Entidad principal del proyecto

ASIVALCO
FUENTE DEL JARRO

Colaboradores

Grupo de Investigación en Estrategia, Competitividad e Innovación
GRECO

EiH
Cátedra de Empresa y Humanismo

Paterna
[CIUDAD DE EMPRESAS]

Patrocinadores del proyecto

GENERALITAT VALENCIANA

AVI AGÈNCIA VALENCIANA DE LA INNOVACIÓ

978-84-9133-290-9

08 ENERO 2020

EiH
Cátedra de Empresa y Humanismo

CUADERNO DE TRABAJO

REPORTING NO FINANCIERO: UNA DEMOSTRACIÓN EMPÍRICA DE LOS EFECTOS DE LA TRANSPARENCIA INFORMATIVA SOBRE EL DESEMPEÑO ORGANIZATIVO

CÉSAR CAMISÓN ZORNOZA
JOSÉ ANTONIO CLEMENTE ALMENDROS
SERGIO CAMISÓN-HABA
MARÍA LÓPEZ-TRIGO REIG
MELANIE GRUESO GALA

PATROCINAN:

caixa popular
seidor
GENERALITAT VALENCIANA
CONSELLERIA D'ECONOMIA SOSTENIBLE, SECTORS PRODUCTIUS, COMERÇ I TREBALL
VNIVERSITAT DE VALÈNCIA

Reporting No Financiero: una demostración empírica de los efectos de la transparencia informativa sobre el desempeño organizativo. Camisón Zornoza, César; Clemente Almendros, José Antonio; Camisón-Haba, Sergio; López-Trigo Reig, María; Grueso Gala, Melanie. Primera edición, Valencia. Todos los derechos reservados.

ISBN: 978-84-9133-290-9

Depósito legal: V-412-2020

Edición e Impresión: Cátedra de Empresa y Humanismo, Universitat de València. Colección Cuadernos de Trabajo de la CEIHUV, número 8.

www.ceihuv.org

Esta publicación no puede reproducirse, ni total ni parcialmente, ni ser registrada o transmitida por ningún sistema de recuperación de información, en ninguna forma ni por ningún medio, ya sea fotomecánico, fotoquímico, electrónico, por fotocopia o cualquier otro, sin el permiso previo de los autores y de la institución editora. Cualquier violación de los derechos de propiedad intelectual de esta obra será perseguida por todos los medios legalmente disponibles.

Autores

César Camisón Zornoza. Doctor en CC. Económicas y Empresariales. Catedrático de Dirección de Empresas, Universidad de Valencia. Director de GRECO Grupo de Investigación en Estrategia, Competitividad e Innovación.

José Antonio Clemente Almendros. Doctor en Finanzas. Profesor Contratado Doctor. Facultad de Empresa y Comunicación, Universidad Internacional de La Rioja.

Sergio Camisón-Haba. Doctor en Dirección de Empresas. Investigador Contratado de la Cátedra de Empresa y Humanismo y Profesor Asociado de Dirección de Empresas, Universidad de Valencia.

María López-Trigo Reig. Doctora en Ciencias de la Información. Profesora en EDEM (UV).

Melanie Grueso Gala. Máster en Estrategia de Empresa. Investigadora en Formación con beca FPU17/04804 - Universidad de Valencia.

La **Cátedra d´Empresa i Humanisme (EiH) de la Universitat de València** se define como un espacio de encuentro e intercambio de conocimiento entre miembros de la comunidad universitaria (UV), administración pública, empresarios y profesionales que trabajan en el ámbito de la empresa y organizaciones de ámbito nacional y supranacional especializados en el estudio de la empresa humanista.

Nuestra **misión** es generar y difundir conocimiento relevante y útil de cara a promover el compromiso cívico por futuros titulados universitarios, profesionales que desempeñan labores ejecutivas y de control en el ámbito empresarial, responsables públicos en ámbitos relacionados con la economía y la dirección de empresas y miembros de la comunidad académica interesados en el estudio de la vertiente humanista de la empresa.

En consonancia con la misión enunciada, la **visión** de la Cátedra d´Empresa i Humanisme (EiH) de la Universitat de València se concreta en las siguientes metas por las cuáles quiere ser reconocida al finalizar el periodo 2017-2019:

- Ser un referente social en la generación y difusión de información y conocimiento relevante y fiable sobre la situación y avances del enfoque humanista en la empresa, impulsando el debate público y la participación social sobre su problemática, así como promoviendo publicaciones de calidad marcadas por la excelencia y la interdisciplinariedad.

- La calidad de la docencia específica impartida en el ámbito de las titulaciones de grado y postgrado ofertadas por la Universitat de València, que mentalicen y preparen profesionalmente a los titulados para dirigir, crear o trabajar en empresas desde planteamientos cívicos y éticos.

- La calidad y capacidad de convocatoria de sus actividades de difusión de conocimiento dirigidas al ámbito empresarial y profesional.

- Establecer puentes con formadores de niveles educativos preuniversitarios para difundir el mensaje que anima la Cátedra y lograr así que vaya calando en los futuros profesionales y universitarios en su más temprana edad.

- Haber desarrollado un equipo consolidado y multidisciplinar de investigadores centrados en el estudio de la realidad y los retos de futuro de la empresa humanista.

- Su disponibilidad y accesibilidad para atender las necesidades e inquietudes de los miembros de la comunidad empresarial, académica y de la sociedad en general, en relación a la compatibilización de la competitividad y los resultados financieros con el compromiso cívico, la conducta ética, la responsabilidad social y la sostenibilidad medioambiental de las empresas.

- Su acción aglutinadora de académicos, empresas y profesionales como foro de ideas y debate e impulsor de los principios de la empresa humanista.

- Constituir el punto de encuentro entre la actividad educativa e investigadora de las universidades sobre empresa y humanismo, con la estrategia y ejecución por la Consellería de sus planes relacionados con esta temática.

EiH
Cátedra de Empresa y Humanismo

Objetivos de la colección de Cuadernos de Trabajo de la Cátedra de Empresa y Humanismo de la Universidad de Valencia

La colección de Cuadernos de Trabajo de CEFUV es una iniciativa que recoge los resultados de los Programas de Formación y Divulgación incluidos dentro del Plan de Actividades de la CEFUV.

Los Cuadernos de Trabajo de CEFUV se configuran como estudios, análisis y presentaciones que abordan la problemática de la empresa familiar y de la familia empresaria y las relaciones entre ambas, desde una perspectiva interdisciplinar. Se pretende un formato que, manteniendo el rigor y la profundidad en el tratamiento de los temas, ofrezca ideas, conocimientos, métodos y experiencias que puedan interesar a profesionales, empresarios y directivos ligados al mundo de la empresa familiar, por tener aplicabilidad práctica y servirles de guía en sus decisiones y responsabilidades. También podrán ser publicados en la colección estudios de casos de empresas familiares que hayan destacado por su trayectoria y por las estrategias, prácticas y soluciones en temas de gestión, gobierno, sucesión y planificación familiar que hayan introducido, y que puedan ser valiosas para el resto de organizaciones familiares.

Estos Cuadernos de Trabajo de CEFUV pretenden pues sintetizar y divulgar conocimiento novedoso, relevante y útil para comprender la realidad de la empresa familiar, contribuir al desarrollo de su capacidad competitiva y de generación de riqueza, y ayudar a sus fundadores, propietarios familiares, gestores y asesores en la toma de decisiones sobre cómo configurar familia y empresa, las relaciones entre ambas y para resolver los múltiples retos económicos, directivos, jurídicos y psicológicos que estas organizaciones enfrentan cotidianamente. Son pues un cauce de expresión y un instrumento de difusión de trabajos que se realizan bajo el amparo de la CEFUV, en cualquiera de los centros o departamentos de la Universitat de València por personal propio o colaboradores externos.

Todos los trabajos publicados han superado un proceso de evaluación anónima que garantiza que reúnen los estándares de interés profesional y calidad científica para ser difundidos en esta colección. Los autores mantendrán la plena propiedad intelectual de sus trabajos, y se beneficiarán de una amplia difusión entre la red de cátedras de empresa familiar de España, el mundo empresarial y profesional vinculado a la empresa familiar y otras redes académicas y directivas en las que CEFUV está implicada. En concreto, los Cuadernos publicados se editan y distribuyen por el sistema tradicional de folleto y en formato electrónico a través de la web de la CEFUV y de otros canales digitales.

REPORTING NO FINANCIERO: UNA DEMOSTRACIÓN EMPÍRICA DE LOS EFECTOS DE LA TRANSPARENCIA INFORMATIVA SOBRE EL DESEMPEÑO ORGANIZATIVO

Índice de contenidos

1. INTRODUCCIÓN 6

2. UNIVERSO 7

2.1. Polígono Industrial Fuente del Jarro 7

2.2. Estadísticos Descriptivos del Universo 9

3. REPORTING NO FINANCIERO EN EL POLÍGONO INDUSTRIAL FUENTE DEL JARRO Y SUS EFECTOS SOBRE EL DESEMPEÑO ORGANIZATIVO 16

3.1. Legislación RNF 16

3.2. Objetivos 20

3.3. Muestra 20

3.4. Hipótesis 22

3.5. Variables y Metodología 23

3.6. Análisis Descriptivo 24

3.7. Análisis Multivariante y Resultados 25

4. REPORTING NO FINANCIERO Y ORIENTACIÓN A STAKEHOLDERS 28

4.1. Objetivos 28

4.2. Muestra 28

4.3. Hipótesis 28

4.4. Metodología 31

4.5. Variables 33

4.6. Modelo Relacional 35

4.7. Pruebas de robustez 36

4.8. Análisis de los resultados 37

5. REFERENCIAS 40

1. INTRODUCCIÓN

El pasado mes de octubre de 2019, la Cátedra de Empresa y Humanismo publicaba en su colección de Cuadernos de Trabajo la "Guía Práctica para la Implantación del Reporting No Financiero". La guía llevaba a cabo un repaso de la evolución histórica del RNF como producto legislativo y sus implicaciones a nivel estratégico.

Los resultados de la reflexión teórica eran claros y apuntaban a la necesidad a las que la empresa moderna de desarrollar una más y mejor transparencia informativa que redundaría en el desarrollo de intangibles de mercado y, por ende, en un mejor desempeño en los mercados reales.

La guía, sin embargo y por su propia naturaleza, adoptaba una visión eminentemente práctica al estar enfocada a la divulgación hacia el mundo de la empresa, y no hacia el académico. Este trabajo, que da continuidad al que publicamos en octubre, aporta evidencia empírica acerca de las relaciones entre transparencia informativa (materializada en el RNF), desempeño organizativo y mejora de las relaciones con grupos de interés, haciendo para ello uso de un enfoque multimetódico.

Tras esta primera introducción, el trabajo ilumina el universo sobre el que se lleva a cabo el test empírico. El tercer capítulo muestra relaciones entre RNF y desempeño organizativo, haciendo uso de macheados y modelos de regresión. El capítulo cuarto emplea modelos de ecuaciones estructurales y tests de medias para analizar las relaciones entre transparencia informativa y mejora de las relaciones con stakeholders. Por último, se presentan las principales conclusiones del estudio y sus relaciones con los trabajos teóricos previos.

2. UNIVERSO

2.1. Polígono Industrial Fuente del Jarro

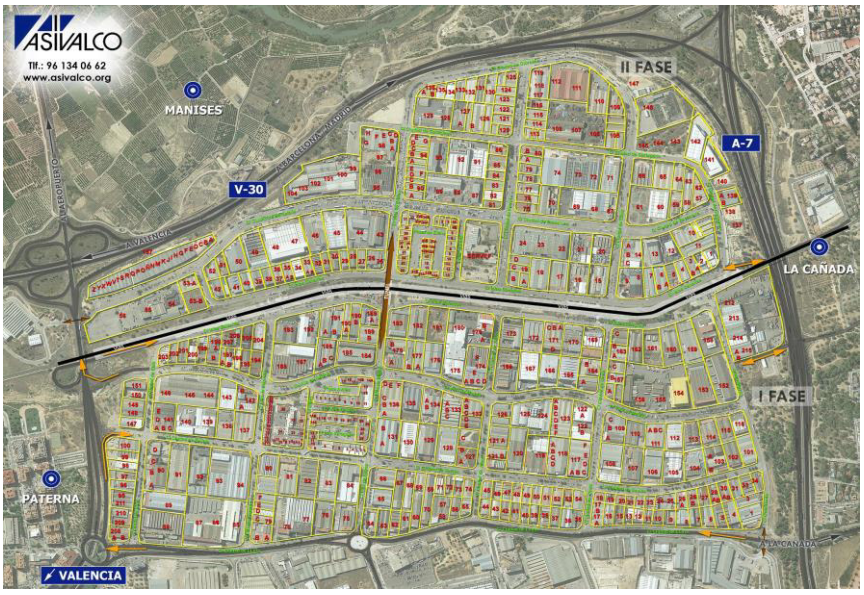
El estudio llevado a cabo se localiza en un lugar de referencia internacional como es el Polígono Industrial Fuente del Jarro (en adelante PIFJ), en Paterna (Valencia). Este polígono ha pasado de ser puramente industrial, a ser un parque empresarial que cuenta con numerosos servicios, comercios minoristas, entre otros. A raíz de las condiciones que exponemos a continuación, hemos considerado al polígono industrial Fuente del Jarro, el más indicado para nuestro estudio.

