevancia de la publicación de información social y medioambiental por compañías del sector financiero, dado que la emiten de forma voluntaria. Este hecho, unido al gran protagonismo que tienen las empresas del sector en la economía española, resalta el interés de realizar un análisis específico del impacto de este mecanismo de gestión sostenible y su valoración bursátil.

4. MÉTODO E HIPÓTESIS DE TRABAJO

El objetivo del presente trabajo consiste en evaluar el impacto de la publicación de memorias de sostenibilidad por parte de las empresas en su valor bursátil, todas ellas integrantes del mercado de valores español. Los fundamentos de la teoría del Stakeholder Instrumental indican que la publicación voluntaria de dicha información está basada en la satisfacción de las múltiples demandas de los principales grupos de interés, así como en una gestión más transparente de las actividades de las firmas. En este sentido, aquellas organizaciones que publican información medioambiental tendrán una consideración superior por los inversores, que son los grupos de interés básicos, en la valoración de los títulos (Cormier y Magnan, 2006).

Sobre la base de estos fundamentos, planteamos la siguiente hipótesis de trabajo: «*La publicación de memorias de sosteni-*

bilidad será valorada de forma positiva por el mercado bursátil». De este modo, los títulos de las diferentes empresas obtendrían un valor por encima del esperado, en función de la evolución general del índice de mercado.

En este caso, el periodo temporal considerado para el contraste de la hipótesis pertenece al intervalo comprendido entre los años 2003 y 2006. Se han tomado como referencia los títulos que cotizan en el Mercado Continuo de la Bolsa de Madrid. Con el objetivo de eliminar el impacto de otros eventos (tales como anuncios de aumento o disminuciones del beneficio entre otros) sobre el valor de mercado de las diferentes empresas durante el periodo de test, se ejecutaron sucesivas búsquedas en la base de datos BARATZ. Tras este proceso, se garantiza la ausencia de contaminación en el precio de los títulos derivado de la aparición de otras noticias contemporáneas. En consecuencia, dos empresas fueron eliminadas de la muestra durante el periodo 2003, tres en el año 2004, una en el 2005 y dos en el año 2006.

Las empresas han sido clasificadas en 6 sectores de actividad: petróleo y energía, materiales básicos, industria y construcción, bienes de consumo, servicios de consumo, servicios financieros e inmobiliarios, y tecnología y telecomunicaciones. Independientemente del análisis global que se lleva a cabo, se analizará el caso específico del sector financiero.

Para realizar el análisis del impacto sobre la valoración bursátil se ha aplicado el método tradicional del análisis de eventos. Como fecha del evento se tomará el mes de la publicación de la información social y medioambiental, el cual denominaremos «T». De este modo seremos capaces de evaluar si la publicación de esta información ha tenido una repercusión en la valoración bursátil de la empresa en ese mismo mes y

Cuadro n.º 1
Distribución de la muestra por sector de actividad

Sector de actividad	Nº de Empresas	%
Petróleo y energía	8	26,67
Materiales básicos, industria y construcción	8	26,67
Bienes de consumo	2	6,67
Servicios de consumo	5	16,67
Servicios financieros e inmobiliarios	5	16,67
Tecnología y telecomunicaciones	2	6,67
Total	30	

Fuente: Elaboración propia

los dos posteriores «T+1, T+2». Se establece pues un periodo de test de dos meses a posteriori con el objetivo de capturar, en su caso, de una forma más eficiente el posible impacto en el mercado. Como es habitual en este tipo de trabajos, también se analiza el posible impacto anticipado durante los dos meses anteriores a la fecha de publicación de la memoria de sostenibilidad «T-1, T-2».

Para la construcción del modelo se han obtenido dos tipos de datos de distinto carácter. En primer lugar, se han seleccionado las empresas que durante los períodos 2003 a 2006 publicaron memorias de sostenibilidad. Con el objetivo de obtener un mayor grado de detalle de las mismas se han obtenido sus principales características: carácter de la memoria, verificación externa, verificación GRI y mes y año de publicación. El cuadro 1 ofrece la distribución de la muestra en función del sector de actividad en el que operan.