Su origen se remonta a los años sesenta y nació para dar solución a las empresas que debían reubicarse fuera de la capital debido al "Reglamento de actividades molestas, insalubres, nocivas y peligrosas" del Decreto de 30 de enero de 1964. De las 6.438 empresas que se encontraban en la ciudad de Valencia, 1.304 precisaban una nueva localización.

En el término municipal de Paterna tenían las condiciones para inaugurar un parque industrial ambicioso, y así lo hizo en 1966-1967. Contaban con gran cantidad de terreno no rentable agrícolamente, la proximidad a la capital a tan solo a 7 kms, y su facilidad de comunicación con las principales autovías.

La importancia de este polígono de referencia en España y Europa, según Levante (2012) se destaca por varios motivos. Uno de ellos es la gran agrupación de empresas localizadas en el mismo enclave. Contando inicialmente en la primera fase con 111 parcelas y actualmente albergando un total de 500, ocupadas casi en su totalidad, ya que cuenta con 450 empresas, con una superficie aproximada de 2.700.000 m2, y generando un total de 10.000 empleos.

Figura 1: Plano Polígono Industrial Fuente del Jarro



Fuente: ASIVALCO

Otro elemento clave de su importancia es la red de comunicaciones. Conectada a Valencia con la conocida "Autovía de Ademuz", y con la autovía A-7 quedando rápidamente enlazada tanto con el Sur, ciudades como Alicante, Murcia o la provincia de

Andalucía, como hacia el norte llegando a Cataluña. Además, está rodeada de la V-30, la cual le comunica con otros destinos importantes, como por ejemplo la Feria de Muestra de Valencia, donde se realizan numerosas exposiciones de servicios y productos, lo cual es un gran atractivo. Las cifras de vehículos que circulan por sus calles a diario ascienden a unos 50.000, según estudios que ha llevado a cabo el Ministerio de Fomento indicados en Las Provincias (2017). No solamente se accede al polígono mediante esta vía, sino que disponen de un tren-metro a Valencia cada media hora, el servicio de autobuses también a la capital, y el aeropuerto de Valencia a tan solo 2 kms.

El abanico de servicios con el que cuentan todas las empresas y trabajadores localizados en Fuente del Jarro es el mayor de toda España. En concreto 30 comercios que van desde bancos, kioscos, ferreterías, oficina de correos, incluso una escuela infantil -la primera de la Comunidad Valenciana, tal y como indica El Mundo, (2008)-, y un parque de bomberos. Todos estos servicios que el polígono ofrece, desde la escuela, los bomberos, policía, hasta la instalación de fibra óptica en todo el parque, les convierte en un gran atractivo para potenciales empresas debido a las facilidades de acceso, conciliación familiar, seguridad, y modernización.

Cabe destacar que es un parque empresarial que cuenta con sectores de actividad muy diversos, lo cual da la posibilidad a colaboraciones entre ellos para dar soluciones a las diferentes problemáticas de cada empresa. Este carácter multisectorial es también lo que le ha facilitado la supervivencia en tiempos de crisis. Los sectores presentes son:

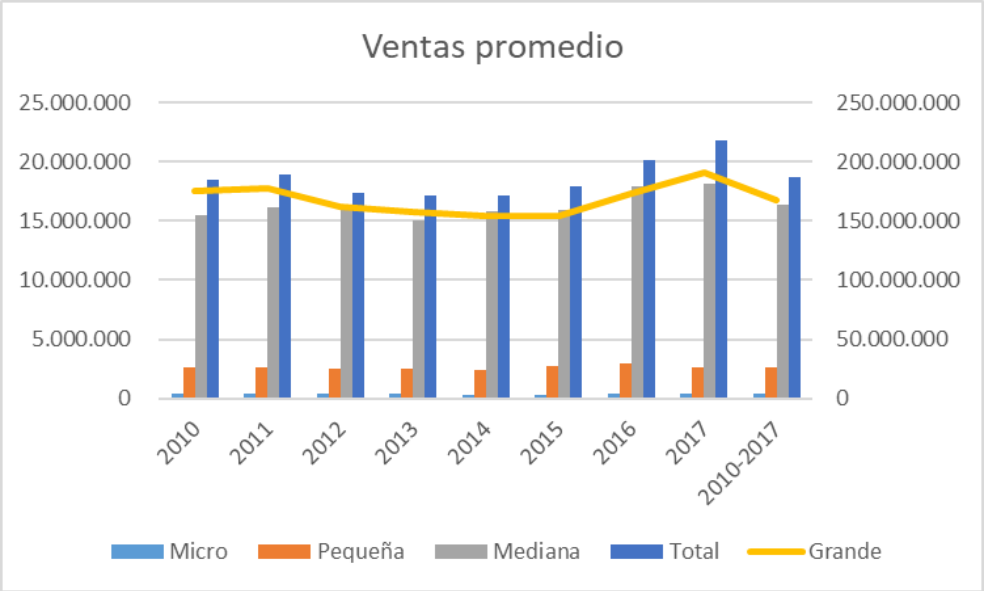
1. Sector de construcción, cerámica vidrio y mármol.
2. Sector agroalimentario.
3. Sector textil, piel y calzado.
4. Sector de madera y mueble.
5. Sector de artes gráficas y papel.
6. Sector químico.
7. Sector metalmecánico.
8. Sector del plástico.
9. Sector automóvil, transporte y accesorios.
10. Sector energía, agua, minería.
11. Sector eléctrico, mecánico e instrumentación.
12. Sector de joyería y bisutería.
13. Sector de juegos, artículos y prendas deportivas.
14. Sector servicios.

La decisión de analizar y diagnosticar el estado actual del reporting no financiero en las empresas ubicadas en este lugar es debido a la magnitud e importancia del propio polígono industrial.

Los polígonos más modernos, no lo son solo en términos digitales, sino que poco a poco van tomando conciencia de su impacto social y medioambiental. Por lo tanto, es especialmente importante promover en Fuente del Jarro la responsabilidad social y medioambiental, ya que con las más de 400 empresas con las que cuenta, podría tener un gran efecto multiplicador.

2.2. Estadísticos Descriptivos del Universo

Gráfico 1: Evolución de las ventas para las empresas del PIFJ, por tamaño



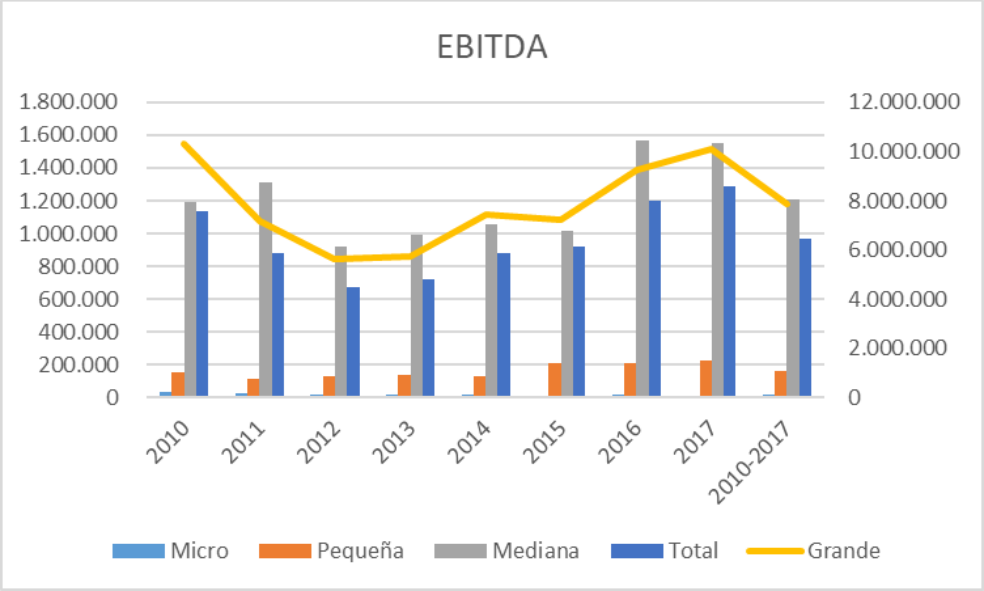
Fuente: elaboración propia

El nivel de ventas de las empresas situadas en el polígono ha seguido una evolución claramente condicionada por su tamaño, habiendo tenido un mejor comportamiento aquellas empresas de mayor tamaño. Mientras que las pequeñas y medianas empresas se encontraban a cierre de 2017 en niveles de facturación inferiores a los obtenidos en 2010, las empresa medianas y grandes han materializado la recuperación desde el periodo de mayor crudeza de la crisis, situándose en niveles de venta significativamente superiores a los del inicio del periodo analizado.

Así, las microempresas facturaron 368.666 euros en promedio en 2017, casi 20 mil menos de los facturados en 2010 y 32 mil menos de los ingresados en su mejor año del periodo (2013). Las empresas pequeñas se compran de forma similar, subiendo sus ventas en 2017 hasta 2,57 millones de euros en promedio, casi 30 mil euros menos que en 2010. Las empresas medianas, sin embargo, han incrementado su facturación desde los 15,47 millones de 2010, hasta los 18,11 de 2017, al igual que las grandes empresas (representadas en el eje derecho), que han pasado de vender 175 a 191 millones de euros anuales en el periodo analizado.

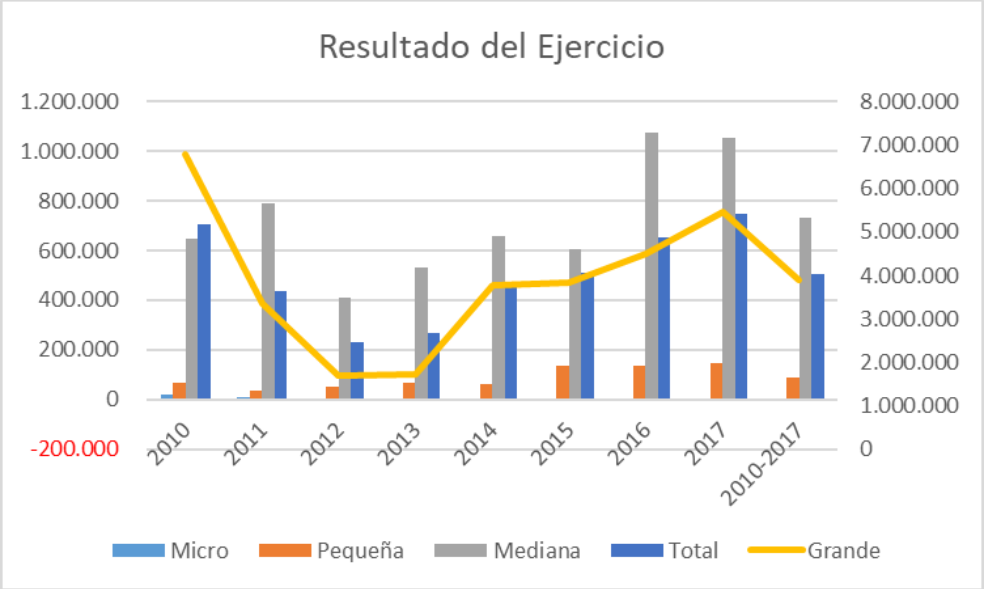
En términos generales, la evolución en cifra de negocio del polígono en su conjunto ha sido positiva, como puede observarse en el gráfico 1. Empujados por el buen comportamiento de las empresas grandes y medianas, el promedio de ventas se ha incrementado desde los 18,4 millones en 2010, hasta los 21,8 en 2017.

Gráfico 2: Evolución del EBITDA para las empresas del PIFJ, por tamaño .



Fuente: elaboración propia

Gráfico 3: Evolución del Resultado Operativo para las empresas del PIFJ, por tamaño



Fuente: elaboración propia

Las magnitudes de EBITDA y resultado del ejercicio han mostrado un comportamiento mucho más volátil que el de las ventas totales, tal y como se señala en los gráficos 3 y 4. Las microempresas han sido el grupo más perjudicado, pasado de un EBITDA de 34,1

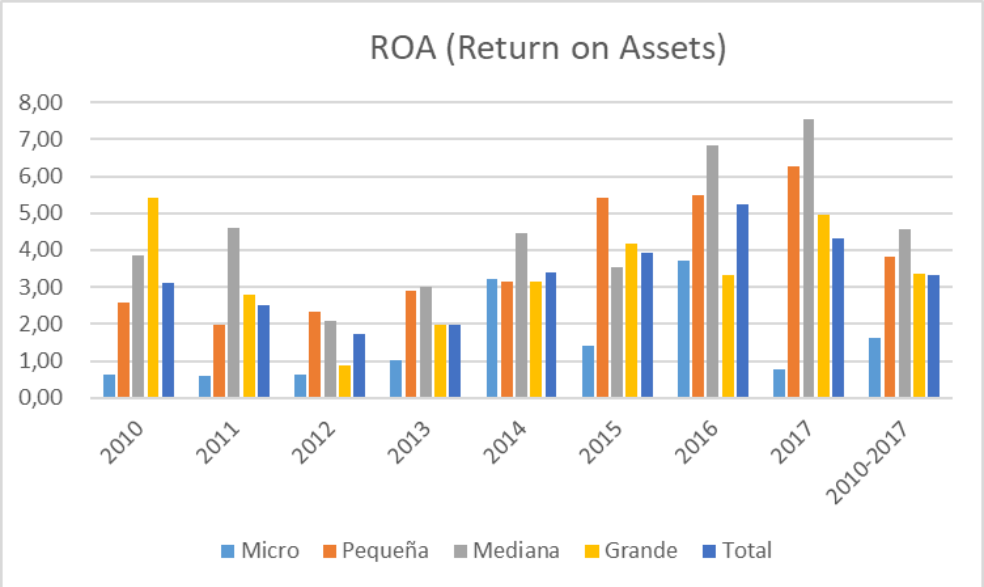
miles en promedio en 2010, a 12,7 miles en 2017, implicando una caída de casi dos tercios en su resultado, que alcanza en el último año el segundo peor resultado del periodo analizado. En cuanto al beneficio neto, los casi 17,6 miles que en promedio conseguían en 2010, se ha visto reducido a 1,8 miles en 2017, implicando una caída hasta una décima parte del resultado a inicio del periodo.

Las pequeñas empresas se han comportado, por contra, de una forma mucho más positiva, incrementando el EBITDA desde 154 miles de euros en 2010 hasta los 224 miles en 2017 y, sobre todo, multiplicando el resultado del ejercicio hasta más del doble, desde los 69,2 miles en 2010, hasta los 143,7 miles actuales, resultado que se alza como la mejor cifra del periodo analizado. Las empresas medianas muestran una evolución muy similar, habiendo pasado de los 1,2 millones de euros de EBITDA en 2010, hasta los 1,5 actuales, implicando una mejora del resultado del ejercicio desde los 646 miles hasta los 1,1 millones en el periodo 2010-2017.

Las grandes empresas (representadas en el eje derecho), pese a su excelente comportamiento en cuanto a incremento de la cifra de negocio, no han sido capaces de trasladar la subida en ventas a un mejor resultado económico. Mientras que en 2010 mostraban un EBITDA promedio de 10,3 millones de euros, en 2017 esta magnitud se alza hasta los 10,1 millones. En cuanto al resultado del ejercicio, los 6,8 millones conseguidos en promedio en 2010, se sitúan en 2017 en 5,5 millones. Pese a la caída en términos interanuales, es conveniente destacar la recuperación de los últimos años frente a las acusadas caída que se materializaron entre 2010 y 2012, ejercicio este último en el que registraron un EBTIDA DE 5,6 y un resultado de 1,7 millones.

En su conjunto, el polígono ha pasado de tener un EBITDA promedio de 1,1 millones en 2010, a 1,3 millones en 2017; mientras que el resultado del ejercicio se ha incrementado desde los 703 hasta los 746 miles para el mismo periodo.

Gráfico 4: Evolución del ROA para las empresas del PIFJ, por tamaño



Fuente: elaboración propia

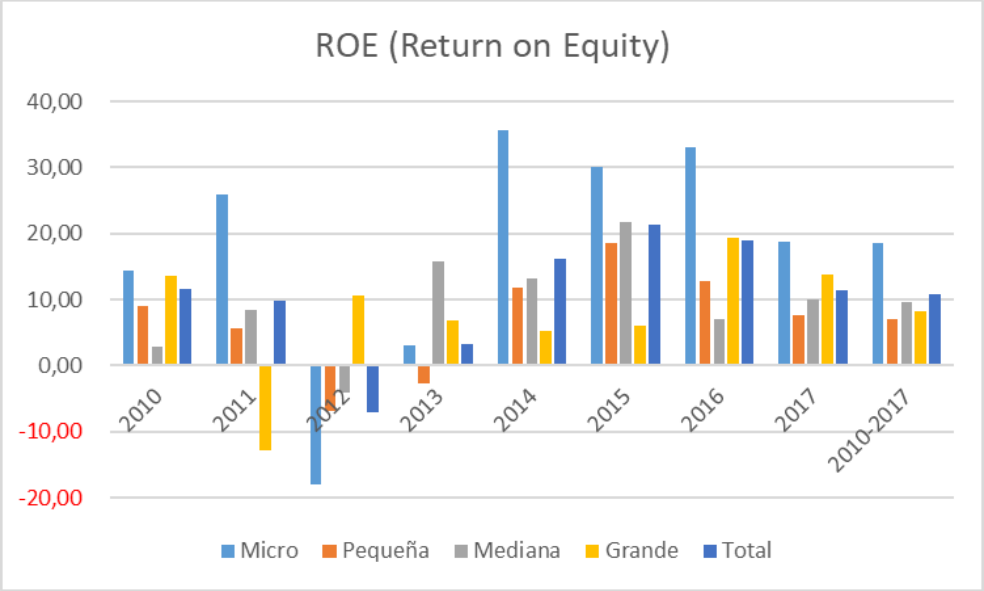
Del análisis de la evolución de la Rentabilidad sobre Activos también se obtiene información relevante. Las microempresas han pasado de tener una ratio de 0,64 en 2010, hasta 0,78 en 2017, un ligero incremento que sin embargo queda lejos del 3,23 obtenido en 2016, mejor ejercicio del periodo. Las empresas pequeñas, por su parte, han

incrementado el ROA desde el 2,59 en 2010, hasta el 6,26 en 2017, que esta vez sí, se alza como el valor más elevado del periodo. Igualmente, las empresas medianas han pasado de una rentabilidad del 3,87 hasta el 7,54 entre los 8 años analizados, siendo 2017 el año con mejor comportamiento, así se percibe en el gráfico 4.

Las empresas grandes, por el contrario, han visto el ROA reducido desde el 5,41 en 2010 hasta el 4,94 en 2017, una evolución que va en línea al movimiento llevado a cabo por el resultado del ejercicio y que conviene analizar dese el punto de vista de la evolución positiva llevada a cabo desde 2012, momento en el que la ratio se situaba en 0,89.

La evolución general del ROA promedio del polígono ha sido positiva, incrementándose en un 50% desde 2010 y situándose en el año 2017 en el 4,32%.

Gráfico 5: Evolución del ROE para las empresas del PIFJ, por tamaño

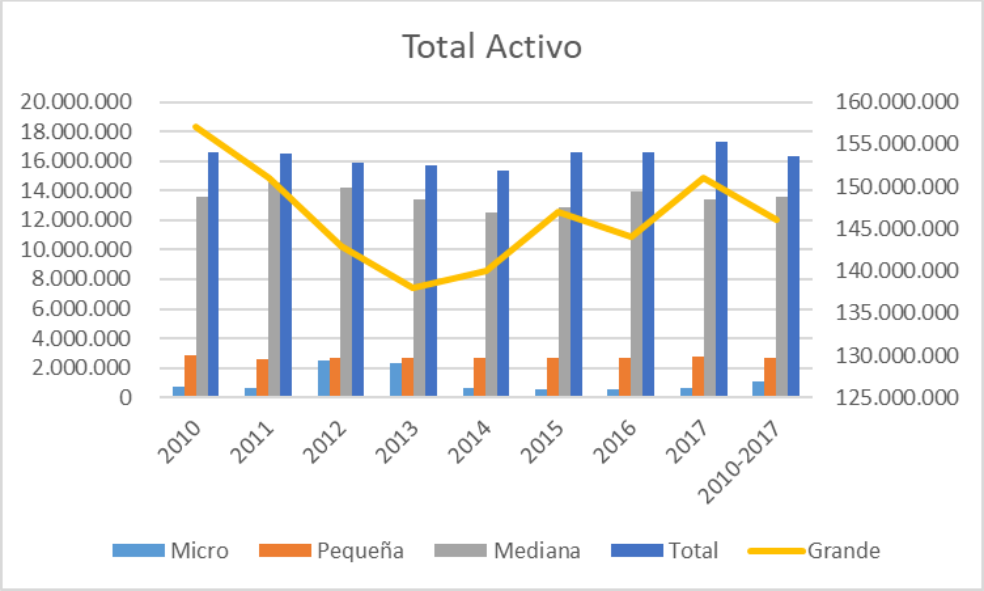


Fuente: elaboración propia

La evolución del ROE ha mostrado, ver gráfico 5, un patrón similar para todas las empresas del polígono con independencia de su tamaño. Tras un periodo 2011-2013 con resultados esporádicamente negativos, las empresas han seguido la senda de la recuperación y sus ratios se encuentran, en 2017, por encima de las de 2010 para las micro, medianas y grandes empresas. No es así el caso de las pequeñas empresas que, además de ostentar el ROE más bajo de los cuatro grupos han experimentado una evolución negativa desde el 9,06 en 2010 hasta el 7,55 en 2017.

En términos globales, únicamente 2012 supuso un resultado ROE negativo para el conjunto del polígono, con un promedio de -7,13. La ratio en 2017, de 11,32, se muestra ligeramente por debajo del 11,58 alcanzado en 2010, empujado por la mala evolución de esta magnitud en las pequeñas empresas.

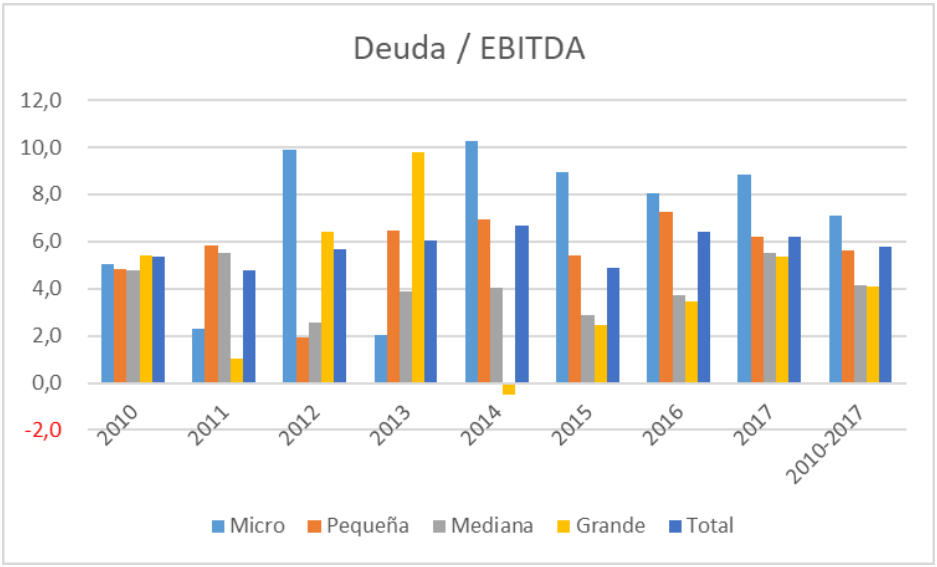
Gráfico 6: Evolución del Activo Total para las empresas del PIFJ, por tamaño



Fuente: elaboración propia

La evolución del stock de activos acumulados por las empresas del polígono ha presentado una evolución negativa independientemente de su tamaño, evolución descrita en el gráfico 6. Las microempresas han pasado de tener, en promedio, un activo total de 742 a 629 miles de euros, mostrándose muy lejanas al promedio de casi 2,5 millones de euros del año 2012. Las pequeñas empresas, por otra parte, han visto su activo disminuido en menor magnitud, desde los 2,84 hasta los 2,78 millones de euros; al igual que las medianas empresas, en las que el activo ha pasado de los 13,6 a los 13,4 millones en promedio. Las empresas grandes, por su parte, han visto su activo minorado en 6 millones, situándose en 2017 en 151 millones de euros.

Gráfico 7: Evolución de la ratio Deuda sobre EBITDA para las empresas del PIFJ, por tamaño



Fuente: elaboración propia

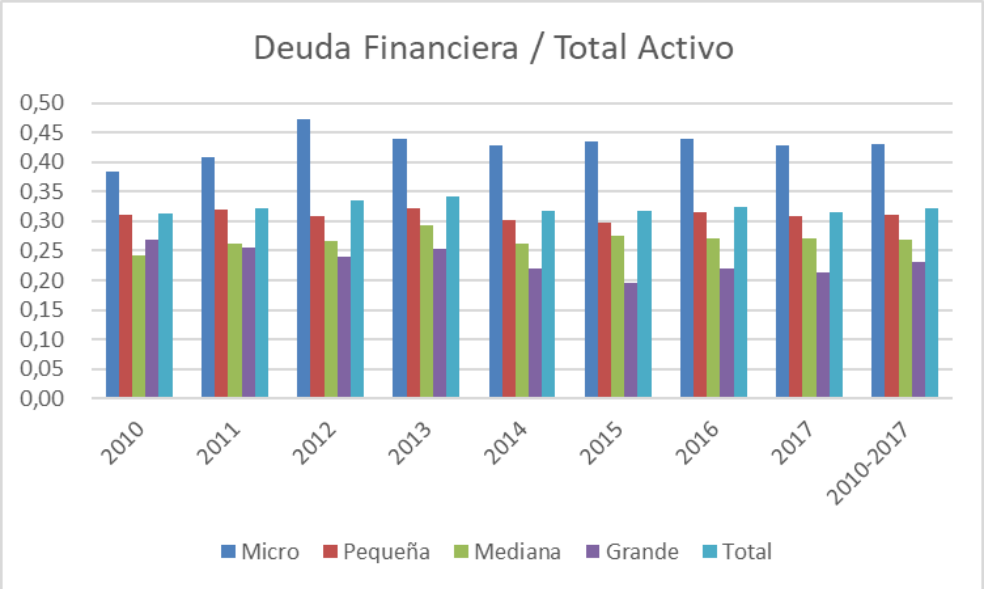
Analizando el nivel de endeudamiento de las empresas en relación con su EBITDA, se observa cómo se ha producido, en términos generales, un cada vez mayor apalancamiento, plasmado en el gráfico 7.