Una vez definida la muestra de empresas que publicaron información social y medioambiental, se obtuvieron los datos de cotización diaria de las mismas. Como hemos señalado, la fecha de la publicación

de las memorias de sostenibilidad viene determinada en formato mensual por lo que es necesario obtener las rentabilidades mensuales con el objetivo de captar la posible relación causal existente. Tal y como indican trabajos similares (Morse, 1984) y cuando la fecha en la que tiene lugar el evento es indeterminada dentro del lapso mensual, es conveniente alimentar el modelo con rentabilidades mensuales en detrimento del uso de retornos diarios. Esto es debido a que la elección de un día aleatorio del mes determinado no será capaz de capturar de forma eficiente el impacto del evento sobre los precios de los títulos analizados. De este modo, las rentabilidades mensuales de los títulos « $r_{i,t}$ » han sido calculadas de acuerdo a la siguiente expresión (Belkaoui, 1976; Murray *et al.* 2006):

$$r_{i,t} = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right)$$

Donde $r_{i,t}$ representa la rentabilidad continua del título i en el mes t ; $P_{i,t}$ representa el precio de cierre ajustado por dividendos y ampliaciones de capital del título i en el último día del mes t y $P_{i,t-1}$ hace referencia al precio de cierre ajustado por dividendos y ampliaciones de capital del título i en el últi-

mo día del mes precedente. La utilización de la rentabilidad continua en detrimento de la rentabilidad habitual viene precedida por tres motivos. En primer lugar, su distribución de frecuencias relativas presenta un menor número de datos atípicos; en segundo lugar sus estadísticos alcanzan un mayor grado de eficiencia; y en última instancia, la citada distribución alcanza un mayor grado de simetría con respecto a la distribución asimétrica aportada por la rentabilidad mensual habitual (Fama *et al.* 1969). Es necesario comentar que la citada elección no afectará a los resultados obtenidos en la futura estimación de los modelos de Markowitz y Sharpe (Elton y Gruber, 1974).

Una vez obtenidas las rentabilidades mensuales continuas, se procede a estimar el modelo de mercado propuesto por Fama *et al.* (1969), previamente aportado por Markowitz (1959) y posteriormente desarrollado por Sharpe (1963):

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i r_{m,t} + \mu_i$$

Donde $r_{i,t}$ representa la rentabilidad continua del título i en el mes t , α_i es el término independiente de la ecuación, β_i es el coeficiente que mide la relación lineal entre la rentabilidad del título i y la rentabilidad del mercado (en este caso la del IGBM), $r_{m,t}$ hace referencia a la rentabilidad continua alcanzada por el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) en el mes t y finalmente μ_i representa la perturbación aleatoria de la ecuación. De este modo y siguiendo las indicaciones de Fama, *et al.* (1969) se calculan los resultados anormales como los residuos estimados de la anterior ecuación. Hay que recordar que este modelo supone a priori que los residuos son independientes e idénticamente distribuidos entre empresas (Brown y Warner, 1980, 1985).

Como podemos deducir, este aspecto se cumple debido a que las empresas de la

muestra publican la información de sostenibilidad en diferentes períodos de tiempo a lo largo del año natural, por lo que no se generan problemas de correlación contemporánea como en el caso, entre otros, del estudio de eventos legislativos.

Una vez obtenidos los residuos de las diferentes ecuaciones se computa lo que denominaremos «Rendimiento Anormal Medio» (Average Abnormal Return, AAR) como la media aritmética de los diferentes residuos o rentabilidades anormales obtenidos por cada firma:

$$AAR_s = \frac{\sum_{i=1}^N \mu_{is}}{N_s}$$

Por lo tanto, el rendimiento anormal medio puede ser interpretado como la media aritmética de la desviación en rentabilidad de los títulos de la muestra con respecto al mercado, debido a factores ajenos a este y en un periodo de tiempo determinado. A posteriori se comprobará la significatividad individual de los rendimientos anormales medios estimados mediante la aplicación de los correspondientes tests de significatividad individual de los parámetros (T-tests). Mediante el citado procedimiento se comprobará si los diferentes rendimientos anormales medios son significativamente distintos de cero, lo cual implicaría una relación causal significativa entre la publicación de información sobre RSC y el valor de mercado de las diferentes empresas consideradas. Para el cálculo del citado contraste se relaciona el valor medio adoptado por los residuos estimados con la desviación estándar de los mismos.

Mediante la observación del signo adoptado por los rendimientos anormales medios, así como la significatividad de los mismos podremos aceptar o rechazar la hipótesis del trabajo. De este modo, un signo positivo en los AARs unido a la significativi-

dad del mismo, nos llevará a aceptar la hipótesis de la presente investigación, así como rechazarla en caso contrario.

5. ANÁLISIS DE RESULTADOS

5.1. Análisis descriptivo

En primera instancia, se ha realizado un análisis descriptivo de las empresas seleccionadas con el objetivo de obtener una primera visión de la situación actual en torno al grado de transparencia informativa en materia de Responsabilidad Social Corporativa de las empresas españolas.

Durante el periodo 2003 a 2006, publicaron una memoria de sostenibilidad 30 compañías distintas pertenecientes al Mercado Continuo, representando el 23,43% sobre el total de las firmas integrantes. En el cuadro n.º 2 pueden apreciarse el número de memorias publicadas en cada periodo, así como el valor relativo con respecto al total de empresas.