Así, las microempresas han visto esta ratio aumentar de forma muy significativa desde el 5,1 de 2010 hasta el 8,8 de 2019, aunque este movimiento se debe a la caída del EBITDA en el periodo analizado, y no al incremento de la deuda en balance.

Las pequeñas y medianas empresas, sin embargo, y pese a ver su EBITDA incrementado desde 2010, muestran ratios de endeudamiento cada vez mayores., especialmente las primeras que lo han visto incrementar de 4,8 a 6,2, mientras que las últimas lo han visto subir de 4,8 a 5,5. Las grandes empresas, por el contrario, muestran estabilidad en esta una ratio de5,4, igual a la de 2010 y que, pese a sufrir incrementos en los últimos cuatro años, se sitúa aun significativamente por debajo del 9,8 alcanzado en el año 2013.

La ratio entre deuda financiero y activos totales también da cuenta del mayor endeudamiento de las empresas del polígono. Las microempresas han visto esta ratio incrementada de 0,38 en 2010 a 0,43 en 2017. Las pequeñas empresas han mantenido la ratio en 0,31, mientras que las medianas la han incrementado de 0,24 a 0,27. Únicamente las grandes empresas se han desapalancado en este sentido, consiguiendo reducir la ratio hasta 0,21 en 2017, la más baja del periodo y 0,06 puntos por debajo de 2010, tendencia plasmada en el gráfico 8.

Gráfico 8: Evolución de la ratio Deuda Financiera sobre Activo Total para las empresas del PIFJ, por tamaño



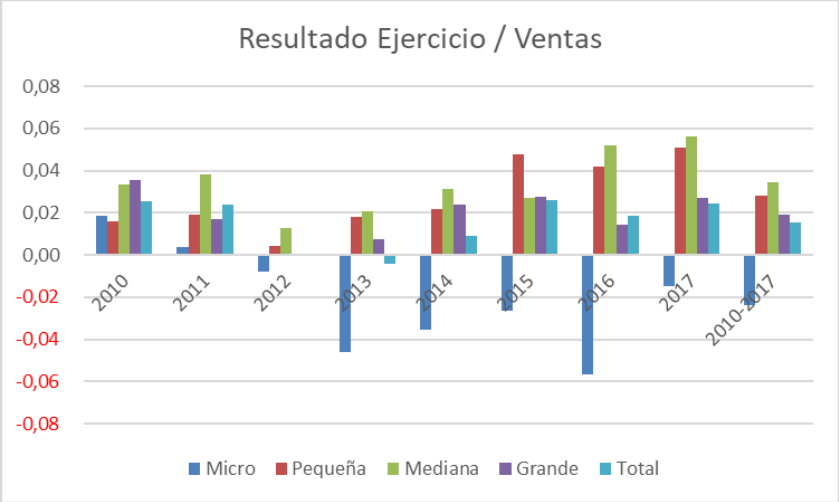
Fuente: elaboración propia

Analizando las relaciones entre el EBITDA y el resultado del ejercicio y las ventas, se observa una pérdida de eficiencia operativa muy significativa en las microempresas, que reducen ambas ratios en 0,06 y 0,04 respectivamente para el periodo 2010-2017.

Las pequeñas empresas, por el contrario, mejoran la ratio en 0,2 y 0,3 respectivamente, al igual que las medianas empresas, caso en el que el incremento es de 0,1 y 0,3 para ambas magnitudes.

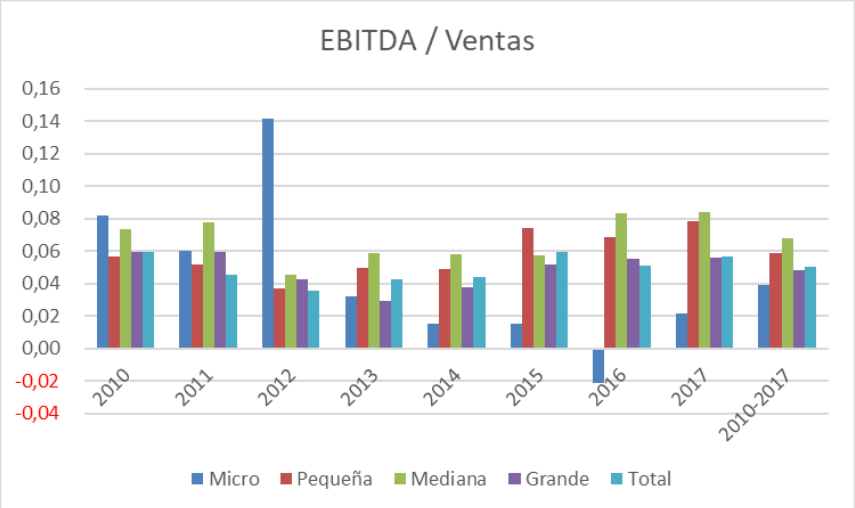
En las grandes empresas, tal y como se adelantaba en el estudio de la evolución de sus ventas y resultados (gráfico 9) se ha producido una contracción en su nivel de eficiencia operativa: mientras que la ratio EBITDA sobre ventas (gráfico 10) se mantiene estable en 0,06, la relación entre resultado del ejercicio y ventas muestra un descenso de 0,01 entre 2010 y 2017. Sin embargo, cabe destacar la importante recuperación de este tipo de empresa frente a los niveles suelo de 2012 y 2013.

Gráfico 9: Evolución de la ratio Resultado del Ejercicio sobre Ventas para las empresas del PIFJ, por tamaño



Fuente: elaboración propia

Gráfico 10:Evolución de la ratio EBITDA sobre Ventas para las empresas del PIFJ, por tamaño



Fuente: elaboración propia

3. REPORTING NO FINANCIERO EN EL POLÍGONO INDUSTRIAL FUENTE DEL JARRO Y SUS EFECTOS SOBRE EL DESEMPEÑO ORGANIZATIVO

3.1. Legislación RNF

Antes de entrar en materia, vamos a hacer un repaso por la reciente legislación que está afectando a las empresas, y que es conveniente conocer para entender los próximos apartados.

En Europa son dos directivas las que se emiten relacionadas con los estados financieros anuales. Primero la **Directiva 2013/34/EU,** con el objetivo de crear una normativa cohesionada e integrada de los estados financieros, anuales y/o consolidados, y otros informes, recogiendo información financiera, aunque también de carácter no financiero. Esta directiva modificaba la Directiva 2006/43/CE la cual no hacía mención sobre el informe de gestión, información vinculada a criterios medioambientales o información no financiera.

En segundo lugar, llega la **Directiva 2014/95/UE** para modificar la del 2013. En dicha directiva se puede leer que "la divulgación de la información de carácter no financiero de las empresas es esencial para la transición hacia una economía mundial sostenible que combine la rentabilidad a largo plazo con la justicia social y la protección al medioambiente". Esta nueva directiva se centra aún más específicamente en las tendencias de reporting, y es especialmente importante ya que introduce un primer marco jurídico para regular la integración de la información financiera de manera suficientemente flexible y completa.

Se logra de esta forma una mayor transparencia en los informes anuales de las empresas, y con la homogeneización se logra una mayor comparabilidad, así como facilidad en la medición, gestión y supervisión de estos.

La **Directiva 2014/95/EU** ha sido ya transpuesta al sistema legislativo español por:

-El **Real Decreto-Ley 18/2017**, de 24 de noviembre, por el que se modifican el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad.

-La **Ley 11/2018**, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad.

Debido a estas transposiciones legislativas, se modifica la normativa española, cambiando los requisitos y los contenidos de las obligaciones que vamos a detallar a continuación para los años 2017 y 2018.

Obligaciones en Modelo Español

Ley de Auditoría de Cuentas (LAC)

No todas las nuevas obligaciones respecto al RNF van dirigidas a las empresas. Antes de entrar en las que afectan a estas, cabe destacar la obligación de la figura del Auditor de las Cuentas Anuales.

La Ley de Auditoría de Cuentas (LAC) se ha visto modificada por el Real Decreto-Ley 18/2017, por la Ley 11/2018 y por el BOICAC 113 / marzo 2018. Se establece en el artículo 35 de la LAC lo siguiente: "El auditor deberá comprobar **únicamente** que el citado estado de información no financiera se encuentre incluido en el informe de gestión o, en su caso, se haya incorporado en éste la referencia correspondiente al informe separado en la forma prevista en los artículos mencionados en el párrafo anterior. En el caso de que no fuera así, lo indicará en el informe de auditoría"

Por otro lado, el BOICAC 113 / Marzo 2018, en línea con el artículo anterior, reafirma el hecho de que la responsabilidad del auditor (referente al estado de información no financiera, a la información sobre política de diversidad y otros aspectos de gobierno corporativo) "consiste **únicamente** en comprobar que la citada información se ha incluido en el informe de gestión [o en su caso, se ha incorporado en este la referencia correspondiente al informe separado] y en el informe anual de gobierno corporativo según corresponda y, en caso contrario, informar de ello."

Memoria

La Orden JUS/471/2017, que aprobó los nuevos modelos para la presentación de las cuentas anuales, explicita el contenido que debe tener una nota de carácter medioambiental que deberá de ir incluida en la Memoria de las Cuentas Anuales.

Las **empresas obligadas** que deberán incluir esta nota son las que cumplan, a fecha de cierre, durante dos ejercicios consecutivos, al menos dos de los siguientes criterios (correspondientes con los criterios de presentación de Balance de Situación, modelo normal):

1. Total activo >4.000.000 €
2. Importe neto cifra negocios >8.000.000 €
3. N.º medio trabajadores >50

Los apartados, los mismos para 2017 y 2018, que **deberá contener** dicha nota ("15. INFORMACIÓN SOBRE MEDIO AMBIENTE.") son:

"a) Descripción y características de los sistemas, equipos e instalaciones más significativos incorporados al inmovilizado material, cuyo fin sea la minimización del impacto medioambiental y la protección y mejora del medio ambiente, indicando su naturaleza, destino, así *como el valor contable y la correspondiente amortización acumulada de los mismos, siempre que pueda determinarse de forma individualizada, así como las correcciones valorativas por deterioro, diferenciando las reconocidas en el ejercicio, de las acumuladas*.
b) Gastos incurridos en el ejercicio cuyo fin sea la protección y mejora del medio ambiente, indicando su destino.
c) Riesgos cubiertos por las provisiones correspondientes a actuaciones medioambientales, con especial indicación de los derivados de litigios en curso, indemnizaciones y otros; *se señalará para cada provisión la información requerida para las provisiones reconocidas en el balance en el apartado 1 de la nota 14*.
d) Contingencias relacionadas con la protección y mejora del medio ambiente, incluyendo la información exigida en el apartado 2 de la nota 14.
e) Inversiones realizadas durante el ejercicio por razones medioambientales.
f) Compensaciones a recibir de terceros."

Es importante señalar que lo marcado en letra cursiva es información que está normalizada, lo que significa que todas las empresas deberán presentar esta información siguiendo unas pautas y un formato ya establecidos. El resto de información que no está normalizada deberán presentarla en los apartados correspondientes de la memoria.

Las ventajas de que este epígrafe esté normalizado es que, además de agilizar el proceso, sirve como guía para las empresas a la hora de conocer con exactitud todo lo que deben de informar a los stakeholders.

Además, uno de los objetivos de esta normalización es que es una forma de facilitar la comparabilidad de la información de distintas empresas a los grupos de interés. Esto logra también aumentar la transparencia, ya que todas las empresas obligadas deben tratar en sus memorias los puntos indicados por la ley.

Informe de gestión

El RD-Ley 18/2017 y la Ley 11/2018, han causado modificaciones en esta obligación, haciendo que cambien de un año a otro los contenidos y las empresas afectadas.