La tendencia observada a lo largo de los últimos cuatro años es creciente, con excepción del 2006, lo que pone de manifiesto una progresiva implantación de la publicación de memorias de sostenibilidad. Sin embargo, la calidad de las mismas no

Cuadro n.º 2
Empresas del mercado continuo con memorias de sostenibilidad (2003-2006)

Año	Memorias/Empresas	%
2003	18	14,06
2004	20	15,63
2005	27	21,09
2006	25	19,53

Fuente: Elaboración propia

Cuadro n.º 3
Carácter de las memorias de sostenibilidad (2003-2006)

	2003	2004	2005	2006
Reference Only	2	0	0	0
Content Index	6	3	10	4
In Accordance	10	17	17	1
G3	0	0	0	20

Fuente: Elaboración propia

Cuadro n.º 4
Verificación de las memorias de sostenibilidad

Periodo	Verificación externa		Verificación GRI	
	SI	NO	SI	NO
2003	8	10	0	18
2004	10	10	0	20
2005	19	8	11	16
2006	20	5	16	9

Fuente: Elaboración propia

es homogénea dado su carácter voluntario. Así, en el cuadro n.º 3 pueden verse las menciones aportadas por el GRI a las diferentes memorias analizadas, que pueden considerarse como medidas indirectas.

La calidad de las memorias de sostenibilidad publicadas por las empresas analizadas va en aumento a lo largo del espectro temporal analizado, ganando peso las memorias con la mención «*In accordance*». Otro aspecto interesante a destacar es la inmediata adopción de las G3 *Guidelines* por parte de las empresas analizadas, lo cual pone de manifiesto la gran flexibilidad de los órganos responsables de la elaboración y publicación de información de sostenibilidad en las organizaciones españolas. Aunque el análisis del carácter de las memorias de sostenibilidad puede ser interesante, lo es aún más el estudio de su verificación, tanto por parte de expertos independientes externos a la entidad, como por parte del propio GRI. En el cuadro nº 4 se pueden apreciar los diferentes niveles de verificación adoptados por las memorias de sostenibilidad de las empresas analizadas.

Como se observa, los dos procedimientos para verificar las memorias de sostenibilidad han tenido una evolución similar

durante los últimos años. Si bien, las empresas han puesto un mayor énfasis en certificar las memorias a través de expertos independientes externos. En este sentido, se pone de manifiesto la importancia relativa del proceso de verificación para garantizar la transparencia de las organizaciones y especialmente, la fiabilidad de la información suministrada (Moneva, 2006).

Este aspecto no ha pasado desapercibido entre las distintas organizaciones nacionales, las cuales creen necesario establecer un proceso de verificación de las memorias con el objetivo de dotarlas de una mayor transparencia hacia los diferentes *stakeholders*.

5.1. Sostenibilidad y *performance* financiera

El enfoque del *Stakeholder Instrumental* establece a priori una relación causal significativa entre la *performance* social y financiera de las diferentes organizaciones (Donaldson y Preston, 1995; Jones, 1995). Para ello, se hace necesario el establecimiento de uno o varios proxies de la *performance* social y medioambiental de la empresa con el objetivo de contrastar su impacto en el mercado bursátil. En este

caso, la publicación de memorias de sostenibilidad por parte de las empresas se ha utilizado como indicador de medida del desempeño en materia de responsabilidad social de las diferentes firmas, siguiendo parcialmente el procedimiento elegido por AlTuwaijri *et al.* (2004). En el cuadro n.º 5 pueden apreciarse los diferentes valores adoptados por la rentabilidad anormal esti-

mada a lo largo de los diferentes períodos analizados.

Puede apreciarse como la publicación de memorias de sostenibilidad referentes al año 2003 tuvo un efecto positivo sobre la valoración de la empresa en el mercado bursátil durante el mes de publicación de dicha información. Esto es debido a que el signo del rendimiento anormal medio esti-

Cuadro n.º 5

Residuos estimados del modelo o rentabilidad anormal estimada.

Año de publicación	Periodo de test***	AARs**	T – test
Memorias 2003	T-2	0,018997	0,197
	T-1	-0,019554	-0,259
	T	0,021321	2,641*
	T+1	0,053429	0,313
	T+2	0,022237	0,234
Memorias 2004	T-2	0,034397	0,013
	T-1	0,022321	0,743
	T	0,031126	0,452
	T+1	-0,022284	-0,234
	T+2	0,061293	0,923
Memorias 2005	T-2	-0,012642	-0,245
	T-1	0,043254	0,654
	T	0,032342	2,912*
	T+1	-0,124523	-0,734
	T+2	-0,023421	-0,754
Memorias 2006	T-2	0,012234	0,375
	T-1	0,023415	0,943
	T	0,001122	2,780*
	T+1	0,032412	2,811*
	T+2	-0,023429	-0,672

*** El periodo de test de sostenibilidad el intervalo comprendido entre los dos meses previos a la fecha publicación de la memoria y los dos meses posteriores a tal fecha (T-2, T+2). De este modo, el periodo T+1 haría referencia al mes inmediatamente posterior a la fecha de la publicación de la memoria de sostenibilidad por parte de la empresa y T-2 al segundo mes precedente a la fecha de tal evento.