Para el **2017**, las **empresas obligadas** que deberán incluir información no financiera en el informe de gestión son las que cumplan, a fecha de cierre, durante dos ejercicios consecutivos, al menos dos de los siguientes criterios (correspondientes con los criterios de presentación de Cuenta de Pérdidas y Ganancias, modelo normal):

1. Total activo >11.400.000 €
2. Importe neto cifra negocios >22.800.000 €
3. N.º medio trabajadores >250

Para el **2018**, las **empresas obligadas** que deberán incluir información no financiera en el informe de gestión son las que cumplan, a fecha de cierre, al menos dos de los siguientes criterios (de la Directiva 34/2013 para "gran" empresa):

1. Total balance >20.000.000€
2. Volumen de negocios neto >40.000.000€
3. N.º medio trabajadores >250

Dicho informe de gestión **deberá contener**:

Para **2017** "En la medida necesaria para la comprensión de la evolución, los resultados o la situación de la sociedad, este análisis incluirá tanto indicadores financieros clave como, cuando proceda, de carácter no financiero, que sean pertinentes respecto de la actividad empresarial concreta, incluida información sobre cuestiones relativas al **medio ambiente y al personal**." Ley de Sociedades de Capital (LSC), Artículo 262, apartado 1.

Para **2018** "En la medida necesaria para la comprensión de la evolución, los resultados o la situación de la sociedad, este análisis incluirá tanto indicadores financieros clave como, cuando proceda, de carácter no financiero, que sean pertinentes respecto de la actividad empresarial concreta, incluida información sobre cuestiones relativas al **medio ambiente, al personal y al cumplimiento de reglas en materia de igualdad y no discriminación y discapacidad**." LSC Artículo 262, apartado 1.

Las diferencias radican en que para 2018 se ven ampliadas las cuestiones a incluir en el informe, añadiendo el cumplimiento de reglas en materia de igualdad y no discriminación y discapacidad.

Estado de información no financiera

En este caso también el RD-Ley 18/2017 y la Ley 11/2018, han causado modificaciones en esta obligación, haciendo que cambien de un año a otro los contenidos y las empresas afectadas.

Para el **2017**, las **empresas obligadas** que deberán elaborar un estado de información no financiera son las que cumplan a la vez:

1. Ser Empresa de Interés Público (EIP). La Ley 22/2015 de Auditoría de Cuentas en su artículo 3, apartado 5, define las empresas que tendrán consideración de EIP:
   "a) Las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, las entidades de crédito y las entidades aseguradoras sometidas al régimen de supervisión y control atribuido al Banco de España, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, y a los organismos autonómicos con competencias de ordenación y supervisión de las entidades aseguradoras, respectivamente, así como las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en el mercado alternativo bursátil pertenecientes al segmento de empresas en expansión.
   b) Las entidades que se determinen reglamentariamente en atención a su importancia pública significativa por la naturaleza de su actividad, por su tamaño o por su número de empleados.
   c) Los grupos de sociedades en los que la sociedad dominante sea una entidad de las contempladas en las letras a) y b) anteriores."

2. N.º medio trabajadores >500
3. Cumplir, a fecha de cierre, durante dos ejercicios consecutivos, al menos dos de los siguientes criterios (de la Directiva 34/2013 para "gran" empresa):
   a. Total activo >20.000.000 €
   b. Importe neto cifra negocios >40.000.000 €
   c. N.º medio trabajadores >250

Para el **2018**, las **empresas obligadas** que deberán elaborar un estado de información no financiera son las que cumplan a la vez:

1. N.º medio trabajadores >500
2. Cumplir, a fecha de cierre, durante dos ejercicios consecutivos, al menos dos de los siguientes criterios (de la Directiva 34/2013 para "gran" empresa):
   a. Total activo >20.000.000 €
   b. Importe neto cifra negocios >40.000.000 €
   c. N.º medio trabajadores >250

Vemos como eliminan el requisito de ser EIP en el 2018, haciendo que la obligatoriedad alcance un número mayor de empresas.

Las sociedades que, bajo los parámetros anteriormente comentados, estén obligadas a ello, deberán incluir en el Informe de Gestión un estado de información no financiera o elaborar un informe separado que **deberá contener** el mismo contenido que el previsto en el Artículo 49, apartados 5,6 y 7, del Código de Comercio. El contenido previsto del articulo lo podemos ver a continuación, donde se ha agregado en letra cursiva las modificaciones del 2018:

"El estado de información no financiera incluirá la información necesaria para comprender la evolución, los resultados y la situación del grupo, y el impacto de su actividad respecto, al menos, a cuestiones **medioambientales y sociales, al respeto de los derechos humanos y a la lucha contra la corrupción y el soborno, así como relativas al personal**, *incluidas las medidas que, en su caso, se hayan adoptado para favorecer el principio de* ***igualdad de trato y de oportunidades entre mujeres y hombres, la no discriminación e inclusión de las personas con discapacidad y la accesibilidad universal.***

Para más detalle en lo que incluye este estado de información no financiera consultar la la "Guía Práctica para la Implantación del Reporting No Financiero" (2019).

3.2. Objetivos

El trabajo de campo llevado a cabo tiene los siguientes objetivos:

1. Por un lado, identificar el número de empresas que cumplen con las obligaciones de RNF, según se han descrito en la Sección 3.1, en el PIFJ para el año 2017. Para ello vamos a realizar la siguiente codificación:
    a. Obligadas y no obligadas, según la normativa española para el año 2017.
    b. Estando obligadas, realizan actuaciones susceptibles de ser incluidas en el RNF según legislación e incluyen dicha información bien en la Nota medioambiental de la Memoria, bien en el Informe de Gestión: "hacen y dicen".
    c. Estando obligadas, realizan actuaciones susceptibles de ser incluidas en el RNF según legislación, pero no informan sobre dichas actuaciones según proceda, bien en la Nota medioambiental de la Memoria, bien en el Informe de Gestión: "hacen y no dicen".
2. Analizar la evolución de sus principales magnitudes financieras de las empresas anteriormente descritas.
3. Realizar un análisis estadístico de la posible existencia de un performance superior en las empresas que "hacen y dicen" con las empresas que "hacen y no dicen".

3.3. Muestra

Para la realización del presente estudio se ha utilizado el censo de empresas establecidas en el PIFJ a la fecha de la realización de nuestro análisis facilitado por ASIVALCO. Para la obtención de información de carácter financiero, así como acceso a la Memoria e Informe de gestión de las empresas analizadas, se han utilizado dos fuentes de información. La primera, ha sido el Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI), una base de datos gestionadas por Bureau Van Dijk e Informa D&B, S.A. La segunda ha sido directamente el Registro Mercantil para aquellas empresas que SABI no disponía de la Memoria e Informe de Gestión.

El número de empresas total del PIFJ a la fecha de la realización de la presente investigación es de 376 empresas. En nuestro estudio hemos descartado 17 (7 bancos y 10 empresas que tienen una delegación o sucursal en el polígono, pero la actividad de la misma, normalmente de servicios, están alejadas del core business de la empresa).

Del total de 359 empresas resultante, hemos procedido a comprobar las dos obligaciones principales existentes en el año 2017, descritas en la sección 3.1 del presente cuaderno, de RNF dentro del marco legislativo español para ese año. Nos referimos a la obligación de la Nota medioambiental en la Memoria y de incluir información de carácter no financiero en el Informe de Gestión, y especialmente el denominado Estado de información no financiera. Cabe destacar que el presente estudio se ha centrado en las obligaciones existentes para el año 2017.

Nuestro trabajo de campo ha consistido en varias etapas.

En una primera etapa, hemos realizado una búsqueda de actividades realizadas por las 359 empresas relacionadas con el medioambiente, personal y demás cuestiones

relacionadas con el reporting no financiero. En concreto hemos buscado y tenido en cuenta para nuestro estudio: certificaciones medioambientales como por ejemplo ISO 14001 y similares, certificados relacionados con la gestión de recursos humanos, actividades conectadas con el Pacto Mundial y responsabilidad social empresarial, Economía Sostenible, Economía Circular, y Plan de Igualdad. Para ello hemos analizado las páginas web de las empresas, comprobado los premios "Paterna Ciudad de Empresas" en alguna categoría afín al objeto del presente estudio, se ha estudiado el libro de Pactem Nord, y listados públicos de empresas pertenecientes a Economía circular, Pacto Mundial y Economía Sostenible.

Para la selección de la muestra no se han tenido en cuenta las empresas que aparentemente podrían desarrollar acciones de responsabilidad social o medioambiental si no se dispone de indicios claros, como son los indicados por el resto de los criterios (ej. certificados), de que efectivamente desarrollan más actividades de esa naturaleza que podrían dar lugar a prácticas de RNF.

En una segunda etapa, hemos procedido a analizar las empresas que están obligadas, respecto el RNF, a informar en la nota medioambiental de la memoria o bien en el informe de gestión. Para ello hemos utilizado los requisitos legales descritos en la sección 3. Los resultados han sido:

- Nota medioambiental:
    - No obligadas: 283
    - Obligadas: 76
- Informe de gestión:
    - No obligadas: 323
    - Obligadas: 36

En la tercera etapa, después de haber comprobado qué empresas han realizado algún tipo de actuación susceptible de ser incluida como información de carácter no financiero en las dos principales obligaciones del marco legislativo español, hemos procedido a la analizar tanto la Nota medioambiental en la Memoria como el Informe de Gestión, para comprobar si habían procedido a dicha inclusión. Una vez realizadas dichas comprobaciones, hemos procedido a codificar los resultados objetivos, de la siguiente forma:

- Nota medioambiental:
    - No obligadas: 283
    - Obligadas: 76
        - No hacen: 41
        - Hacen: 35
            - Dicen: 22
            - No dicen: 13
- Informe de gestión:
    - No obligadas: 323
    - Obligadas: 36
        - No hacen: 12
        - Hacen: 24
            - Dicen: 5
            - No dicen: 19

Finalmente, a partir de los datos anteriores, hemos procedido a realizar la siguiente clasificación:

- Empresas como "cumplidoras": son las que, estando obligadas a RNF, realizan actuaciones de índole medioambiental y referidas al personal de su organización

y así lo reflejan según la correspondiente obligación, bien en la nota medioambiental de la Memoria, bien en el Informe de Gestión.

- "Resto" de empresas: son las que, estando obligadas a RNF, realizan actuaciones de índole medioambiental y referidas al personal de su organización, pero no lo reflejan según la correspondiente obligación, bien en la nota medioambiental de la Memoria, bien en el Informe de Gestión.

Consecuencia de la anterior clasificación, hemos codificado el anterior comportamiento en una variable categórica, la cual toma el valor "1" si la empresa es "cumplidora" y "0" si la empresa pertenece al grupo denominado "resto".

Derivado del reducido número de observaciones en el año 2017 (35 para la obligación de la nota medioambiental en la Memoria, y 24 para el Informe de Gestión), y a efectos de poder realizar el análisis multivariante, hemos procedido a realizar el siguiente supuesto: las empresas codificadas como "cumplidoras" o con "1" tienen un perfil proclive al cumplimiento normativo y la transparencia información. Así pues, hemos codificado de la misma manera que en el año 2017 el período 2010-2016. De esta manera, nuestro análisis versará sobre las características y el posible efecto de tener un perfil de empresa "cumplidora" y transparente.

3.4. Hipótesis

El aumento de la competitividad en todos los sectores y marcos geográfico ha suscitado una creciente atención hacia otras fuentes de ventaja competitiva, como alternativas a las tradicionales basadas en los factores y activos tangibles. La literatura basada en el estudio de los recursos y capacidades empresariales diferencia entre tangibles e intangibles (Wernerfelt, 1984). Los activos tangibles comprenden los activos físicos, así como también aquellos activos de naturaleza financiera. Su reconocimiento y valoración en la gestión empresarial se regula por la normativa contable nacional aplicable a cada organización. Por otro lado, los activos denominados intangibles son aquellos que a pesar de que no tienen materialidad física, se esperan que contribuyan a la generación de utilidad económica para la organización. Son estos últimos tipos de recursos los que actualmente están cogiendo un especial protagonismo en la búsqueda de elementos diferenciadores que permitan a las organizaciones diferenciarse y por lo tanto obtener rentas futuras suficientes para que el proyecto empresarial sea rentable.

Dentro de estos activos intangibles, entre otros, cabe destacar la reputación de la organización, de sus productos e incluso del equipo directivo. La reputación empresarial se considera un activo intangible muy valioso dado que es muy difícil de conseguir, pero sobre todo de imitar. Una de las cuestiones más importantes a tener en cuenta de la reputación es que puede llegar a ser un activo que permita a la organización que lo posea obtener una ventaja competitiva diferenciadora en su mercado o sector (Hall, 1993).

Cuando analizamos los diferentes factores que contribuyen a la creación de la reputación empresarial, podemos destacar la información que la propia organización distribuye hacia el exterior, hacia su entorno y sobre todo a los grupos de interés relacionados con ella (Fombrun & Shanley, 1990). La gestión de esta información hacia el exterior permite a la organización gestionar, en relación con los grupos de interés, su reputación (Friedman & Miles, 2001; Toms, 2002; Michelon, 2011). Una gestión efectiva de la información corporativa genera confianza en los grupos de interés dado que la compañía es percibida como responsable y merecedora de confianza (Fernández & Souto, 2009)

Entonces, si la información es un antecedente de la reputación, cabe plantearte por tanto si la información que la organización disemina hacia el exterior tiene finalmente un imparto en el desempeño de la misma (Luo & Bhattacharya, 2006; Fernández & Luna,

2007). La literatura confirma la relación positiva entre ambas (Orlitzjy & Schmidt & Rynes, 2003).