** Average Abnormal Return (Rendimiento anormal medio).

* Significativo al 5% (Intervalo de confianza del 95%).

Fuente: Elaboración propia.

mado durante el mes «T» fue positivo y significativo. Las estimaciones de los rendimientos anormales medios durante los dos meses precedentes y posteriores a la fecha de publicación (T-1, T-2, T+1, T+2) no fueron significativas. De este modo y de acuerdo a los resultados obtenidos, el mercado descontó rápidamente el evento estudiado, de forma que los accionistas valoraron de forma anormalmente positiva a las compañías que publicaron memorias de sostenibilidad durante el mismo mes de publicación de dicha información.

Con respecto a las memorias de sostenibilidad referentes al periodo 2004, puede observarse como el mercado adoptó una posición de indiferencia, evitando premiar de algún modo a aquellas firmas que optaron por publicar este tipo de información. Este aspecto se ve propiciado debido a la ausencia de significatividad de los parámetros estimados (considerando un intervalo de confianza del 95%), lo cual nos hace rechazar la hipótesis del trabajo para este periodo analizado.

Por el contrario, los inversores premiaron durante el mes de publicación de la información a aquellas empresas que aportaron una memoria de sostenibilidad referente al año 2005. En los restantes periodos precedentes y posteriores a la fecha del evento, las estimaciones carecen de la significatividad requerida en el análisis empírico.

Finalmente y de acuerdo al último periodo temporal analizado, puede observarse que la publicación de memorias de sostenibilidad tuvo un efecto positivo sobre la valoración de mercado durante el mes en el que se produjo el evento, y en el inmediatamente posterior (tal y como reflejan los signos positivos alcanzados por los rendimientos anormales medios en tales periodos, así como la significatividad de los mismos).

Analizando los datos a nivel global, puede observarse como se presentan pe-

riodos de tiempo en los que se soportó la hipótesis del trabajo, de modo que se pone de manifiesto como la integración de los diferentes agentes sociales en los mecanismos de decisión interna de la empresa, tuvo asociada una valoración de mercado de la empresa por encima de lo esperado. Así mismo, se observa como el efecto de la publicación parece ser descontado con celeridad en los mercados, salvo durante el periodo 2006, ya que el impacto del evento sobre el precio de los títulos fue significativo en el mes posterior a la fecha de publicación de las memorias de sostenibilidad.

6. UN CASO PARTICULAR: EL SECTOR FINANCIERO ESPAÑOL

Durante el periodo temporal considerado, fueron 13 las memorias de sostenibilidad emitidas por parte de entidades pertenecientes al sector financiero. El 70% de las mismas fueron verificadas por expertos independientes externos y el 40% fueron verificadas por la GRI. Comparando estos resultados con los aportados por el total de empresas analizadas (el 63% de las memorias fueron verificadas por expertos independientes externos y el 30% por parte del GRI) podemos apreciar la superioridad existente en materia de transparencia informativa por parte de las empresas del sector financiero. Otro aspecto interesante a analizar es la evolución de estas magnitudes a lo largo de los periodos analizados. A la vista de los datos obtenidos, se observa una tendencia creciente en la calidad de las memorias de sostenibilidad, de forma que las emitidas durante el último periodo analizado albergaron un mayor grado de verificación, tanto externamente como por parte de la GRI.

En el análisis global de las empresas del mercado continuo se encontraron evidencias de la posible relación causal entre la publicación de memorias de sostenibilidad

y la valoración anormalmente positiva de la empresa por parte del mercado. Si bien, aunque estos resultados no fueron consistentes a lo largo de espectro temporal considerado, durante determinados periodos esta relación causal positiva dio signos de significatividad suficientes como para tener en cuenta este aspecto a la hora de tomar las decisiones de inversión.

En el presente apartado, se introduce al lector en la casuística especial del sector financiero español al respecto. En el cuadro n.º 6 pueden apreciarse los resultados obtenidos una vez estimado el modelo de mercado aplicado en apartados anteriores.

Del cuadro n.º 6 pueden extraerse las siguientes conclusiones. Para el periodo 2003, no fue posible obtener las estimaciones de los rendimientos anormales medios

debido a la inexistencia de unidades muestrales suficientes para tal labor.