Por tanto, ante la necesidad de recursos empresariales diferenciadores, la pérdida del valor de la información exclusivamente financiera, y el aumento de la importancia de la reputación como activo intangible por su positiva influencia en el valor de la empresa (Hall, 1992, 1993), cabe plantearse y analizar en qué medida el RNF, como antecedente de la puede influir en el *performance* de las empresas.

Es por ello por lo que, además de la identificación de las empresas cumplidoras con sus obligaciones de RNF (bajo la definición anteriormente descrita), hemos ido un paso más adelante en nuestra investigación, para determinar en qué medida este cumplimiento puede tener un impacto en el desempeño de estas. Esto da pie a la formulación de la siguiente hipótesis:

Hipótesis 1. *Dado el carácter de activo intangible que supone el cumplimiento de las obligaciones de RNF, el mismo afecta positivamente al performance de las empresas.*

3.5. Variables y Metodología

En esta sección vamos a describir las variables utilizadas para comprobar el cumplimiento o no de la hipótesis planteada.

VARIABLE DEPENDIENTE

La variable dependiente PERFORMANCE define el *performance* de la empresa, y es el crecimiento del resultado operativo (Govindarajan's 1984, 1985; Venkatraman y Ramanujam, 1987), medido como el resultado operativo del ejercicio menos el resultado operativo del ejercicio anterior todo ello dividido entre el resultado operativo del ejercicio anterior.

VARIABLE INDEPENDIENTE

Para medir el efecto de RNF sobre el *performance*, utilizamos una variable categórica COD, que obtiene el valor de 1 cuando la empresa es "cumplidora" y 0 en caso contrario.

VARIABLES DE CONTROL

Como variables de control incluimos tamaño (SIZE) medido como el logaritmo del número de empleados, endeudamiento (LEV) que es definido como deuda financiera dividido entre total activo, riesgo de la empresa (RISK) el cual está expresado como la desviación típica a 5 años de la rentabilidad financiera de la empresa, edad (AGE) expresada como el logaritmo del número de años desde la creación de la empresa, inversión (INV) medido como el ratio de *capital expenditures* dividido por inmovilizado material, y finalmente una variable que recoge el sector al cual pertenece la empresa (SECT) clasificado por su CNAE (Clasificación Nacional de Actividades Económicas).

Estas variables son las comúnmente aceptadas en estudios previos en relación con el *performance* de la empresa (Miller, Le Beton-Miller, Lester, and Cannella, 2007; Pennman, 2007:693, Andres, 2008; Miller, Le Breton-Miller, and Lester, 2011; Poutziouris, Savva, and Hadjielias, 2015).

METODOLOGIA

Dos metodologías diferentes hemos adoptado para testear nuestra hipótesis mostrada en el siguiente modelo:

$$PERFORMANCE_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot COD_i + \beta_2 \cdot SIZE_{it} + \beta_3 \cdot LEV_{it} + \beta_4 \cdot RISK_{it} + \beta_5 \cdot AGE_{it} + \beta_6 \cdot INV_{it} + \\ + \beta_7 \cdot SEC_i + \varepsilon_{it}$$

Dado que nuestra variable dependiente mide el crecimiento del resultado operativo, utilizando la codificación según nuestro trabajo de campo para el año 2017, vamos a analizar dicho crecimiento desde el año 2010 hasta el año 2017 de las empresas "cumplidoras" frente a las otras.

En primer lugar, siguiendo la literatura (Baron & Xiong, 2017; Martínez, García & Martínez, 2017; García, García & Penalva, 2016), estimamos nuestro modelo en el contexto de datos de panel con robust two-way clustered standard errors al nivel de empresa y de año (Thompson, 2011; Petersen, 2009).

En segundo lugar, y al objeto de evitar posibles problemas de endogeneidad (Abdul, Kuhn y Ahmed, 2018), utilizamos la metodología del macheado (Rosenbaum y Rubin,1983; Heckman, Ichimura y Todd 1997, 1998). El denominado propensity score matching construye un grupo de comparación basado en las posibilidades de ser tratado (en nuestro caso, el cumplimiento de RNF), utilizando ciertas características observadas, o covariantes. Las observaciones tratadas son entonces macheadas con las no tratadas sobre la base a la probabilidad de ser tratadas. El promedio del efecto "tratamiento" es estimado como la media de la diferencia en el output a tratar (PERFORMANCE) entre los dos grupos (Khandker, Koolwal, & Samad, 2010; Boivie, Graffin, Oliver & Withers, 2016; Neckebrouck, Schulze & Zellweger, 2018). La estrategia empírica se basa en demostrar que la única diferencia en la variable PERFORMANCE entre las observaciones analizadas es el debido a la variable COD. En nuestro estudio vamos a emplear propensity score matching a través del comando psmatch2 en Stata para confirmar los resultados obtenidos en la regresión anterior. Este método reduce el impacto de la heterogeneidad inobservada y machea empresa-año en lugar de empresas, lo cual provee un método conservador y relativamente libre de sesgo. Utilizaremos dos métodos de macheado comúnmente aceptados en la literatura: nearest-neighbor matching y Kernel matching. Dos elementos importantes a tener en cuenta en esta metodología son el número de macheados (neighbors) que se utilizan para calcular el efecto "tratamiento" sobre el output elegido, así como la denominada "bandwidth". En nuestro caso hemos tomado los valores estándar en la literatura de 7 y 0.05 respectivamente (Abdul, Kuhn y Ahmed, 2018).

3.6. Análisis Descriptivo

En la Tabla 1 observamos la media y desviación estándar tanto de la variable dependiente, independiente y de control. Los resultados apuntan en la misma dirección que los obtenidos en el análisis descriptivo: aquellas empresas catalogadas como cumplidoras (código 1), muestran un performance superior. Como se observan, no hay grandes diferencias entre las variables objeto de estudio.

A continuación, en la Tabla 2 mostramos la matriz de correlaciones y llevamos a cabo una prueba de multicolinealidad utilizando el estadístico VIF (*Variance Inflation Factor*). VIF bajos sugieren que no existe multicolinealidad entre las variables consideradas. El análisis multivariante proveerá de una respuesta más robusta a las correlaciones mostradas.

Tabla 1: Estadísticos Descriptivos

	Todas		Cumplidoras		Resto	
Variables	Media	S.D.	Media	S.D.	Media	S.D.
PERFORMANCE	-0.514	7.935	-1.493	11.866	-0.443	7.993
COD	0.285	0.452	1	0	0	0
SIZE	2.884	1.652	4.966	1.119	5.689	1.596
LEV	0.322	0.228	0.199	0.176	0.254	0.155
RISK	37.415	76.933	15.599	28.848	17.458	48.125
AGE	2.776	0.929	3.386	0.676	3.126	0.782
INV	-0.383	1.424	-0.259	0.326	-0.290	0.819
SECT	42	18	31	12	40	17

Fuente: elaboración propia

Tabla 2: Matriz de Correlaciones y Variance Inflation Factors (VIF)

	PERFORMANCE	*COD*	*SIZE*	*LEV*	*RISK*	*AGE*	*INV*	*SECT*
PERFORMANCE	1.000							
COD	-0.051 (0.436)	1.000						
SIZE	-0.0097 (0.673)	-0.213 (0.000)	1.000					
LEV	-0.030 (0.262)	-0.147 (0.038)	-0.245 (0.000)	1.000				
RISK	-0.013 (0.653)	-0.019 (0.823)	-0.137 (0.000)	0.245 (0.000)	1.000			
AGE	0.039 (0.084)	0.159 (0.012)	0.381 (0.000)	-0.220 (0.000)	-0.204 (0.000)	1.000		
INV	-0.001 (0.969)	0.019 (0.764)	0.088 (0.000)	-0.074 (0.007)	-0.080 (0.008)	0.004 (0.846)	1.000	
SECT	0.007 (0.729)	-0.254 (0.000)	-0.067 (0.001)	0.151 (0.000)	0.163 (0.000)	-0.141 (0.000)	-0.079 (0.001)	1.000
VIF		**1.16**	**1.32**	**1.24**	**1.06**	**1.09**	**1.12**	**1.19**

Fuente: elaboración propia

3.7. Análisis Multivariante y Resultados

Los resultados del modelo de regresión en datos de panel se muestran en la Tabla 3.

Tabla 3: Resultados de la estimación

	PERFORMANCE
COD	1.017*** (0.123)
SIZE	0.069 (0.168)
LEV	6.217*** (2.427)
RISK	-0.001 (0.016)
AGE	1.537*** (0.509)
INV	-0.147 (0.113)
SECT	0.001 (0.001)
Intercept	-7.381*** (2.372)
Observations	106
R-Squared	0.100

Panel regression coefficients with double-clustered standard errors. PERFORMANCE definido con crecimiento en el beneficio operativo. Tamaño (SIZE) medido como el logaritmo del número de empleados, endeudamiento (LEV) que es definido como deuda financiera dividido entre total activo, riesgo de la empresa (RISK) el cual está expresado como la desviación típica a 5 años de la rentabilidad financiera de la empresa, edad (AGE) expresada como el logaritmo del número de años desde la creación de la empresa, inversión (INV) medido como el ratio de capital expenditures dividido por inmovilizado material, y finalmente una variable que recoge el sector al cual pertenece la empresa (SECT). * p < 0.05; ** p < 0.01; *** p < 0.001

Fuente: elaboración propia

Como puede observarse, la variable de nuestro interés, COD, tiene el signo esperado. Es positivo y significativo, indicando que el cumplimiento en RNF sí tiene un efecto positivo, en este caso, en el crecimiento del beneficio operativo en las empresas del PIFJ, confirmándose nuestra hipótesis.

A continuación, se muestran los resultados de los macheados utilizados.

Tabla 4: Propensity matching (nearest-neighbor matching) para la variable COD en relación con PERFORMANCE

	Cumplidoras	Resto	Diferencia			
Variables	Media	Media	Media	S.D.	t-test	p
PERFORMANCE	0.514	-1.826	2.341	1.331	1.76*	
Matching covariates						
SIZE	5.274	5.528			-0.21	0.833
LEV	0.208	0.217			-0.83	0.412
RISK	6.015	6.979			-0.44	0.663
AGE	3.335	3.063			1.10	0.277
INV	-0.182	-0.156			-0.38	0.709
SECT	2.9	2.9			-0.14	0.890

Propensity matching (nearest-neighbor matching). PERFORMANCE definido con crecimiento en el beneficio operativo. Tamaño (SIZE) medido como el logaritmo del número de empleados, endeudamiento (LEV) que es definido como deuda financiera dividido entre total activo, riesgo de la empresa (RISK) el cual está expresado como la desviación típica a 5 años de la rentabilidad financiera de la empresa, edad (AGE) expresada como el logaritmo del número de años desde la creación de la empresa, inversión (INV) medido como el ratio de capital expenditures dividido por inmovilizado material, y finalmente una variable que recoge el sector al cual pertenece la empresa (SECT). * p < 0.05; ** p < 0.01; *** p < 0.001

Fuente: elaboración propia

Tabla 5: Propensity matching (Kernel matching) para la variable COD en relación con PERFORMANCE

	Cumplidoras	Resto	Diferencia			
Variables	Media	Media	Media	S.D.	t-test	p
PERFORMANCE	0.543	-2.206	2.75	1.358	2.02**	
Matching covariates						
SIZE	5.463	5.584			-0.38	0.709
LEV	0.226	0.206			0.41	0.686
RISK	6.500	7.114			-0.28	0.779
AGE	3.273	2.878			1.36	0.180
INV	-0.216	-0.123			-1.09	0.283
SECT	2.9	3.3			-0.82	0.417

Propensity matching (Kernel matching). PERFORMANCE definido con crecimiento en el beneficio operativo. Tamaño (SIZE) medido como el logaritmo del número de empleados, endeudamiento (LEV) que es definido como deuda financiera dividido entre total activo, riesgo de la empresa (RISK) el cual está expresado como la desviación típica a 5 años de la rentabilidad financiera de la empresa, edad (AGE) expresada como el logaritmo del número de años desde la creación de la empresa, inversión (INV) medido como el ratio de capital expenditures dividido por inmovilizado material, y finalmente una variable que recoge el sector al cual pertenece la empresa (SECT). * $p < 0.05$; ** $p < 0.01$; *** $p < 0.001$

Fuente: elaboración propia

Ambas tablas siguen la misma estructura. En primer lugar, en la línea denominada PERFORMANCE, se muestra la media de esta variable para las empresas tratadas (cumplidoras) y las no tratadas (rest), y a continuación la diferencia de dicha media junto con el estadístico t-student.

En la parte inferior del a tabla tenemos los mismos conceptos anteriores pero referidos a las variables de control (*covariates*), junto con la prueba de medias (Chang y Shim, 2015) efectuado sobre dichas variables para las observaciones macheadas, mostrando si existen diferencias significativas entre las mismas. El resultado esperado que no existan diferencias significativas entre ellas indicando así que los grupos de macheado (tratadas o "cumplidoras" y no tratadas "resto") están balanceadas correctamente. En ambas Tablas, los resultados confirman que nuestros grupos de macheado están bien balanceados.

Las Tablas 4 y 5 confirman la hipótesis planteada, mostrando una diferencia positiva y significa (t-test 1.76 y 2.02) de la variable *PERFORMANCE* a favor de las empresas "cumplidoras", en línea con el resultado mostrado en Tabla 3.

Tradicionalmente el reporting corporativo ha sido eminentemente financiero, y ha sido articulado a través del informe anual de la empresa cuyo objetivo es proporcionar la imagen fiel del desempeño financiero de la misma. Los distintos estados financieros que constituyen dicho informe anual suministran tanto a los accionistas como a los diferentes grupos de interés relacionados con la empresa información relacionada con las operaciones de la misma durante al año fiscal anterior. El RNF ha generado diferentes debates sobre si dicha información es realmente útil para los grupos de interés.

Existe amplia investigación al respecto de la cuestión anterior (Orlitzky 2001; Margolis and Walsh 2003). Nuestros resultados se basan en la Teoría de la Agencia, la cual sugiere que la información que se suministra hacia el exterior de la organización genera valor. Nuestros resultados están en línea con la literatura que encuentra evidencia posivita entre RNF y el desempeño organizativo (Al-Tuwaijri et al. 2004; Clarkson et al. 2008).

Con el suministro de información adicional a la estrictamente financiera, se reducen las asimetrías informativas entre la empresa y los grupos de interés (Myers and Majluf, 1984). Esto genera un beneficio hacia la empresa porque esta información adicional puede conllevar una reducción del riesgo de Selección Adversa por parte de los inversores y aumentar, por ejemplo, el valor de mercado de las acciones en circulación (Healy and Palepu 2001). El RNF suministra información de valor añadido adicional a la información financiera de carácter tradicional. Este hecho nos indica que el RNF es parte de la comunicación estratégica de la empresa para reducir la asimetría informativa entre los gestores empresariales y los inversores (Myers and Majluf, 1984).

La estandarización del RNF también tiene ventajas adicionales. La literatura muestra que cuando se han realizado esfuerzos por normalizar la información de carácter no financiero suministrada por la empresa, los resultados muestran claramente una relación positiva entre y medidas de desempeño. Un buen ejemplo de lo anterior, es la aplicación de los denominaros GRI (Global Reporting Initiative). El modelo GRI es el más aceptado en el mundo. Desde el año 2011, el 80% del G250 (Global Fortune 250 empresas) estaba en línea con estos estándares (KPMG, 2011). Dado que el RNF, de la manera que está medido en nuestra muestra, está basado en la actual legislación española la cual incorpora las guías y estándares del GRI, los resultados obtenidos en nuestro estudio adquieren mayor consistencia y proporcionan evidencia adicional la literatura que muestra una relación positiva entre la aplicación de RNF y desempeño financiero, cuando dicho información adicional de carácter no financiero está basada en la aplicación de unos estándares reconocidos internacionalmente (Chen, Feldmann & Tang, 2015).

4. REPORTING NO FINANCIERO Y ORIENTACIÓN A STAKEHOLDERS

4.1. Objetivos

El objetivo de este apartado es analizar en qué medida una mayor transparencia informativa puede conducir a una mejora de las relaciones con diversos grupos de interés. Para ello, valoramos las relaciones entre RNF y riesgo percibido, calidad de la información y diferenciación competitiva mediante la orientación hacia la inversión en tangibles, todas ellas medidas que reflejan una mejor relación con clientes, proveedores, accionistas entidades bancarias, así como con de gobiernos, reguladores y supervisores

4.2. Muestra

La muestra de la que se hace uso es la misma que la descrita en el apartado 3.2.

4.3. Hipótesis

El concepto de stakeholders ha estado unido a la gestión empresarial desde que Freeman (1984) publicó el manual *Strategic Management: a Stakeholder Approach*. Freeman los define como cualquier grupo o individuo el cual puede afectar o es afectado por la consecución de los objetivos de la organización (1984:46). Esta definición puede ser considerada como una de las más amplias en la literatura, dejando cabida a cualquier sujeto. En la misma, la noción de interés, o "stake", puede ser unidireccional o bidireccional cuando explicita que es o puede ser afectado, y por lo tanto no hay necesidad de impacto recíproco. No obstante, aunque no existe mucho desacuerdo sobre qué clase de entidad puede ser considerado como stakeholder (Grupos, instituciones, organizaciones, la sociedad, personas), está aceptado que existen diferentes aproximaciones teóricas a dicho concepto (Freeman y Reed, 1983; Windsor, 1992).

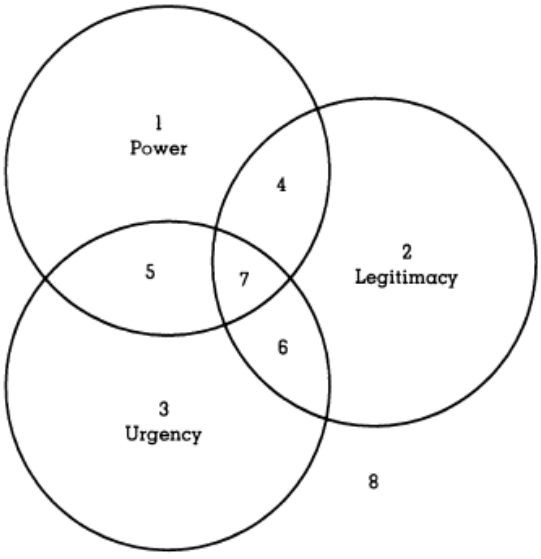
Además de la anteriormente comentada definición amplia, existen la definición reducida, o "narrow", donde el stakeholder son definidos como participantes en una relación de intercambio (Cornell y Shapiro, 1987; Hill and Jones, 1992), de carácter bidireccional.

No obstante, al objeto de poder identificar de manera más específica y precisa quién es o puede ser un potencial stakeholder, se necesita definir qué atributos deben de poseer para poder ser denominados como tales. Mitchel, Agle y Wood (1997) identifican tres atributos, proponiendo además una categorización o clases de stakeholders, en función de la posesión de uno, dos o tres de los siguientes atributos:

- **Poder** (Power) de los stakeholders para influir en la empresa, o medida en que una de las partes en la relación puede tener imponer su voluntad en dicha relación.
- **Legitimación** (Legitimacy) de la relación de los stakeholders con la empresa, o percepción de que los intereses y acciones de los actores en la relación son correctos y apropiados, dentro de unas normas legales, sociales, valores y creencias.
- **Urgencia** (Urgency) de las peticiones o reclamaciones sobre sus intereses de los stakeholders en la empresa, o grado en el cual los intereses de los stakeholders son atendidos inmediatamente.

Como posibles combinaciones de los atributos anteriores se pueden generar las clases de stakeholders que aparecen en la siguiente figura:

Figura 2: Clases de stakeholders



Fuente: Mitchel, Agle y Wood (1997)

Las clases 1, 2 y tres, denominadas "latent" stakeholders, están identificadas porque poseen solamente uno de los atributos. Las clases 4, 5 y 6 están identificadas por la posesión de dos atributos, y porque son stakeholders que "esperan" algo, y por eso se denominan "expectant". La combinación de los tres atributos junto con la dinámica relación entre ellos es la característica definitoria de la clase 7, o stakeholders más destacados o definitivos.

Así pues, la teoría de los stakeholders reconoce la existencia de un amplio rango de agentes interesados en el devenir de la compañía, y especialmente en la actitud de la misma hacia sus intereses, convirtiéndose aquellos de alguna manera en participantes de la gestión de la compañía. En consecuencia, las compañías deberían de centrase en conseguir un balance entre sus propios intereses y los intereses de los stakeholders (Van der Walt, 2004; Solomon 2007; Frías, Rodriguez y García, 2012), además de implementar políticas de interrelación con lo staheholders, incluyendo procesos al objeto de conseguir la transparencia necesaria. De igual manera que la perspectiva de la Teoría de la Agencia con respecto a los estados financieros como mecanismo de control para armonizar los intereses de los gestores y los accionistas (Healy y Palepu, 2001; Brennan y Solomon, 2008), por extensión, las políticas corporativas tendentes a una mayor transparencia hacia el exterior debería tener el mismo sol para la relación de Agencia entre la empresa junto sus gestores y los stakeholders (Unerman, Bebbington y O'Dwyer, 2007; Prado, Gallego y García, 2009a; Prado y García, 2010).

La importancia de la transparencia en la relación con el exterior y los stakeholders comentada anteriormente, se reafirma por el hecho de que la misma constituye uno de los pilares en los que se basa el concepto de la confianza (Pirson y Malhotra, 2011). Coherente con este concepto, diversos autores han argumentado que la transparencia (o la percepción de voluntad para compartir información privilegiada con stakeholders) es un distintivo crítico de la confianza (Mishra, 1996; Tschannen-Moran, 2000; Turnbull, 2002; Dervitsiotis, 2003). Y esto es muy más crítico cuando la asimetría de la información es alta, con las implicaciones que ello conlleva, acrecentándose la importancia de la transparencia (McKnight, Cummings y Chervany, 1998; Hardin, 2002).

Esta orientación hacia el exterior y la transparencia tiene sus beneficios. De acuerdo con la Teoría Instrumental de los stakeholders (Donalson y Preston, 1995; Mitchel, Bradley y Donna, 1997), la satisfacción de los stakeholders es un instrumento a favor del desempeño financiero de la organización. De nuevo, la Teoría de la Agencia en el marco de los stakeholders argumenta que las organizaciones orientadas a una relación bilateral empresa-stakeholders sirve como mecanismo de monitorización para prevenir que los gestores desvíen su atención de los objetivos financieros de la organización (Jones, 1995). Aún más, con el objetivo de conseguir un equilibrio entre las necesidades de los diferentes stakeholders, los gestores pueden incrementar la eficiencia en la adaptación de sus organizaciones a las demandas del exterior (Freeman y Evan, 1990). Como otro beneficio añadido podemos incluir la reputación corporativa, la cual, en condiciones de incertidumbre y carencia de información, juega un papel decisivo en la relación de la compañía con el mercado y los distintos agentes aseverar que las políticas empresariales con una orientación al mercado, al entorno y a los stakeholders producen resultados positivos significativos (Wood y Jones, 1995).

De manera más específica, está constatado que el efecto halo de la reputación y transparencia organizativas tiene un impacto directo en el riesgo percibido por el mercado y sus agentes, así como los stakeholders (Bae, El Ghoul, Guedhami, Kwok y Zheng, 2019). Por ejemplo, los clientes son reacios a comprar a empresas con alto endeudamiento porque estas compañías pueden no cumplir sus compromisos con dichos clientes debido a interrupción del suministro o reducción de la calidad del producto (Titman, 1984; Kini, Shenoy y Subramaniam, 2017) dado que posibles dificultades financieras pueden afectar a que la empresa pueda cumplir con sus compromisos. Basado en la misma percepción de riesgo, los clientes de empresas con algo endeudamiento pueden requerir precios más bajos en sus compras y esta reducción afectará al valor de la compañía. Vemos por tanto que un alto endeudamiento podría suponer altos costes los cuales afectarían a la viabilidad de la compañía.

Por otro lado, existe amplia literatura al respecto de que los clientes leales, lealtad basada entre otros factores en la reputación y transparencia, bien serán más insensibles a la percepción de riesgo de la organización o bien estarán dispuestos a pagar más por sus compras (Kitzmueller y Shimshack, 2012). De esta manera, este tipo de empresas transparentes tendrán menor volatilidad en sus rendimientos, a la vez que obtendrán una mayor optimización de su endeudamiento (Bae, El Ghoul, Guedhami, Kwok y Zheng, 2019).

En esta misma línea, el efecto halo derivado de la transparencia y orientación a los stakeholders tiene más implicaciones. Las empresas con esta orientación serán percibidas con un nivel de riesgo menor, teniendo por tanto un atractivo mayor para los inversores (Hong y Kacperczyk, 2009; El Ghoul, Guedhami, Kwok y Mishra, 2011).

Por tanto, se puede afirmar que la orientación hacia los stakeholders, el mercado y la transparencia tiene un gran beneficio para el valor de la empresa (Hillman y Keim, 2001).