Por otro lado, podemos apreciar como el efecto determinado a nivel global se reproduce parcialmente para el caso aislado del sector financiero. La publicación de memorias de sostenibilidad referentes al periodo 2004 no tuvo un efecto significativo sobre la valoración bursátil de la empresa, o al menos durante el periodo de test considerado (T-2, T+2), tal y como indican los tests de significatividad sobre los parámetros estimados.

Por el contrario, parece ser que la publicación de información social y medioambiental por parte de las empresas del sector financiero referentes a los años 2005 y 2006, tuvo un efecto positivo y significativo sobre el rendimiento obtenido por las dife-

Cuadro n.º 6
Situación del Sector Financiero.

Año de publicación	Periodo de test***	AARs**	T – test
Memorias 2004	T-2	0,004252	0,054
	T-1	0,000333	0,098
	T	0,024929	0,033
	T+1	-0,034262	-0,021
	T+2	0,072340	0,041
Memorias 2005	T-2	0,023451	0,239
	T-1	0,063222	0,521
	T	0,052256	2,890*
	T+1	0,052516	0,111
	T+2	-0,015166	-0,299
Memorias 2006	T-2	0,105621	0,012
	T-1	0,023515	0,002
	T	0,052516	2,921*
	T+1	0,526211	0,214
	T+2	-0,026534	-0,041

* Significativo al 5% (Intervalo de confianza del 95%)
Fuente: Elaboración propia.

rentes empresas de la muestra, durante el mismo mes en el que se publicó tal información. Además y de acuerdo a la magnitud adoptada por los rendimientos anormales medios en el caso específico del sector financiero, podemos afirmar que las empresas de este ámbito que publicaron información sobre responsabilidad social corporativa, obtuvieron una valoración de mercado sensiblemente superior a la obtenida para el total de la muestra analizada.

7. A MODO DE CONCLUSIÓN

La situación actual del mercado español en materia de *reporting* social y medioambiental es privilegiada en el panorama europeo y mundial ya que el porcentaje de éstas que publican información de sostenibilidad es en media superior a la mayoría de los países de la zona euro. Además y tras el análisis de la base de datos de la GRI, podemos indicar que el grado de calidad de las memorias de sostenibilidad publicadas por estas empresas, y medido a través de la verificación externa como la del propio GRI, es en media superior al de otros países europeos.

En este sentido, parece interesante evaluar la posible relación entre la publicación de informes sobre los impactos que generan las distintas actividades de la empresa, sobre el valor de mercado de las mismas, el cual es, en definitiva, el objetivo del presente trabajo.

Este liderazgo en materia de *reporting* social y medioambiental no ha pasado desapercibido para la comunidad inversora, ya que en ciertos períodos de tiempo analizados se observa una valoración anormalmente positiva de aquellas firmas que publicaron este tipo de información. Concretamente, se observa que el evento derivado de la publicación de las memorias de sostenibilidad es descontado en el mercado rápidamente y durante el mismo mes, salvo

para el año 2004, no observándose efectos significativos generalizados en los restantes meses precedentes y posteriores a tal fecha. De este modo se pone de manifiesto como los inversores premiaron a las empresas que decidieron informar sobre los impactos que la actividad de la empresa tiene sobre los diferentes *stakeholders*.

Así, los inversores efectuaron una valoración por encima de lo esperado de aquellas compañías que publicaron una memoria de sostenibilidad referente a los períodos 2003, 2005 y 2006. Si bien, en los dos primeros períodos, el efecto positivo y significativo se hizo patente en el mes de publicación de la memoria, hay que citar que las firmas que publicaron información de sostenibilidad referente al ejercicio 2006 sufrieron también una valoración de mercado anormalmente positiva en el siguiente mes a la fecha de publicación de la información descrita. En estos períodos, los precios de cierre alcanzados por los diferentes valores analizados, superaron en media a la valoración que deberían haber obtenido los títulos en función del comportamiento del índice propuesto (IGBM). Estos aspectos nos permiten aceptar, en los períodos de tiempo descritos, la hipótesis propuesta en la presente investigación, confirmando así parcialmente las premisas establecidas por la Teoría del *Stakeholder Instrumental*.

De este modo, se pone de manifiesto la importancia relativa de mecanismos como el *reporting* de información social y medioambiental a la hora de establecer la política de gestión empresarial, ya que su posible omisión podría ocasionar una pérdida de competitividad con respecto a otras firmas del sector. Esta consideración es de gran interés para la gestión al más alto nivel en las organizaciones, ya que los resultados obtenidos indican, que con mayor frecuencia se integran aspectos relacionados con la gestión sostenible, a la hora de configurar las carteras de inversión.

La situación del sector financiero no se aleja demasiado de la tendencia global observada, aunque ofrece algunas peculiaridades, las cuales son de gran interés. En este caso, la publicación por parte de las empresas del sector financiero español de una memoria de sostenibilidad referente a los ejercicios 2005 y 2006, tuvo asociada una valoración de la firma en el mercado por encima de lo esperado, en función de la tendencia experimentada por el índice de referencia. Además, el exceso de valoración positivo sufrido por las firmas de este sector, fue sensiblemente superior al experimentado por el total de la muestra considerada. Este aspecto pone de manifiesto la mayor sensibilidad o interés (con respecto a la media del mercado) de la comunidad inversora, sobre los impactos generados por las actividades de las organizaciones integrantes del sector financiero. Por otro lado, se puede apuntar cómo la publicación de memorias de sostenibilidad por empresas del sector financiero no tuvo un efecto positivo sobre su valoración de mercado en

el siguiente mes a la fecha de publicación de tal información ni siquiera en el año 2006. Todas estas consideraciones nos llevan a no rechazar en el periodo temporal analizado que la publicación de memorias de sostenibilidad será valorada de forma positiva por el mercado de valores.

Como hemos visto, el efecto positivo observado en la cotización de los títulos de empresas que publicaron información de sostenibilidad para el total de la muestra, se reprodujo prácticamente en su totalidad en el sector financiero. Uno de los posibles aspectos para explicar este alto grado de correlación podría residir en el alto peso específico que las empresas del sector financiero tienen en las principales carteras de inversión tanto particulares como institucionales. No obstante, y aun observando las relaciones causales obtenidas para el total de la muestra, puede ser adecuado considerar en investigaciones futuras el análisis de las casuísticas particulares de cada sector de actividad, con el objetivo de capturar impactos sectoriales específicos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABRAMSON, L. y CHENG, D. (2000): «Socially responsible investing: viable for value investors?». *Journal of Investing* 9: 73-80.
- AL-TUWAIJRI, S.; CHRISTENSEN, T. y HUGHES, K. (2004): «The relations among environmental disclosure, environmental performance and economic performance: a simultaneous equations approach». *Accounting, Organizations and Society*, 29: 447-471.
- ANDERSON, J.C. y FRANKLE, A.W. (1980): «Voluntary social reporting: An isobeta portfolio analysis». *Accounting Review*, 55: 467-479.
- ASSOCIATION OF CHARTERED CERTIFIED ACCOUNTANTS (ACCA) y CORPORATE REGISTER, (2004): «*Towards Transparency: progress on global sustainability reporting 2004*». ACCA, London.
- BAUER, R.; OTTEN, R. y RAD, A. (2006): «Ethical investing in Australia: Is there a financial penalty?». *Pacific-Basin Finance Journal*, 14: 33-48.
- BELKAOUI, A. (1976): «The impact of the disclosure of the environmental effects of organizational behaviour on the market». *Financial Management*, 5: 26-31.
- BELLO, Z. (2005): «Socially responsible investing and portfolio diversification». *The Journal of Financial Research*, 28: 41-57.
- BENSON, K.L.; BRAILSFORD, T.J. y HUMPHREY, J.E. (2006): «Do socially responsible fund managers really invest differently?». *Journal of Business Ethics*, 65: 337-357.
- BROWN, S. y WARNER, J. (1980): «Measuring security price performance». *Journal of Financial Economics*, 8: 205-258.
- BROWN, S. y WARNER, J. (1985): «Using daily stock returns. The case of event studies». *Journal of Financial Economics* 14: 3-31.
- CHONG, J.; HER, M. y PHILLIPS, G.M. (2006): «To sin or not to sin? Now that's the question». *Journal of Asset Management*, 6: 406-417.
- CLARKSON, MAX B.E. (1995): «A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance». *Academy of Management Review*, 20: 92-117.
- COOPER, D.y SHERER, M. (1984): «The value of corporate accounting reports: arguments for a political economy of accounting». *Accounting, Organizations & Society*, 9: 207-232.
- CORE, J.; GUAY, W. y RUSTICUS, T. (2006): «Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations». *Journal of Finance*, 56: 655-687.
- CORMIER, D. y MAGNAN, M. (2006): «The revisited contribution of environmental reporting to investors' valuation of a firm's earnings: An international perspective». *Ecological Economics* doi: 10.1016/j.ecolecon.2006.07.030.
- CORNELL, B. y SHAPIRO, A. (1987): «Corporate Stakeholders and corporate finance». *Financial Management* 16: 5-14.
- DAVIDSON, W.N. y WORRELL, D.L. (1992): «Research notes and communications: The effect of product recall announcements on shareholder wealth». *Strategic Management Journal* 13: 467-473.
- DEEGAN, C. y RANKIN, M. (1997): «The materiality of environmental information to users of annual reports». *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 10: 65-91.
- DEEGAN, C.; RANKING, M. y TOBIN, J. (2002): «An examination of the corporate social and environmental disclosures of BHP from 1983-1997. A test of legitimacy theory», *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 15:3: 312-343.
- DERWALL, J.; GUENSTER, N.; BAUER, R. y KOEDIJK, K. (2005): «The ecoefficiency premium puzzle». *Financial Analysts Journal* 61: 51-63.
- DONALDSON, T. y PRESTON, L.E. (1995): «The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications». *Academy of Management Review* 20: 65-91.
- DONALDSON, T. (1999): «Response: Making stakeholder theory whole». *Academy of Management Review* 24: 237-241.
- ELTON, E. y GRUBER, M. (1974): «Portfolio Analysis where investment relatives are lognormally distributed. *Journal of Finance* 29: 1265-1273.
- FAMA, E.; EUGENE, F.; FISHER, L.; Jensen, M. y Roll, R. (1969): «The adjustment of stock prices of new information». *International Economic Review* 10: 1-21.
- FREEMAN, R.E. (1984): *Strategic management: A stakeholder approach*. Englewood Cliffs, Prentice Hall, New York.
- FREEMAN, R.E. y GILBERT, D.R. (1988): *Corporate strategy and the search for ethics*. Englewood Cliffs, Prentice Hall, New York.
- FREEDMAN, M. y JAGGI, B. (1986): «An analysis of the impact of corporate pollution disclosures included in annual financial statements on investors' decisions». *Advances in Public Interest Accounting* 1: 192-212.
- GECZY, C.; STAMBAUGH, R. y LEVIN, D. (2005): *Investing in socially responsible mutual funds*. Working paper, WhartonUniversity.

- GOMPERS, P.; ISHII, J. y METRICK, A. (2003): «Corporate governance and equity prices». *The Quarterly Journal of Economics*, 118: 107-155.
- GRIFFIN, J.J. y MAHON, J.F. (1997): «The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twentyfive years of incomparable research». *Business and Society*, 36: 5-31.
- HONG, H. y KACPERCZYK, M. (2006): *The price of sin: The effects of social norms on markets*. Working paper, University of British Columbia.
- INGRAM, R.W. (1978): «An investigation of the information content of (certain) social responsibility disclosures». *Journal of Accounting Research*, 16: 270-285.
- JONES, T.M. (1995): «Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics». *Academy of Management Review*, 20: 404-437.
- JONES, T.M. y WICKS, C. (1999): «Convergent stakeholder theory». *Academy of Management Review*, 24: 206-221.
- KPMG (2005): *KPMG International Survey of Corporate Responsibility Reporting 2005*, Amsterdam.
- LINDBLOM, C.K. (1994): «The implications of organizational legitimacy for corporate social performance and disclosure», Congreso organizado por Perspectivas Críticas en Contabilidad, Nueva York.
- MARKOWITZ, H.M. (1959): *Portfolio selection. Efficient diversification of investments*. John Wiley and Sons. New York.
- MCWILLIAMS, A. y SIEGEL, D. (2001): «Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective». *Academy of Management Review*, 26: 117-127.
- MEZNAR, M.; NIGH, D. y KWOK, C. (1994): «Effect of announcements of withdrawal from South Africa on stockholder wealth», *Academy of Management Journal*, 37: 1633-1648.
- MITCHELL, R.K.; BRADLEY, R.A. y WOOD, D.J. (1997): «Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts», *Academy of Management Review*, 22: 853-886.
- MONEVA, J.M. (2006): «Mecanismos de verificación de la información sobre responsabilidad social corporativa». *Papeles de Economía Española*, 108: 75-90.
- MONEVA, J.M. (2007): «El marco de la información sobre responsabilidad social de las organizaciones». *Ekonomiaz*, 65: 284-317.
- MONEVA, J.M.; ACERO, I. y LLENA, F. (2007): «Evaluación de la Información de Sostenibilidad en las Cajas de Ahorros Españolas». *Cuadernos Aragoneses de Economía*, 17 (1): 99-125.
- MORSE, D. (1984): «An econometric analysis of the choice of daily versus monthly returns in tests of information content». *Journal of Accounting Research*, 22: 605-623.
- MURRAY, A.; SINCLAIR, D.; POWER, D. y GRAY, R. (2006): «Do financial markets care about social and environmental disclosure?», *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 19: 228-255.
- NESS, K.E. y MIRZA, A.M. (1991): «Corporate social disclosure: a note on a test of agency theory», *British Accounting Review*, 23:3, 211-218.
- OPLER, T.C. y SOKOBIN, J. (1995): *Does coordinated institutional activism work? An analysis of the activities of the Council of Institutional Investors*. Working paper, Ohio State University.
- ORLITZKY, M.; SCHMIDT, F.L. y RYNES, S.L. (2003): «Corporate Social and Financial Performance: A metaanalysis». *Organization Studies*, 24: 403-441.
- PATTEN, D.M. (1990): «The market reaction to social responsibility disclosures: The case of the Sullivan Principles signings». *Accounting, Organizations and Society*, 15: 575-587.
- PORTER, M.E. y KRAMER, M.R. (2006): «Strategy and Society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility», *Harvard Business Review*, 84: 42-56.
- PRESTON, L.E. (1978): «Analyzing corporate social performance: Methods and results». *Journal of Contemporary Business*, 7: 135-150.
- REITENGA, A. (2000): «Environmental regulation, capital intensity, and cross-sectional variation in market returns», *Journal of Accounting and Public Policy*, 19: 189-198.
- RICHARDSON, A. y WELKER, M. (2001): «Social disclosure, financial disclosures and the cost of equity capital». *Accounting, Organizations and Society*, 26: 597-616.
- RODRÍGUEZ, J.M. (2007): «Responsabilidad social corporativa y análisis económico: práctica frente a teoría». *Ekonomiaz*, 65: 12-49.
- ROMAN, R.M.; HAYBOR, S. y AGLE, B.R. (1999): «The relationship between social and financial performance: Repainting a portrait». *Business & Society*, 38: 109-125.
- SHANK, T.M.; MANULLANG, D.K. y HILL, R.P. (2005): «Is it better to be naughty or nice?». *Journal of Investing*, 14: 82-87.
- SHARPE, W.F. (1963): «A simplified model for portfolio analysis». *Management Science*, 9: 277-293.
- STATMAN, M. (2006): «Socially responsible indexes: Composition, performance, and tracking error». *The Journal of Portfolio Management*, 32: 100-109.

United Nations Environmental Programme Finance Initiative (UNEP FI) (2007): *Unlocking Value: The scope for environmental, social and governance issues in private banking*, (Geneve: UNEP Finance Initiative).

VAN DE VELDE, E.; VERMEIR, W. y CORTEN, F. (2005): «Corporate social responsibility and financial performance». *Corporate Governance*, 5: 129-138.

Wood, D.J. (1991): «Corporate social performance revisited». *Academy of Management Review*, 16: 691-718.

Wood, D.J. y JONES, R.E. (1995): «Stakeholder mismatching: A theoretical problem in empirical research in corporate social performance». *International Journal of Organizational Analysis*, 3: 229-267.

ANEXO I: Relación de empresas analizadas

Denominación	Sector de actividad	2003	2004	2005	2006
ABENGOA	Materiales Básicos, industria y construcción		X	X	X
ABERTIS	Servicios de Consumo	X	X	X	X
ACCIONA	Materiales Básicos, industria y construcción			X	X
AGBAR	Petróleo y Energía	X		X	X
BBVA	Servicios financieros e inmobiliarios		X	X	X
CEPSA	Petróleo y Energía	X	X	X	X
ENCE	Bienes de Consumo	X		X	
ENDESA	Petróleo y Energía	X	X	X	X
FCC	Materiales Básicos, industria y construcción			X	X
FERROVIAL	Materiales Básicos, industria y construcción	X	X	X	X
GAMESA	Materiales Básicos, industria y construcción	X	X	X	X
GAS NATURAL	Petróleo y Energía	X	X	X	X
IBERDROLA	Petróleo y Energía	X	X	X	X
IBERIA	Servicios de Consumo	X	X	X	X
INDITEX	Bienes de Consumo	X	X	X	
INDRA	Tecnología y Telecomunicaciones	X	X	X	X
MAPFRE	Servicios financieros e inmobiliarios			X	
NH HOTELES	Servicios de Consumo				X
OHL	Materiales Básicos, industria y construcción	X	X	X	X
POPULAR	Servicios financieros e inmobiliarios		X	X	
PORTLAND	Materiales Básicos, industria y construcción			X	X
REE	Petróleo y Energía	X	X	X	X
REPSOL YPF	Petróleo y Energía	X	X	X	X
SABADELL	Servicios financieros e inmobiliarios		X	X	X
SACYR	Materiales Básicos, industria y construcción				X
SANTANDER	Servicios financieros e inmobiliarios	X	X	X	X
SOL MELIA	Servicios de Consumo			X	X
TELECINCO	Servicios de Consumo			X	X
TELEFÓNICA	Tecnología y Telecomunicaciones	X	X	X	
UNIÓN FENOSA	Petróleo y Energía	X	X		X
TOTAL		18	20	27	25