Finalmente, derivado de la mayor complejidad actual de las compañías hace necesario la inclusión de nuevos tipos de stakeholders, como los aspectos medioambientales, o las relaciones business to business curtomers relaciones. Dichos nuevos actores pueden jugar un papel decisivo en la viabilidad de las compañías (Schaltegger, Hörisch y Freeman, 2017). También, en un entorno de globalización, adicionales stakeholders deben de ser consideraciones, dado que, si los impactos medioambientales de las organizaciones han de ser identificados y gestionados efectivamente, actores como ONGs (Organizaciones no gubernamentales) medioambientales, presionando para la conservación de la biodiversidad u otras entidades de carácter no político. Es, por tanto, no sorprendente, cómo la teoría de los stakeholders se ha convertido en uno de los enfoques teóricos más frecuentemente utilizados en lo que se ha venido denominando Responsabilidad Social Corporativa e incluso en la investigación de la gestión sostenible o sustainability management (Perrini y Tencati, 2006; Carroll y Buchholtz, 2014). En este entorno de mayor complejidad y globalización, aparece un nuevo concepto que afecta a la relación de la empresa con sus stakeholders y entorno, las sinergias (Hahn y Aragón, 2015). El enfoque de las sinergias en el contexto de los stakeholders puede describirse como un proceso de desarrollo gradual hacia un conjunto de diferentes clases de valor, el cual asegura la cooperación y apoyo de diversos stakeholders (por ejemplo, trabajadores, inversores, proveedores financieros, grupos de interés medioambiental). En esa línea de pensamiento, la literatura así comprende un enfoque a soluciones win-win (von Weizsäcker, Hargroves, Smith, Desha, y Stasinopoulos, 2009) e incluso triple win (Norman y MacDonald, 2004; Rogers y Hudson, 2011) y que pueden ser contempladas como un intento de buscar enfoques que satisfagan a diferentes objetivos al mismo tiempo.

De esta manera, podemos establecer la primera y única hipótesis de la investigación:

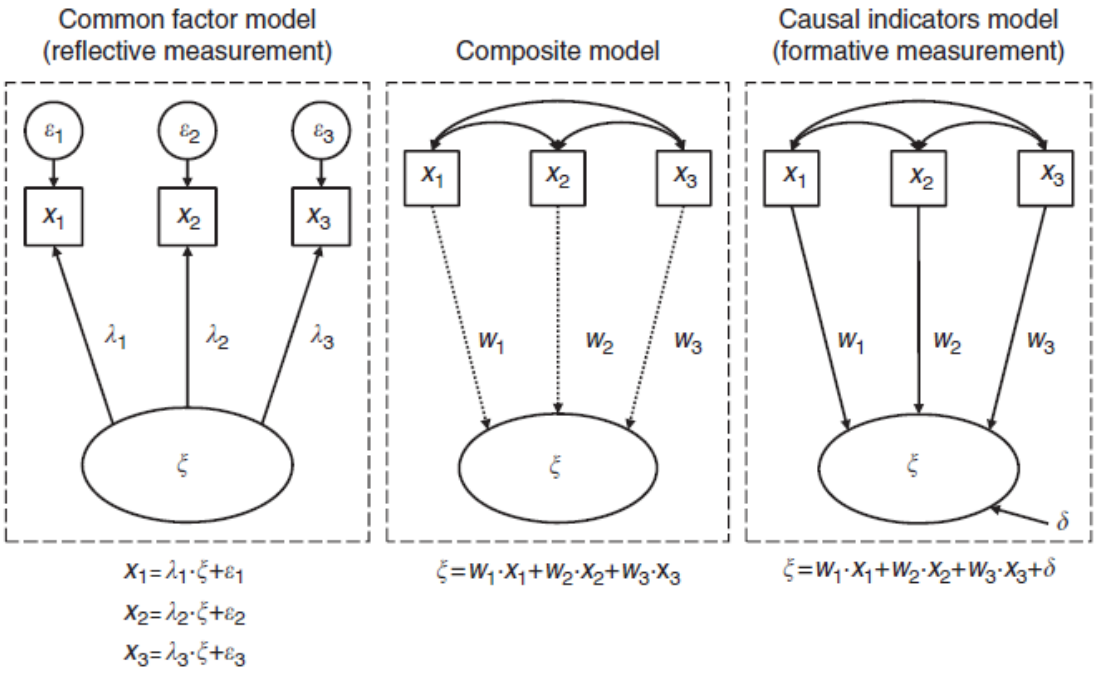
***Hipótesis 1**: Existe una relación positiva entre la transparencia informativa y la mejora de las relaciones con grupos de interés, de forma que la adopción de medidas de RNF en el seno de las empresas conducirá a la mejora de las relaciones con sus stakeholders.*

4.4. Metodología

Esta explotación hace uso de modelos de ecuaciones estructurales (SEM), que combinan el uso de variables latentes no observadas, que hacen representaciones de conceptos teóricos que no son directamente observables, con datos que provienen de medidas (llamados indicadores) que son usados como inputs para un análisis estadístico que proporciona evidencia acerca de las relaciones entre variables latentes (Williams, Vandenberg & Edwards, 2009).

El análisis que los SEM llevan a cabo puede ser llevado por medio de dos tipos de técnicas estadísticas: modelos basados en el análisis de covarianzas (CBSEM) o métodos basados en la varianza, como por ejemplo PLS, habiendo sido diseñados ambos modelos a fin de alcanzar resultados diferentes. CBSEM busca estimar un conjunto de parámetros del modelo de tal modo que la matriz teórica de covarianzas determinada por el sistema de ecuaciones estructurales sea tan próxima como sea posible a la matriz empírica de covarianzas observada en la muestra de estimación (Reinartz, Haenlein, & Henseler, 2009). PLS, por su parte, trabaja con bloques de variables (componentes) y estima los parámetros del modelo por medio de la maximización de la varianza explicada de todas las variables dependientes (Chin, 1998). La elección del modelo de medida de los constructos debe fundamentarse en la propia naturaleza de estos constructos (Henseler, 2017) que pueden ser reflectivos, causales-formativos, compuestos o mixtos, tal como recoge la Figura 3.

Figura 3: Modelos de factor común, compuestos y causales-formativos



Fuente: Henseler, Ringle & Sarstedt (2016)

El modelo de factor común (modelo de medida reflectivo) asume que la varianza de un bloque de indicadores efectos (x_i) está completamente explicada por una variable no observada (el factor común) y sus errores aleatorios. Se asume que los errores de medida se encuentran no correlacionados con otras variables, constructos o errores en el modelo, de forma que la dirección de causalidad es desde el constructo hacia las medidas.

El modelo de indicadores causales asume que la varianza de un constructo está completamente explicada por un bloque de indicadores y su término de error. La dirección de la causalidad va desde las medidas al constructo, indicando el término de error que el constructo no ha sido perfectamente medido por sus indicadores no esperándose que los indicadores estén correlacionados.

El modelo compuesto implica que el constructo se compone por indicadores o elementos y se forma como una combinación lineal de sus respectivos indicadores. En este caso las relaciones entre indicadores y el constructo no son causa efecto, sino que los indicadores

componen el constructo, de forma que eliminar un indicador del modelo de medida altera el significado del constructo. Este tipo de modelo no impone ninguna suposición acerca de las correlaciones entre indicadores.

Tradicionalmente, los modelos de factor común o reflectivos han sido preferiblemente explotados con metodología CBSEM, mientras que los modelos causales-formativos han sido explotados con PLS en su versión consistente y los modelos compuestos con PLS tradicional. En el caso que nos ocupa, dado que todas las relaciones con de carácter causal-formativo, se ha decidido usar el algoritmo PLS consistente.

Dentro de las características de PLS, resulta especialmente relevante resaltar su habilidad para tratar constructos con un único indicador sin problemas de identificación (Hair et al., 2014), lo cual resulta especialmente crítico en esta explotación, pues tres de los cuatro constructos reflejados en el modelo están formados por un único indicador. Es el caso de la Transparencia Informativa, la Calidad de la Información y la Diferenciación Competitiva.

Sin embargo, la realidad es que PLS también presenta ciertos requerimientos estrictos sobre las escalas de medida (Wold, 1985), aceptando únicamente el uso de ratios, escalas de intervalo o escalas ordinales, siempre y cuando estas satisfagan los requerimientos de equidistancia y simetría. Por su parte, las escalas nominales o categóricas únicamente pueden ser empleadas como variables exógenas.

Es por tanto necesario comprobar cuál es la naturaleza de la medida de los indicadores usados para la explotación. El constructo Transparencia Informativa, se ha formado por una única variable de carácter categórico, lo cual es aceptable teniendo en cuenta que es un constructo exógeno. Por otra parte, todos los indicadores de los constructos Riesgo y Diferenciación competitiva toman la forma de ratios. Únicamente la Calificación del Auditor, que se corresponde con una escala ordinal de 1 a 4, puede presentar problemas a la hora de ser usado en PLS, dado que en escalas ordinales no conocemos si las categorías ordinales están separadas por iguales distancias (Pasta, 2009).

El frecuente uso de estas variables ordinales como continuas se hace bajo la premisa de que categorías sucesivas de categorías ordinales presentan entre ellas la misma distancia (Long & Freese, 2006). Williams (2018) propone una serie de técnicas que permiten comprobar si esta suposición de linealidad está justificada. En concreto, propone el Likelihood Ratio Chi-Square Test y los Wald Tests. Ambas han sido aplicadas a la variable Calificación del Auditor, indicando que esta, pese a ser continua, puede ser usada como variable continua, aceptando su linealidad. Esta suposición de linealidad implica pues asumir que la propia variable presenta las mismas distancias entre categorías ordinales y que, por tanto, cumple con las condiciones de equidistancia y simetría. De acuerdo con Hair et al. (2014), cuando una escala ordinal cumple las condiciones de simetría y equidistancia, a pesar de su propia condición de escala ordinal, tendrá un comportamiento más cercado a una escala de intervalo y por tanto podrá ser utilizada en SEM.

4.5. Variables

Se han definido tres constructos que miden el Riesgo Percibido (RIE), la Diferenciación Competitiva (DCO), la Calidad de la Información (CAI) y la Transparencia Informativa (TRI).

El constructo RIE se ha medido de forma formativa, por lo que no puede evaluarse en base a las medidas tradicionales de fiabilidad y validez (Bagozzi, 1994). Su evaluación se lleva a cabo según indica Chin (2010) en dos niveles. En primer lugar, comprobando la validez del constructo, que responde a un razonamiento teórico (Diamantopoulos &

Winklholfer, 2001) y que queda por tanto demostrado en el desarrollo del marco teórico de este trabajo. En segundo lugar, mediante la evaluación del indicador, valorando la magnitud de los pesos y su significación, así como su potencial multicolinealidad.

Los tres indicadores que componen el constructo RIE son la ratio de Endeudamiento (RIE1), con un peso estandarizado de 0,257 significativo al 5%; la ratio entre Subvenciones de explotación / Activo Total (RIE2), que presenta un peso estandarizado de 0,877 significativo al 1% y, por último, la Volatilidad del Resultado Operativo (RIE3), significativa al 1% y con un peso estandarizado de 0,429.

Se ha comprobado además la potencial multicolinealidad mediante el estudio de los valores VIF (Diamantopoulos & Siguaw, 2006) de cada indicador, que oscilan entre el 1,012 y el 1,057. Siendo todos ellos menores al límite de 3,3 considerado como válido en modelos basados en varianza (Petter, Straub & Rai, 2007; Cenfetelli & Bassellier, 2009) se puede descartar la presencia de altos niveles de multicolinealidad en la medida del constructo.

Por otra parte, los constructos CAI y DCO, han sido medidos con un único ítem, correspondiente a la Calificación del Auditor (CAI1) y al Número de Marcas poseídas por la organización en relación a su Activo Total (DCO), respectivamente. El primer indicador se trata de una variable ordinal dónde 1 implica que el auditor ha denegado la auditoría, 2 que la ha aceptado con salvedades, 3 que ha emitido un informe favorable y 4 que ha aprobado las cuentas. La segunda, por otra parte, se corresponde con una ratio resultante de dividir el número de macas que posee la organización entre el activo total de la misma. Al estar formados por un único ítem, la validez y fiabilidad de estos constructos no necesita ser comprobada (Ghozali & Latan, 2015; Hair et al. 2017).

La variable exógena, que hemos catalogado como TRI, se mide de forma dicotómica, siendo 1 cuando la empresa lleva a cabo medidas de responsabilidad medioambiental y, además, las comunica mediante su web u otras fuentes y 0 cuando no lleva a cabo esta comunicación. Dada la homogeneidad en las empresas contenidas en la submuestra en cuanto a marco normativo vigente, entorno geográfico, tamaño y cifra de negocios, hemos asumido que todas ellas, independientemente de que lo comuniquen, llevan o deberían llevar a cabo acciones de responsabilidad con el medio ambiente. La diferencia entre estos dos grupos diferenciados estiba pues en la comunicación, y no en la acción. Nuevamente, al estar el constructo formado por un único indicador, no es necesario comprobar la validez y fiabilidad del mismo (Ghozali & Latan, 2015; Hair et al. 2017).

Estos constructos y sus indicadores pueden ser consultados en la Tabla 6.

Tabla 6: Indicadores del constructo y modelo de medida para ICN e ICE

Indicadores/Ítems	Código	Pesos estandarizados (valor t)	VIF
Riesgo Percibido (RIE)			
- Endeudamiento	RIE1	0.257**(1.684)	1.057
- Subvenciones de explotación / Activo Total	RIE2	0.877*** (10.437)	1.012
- Volatilidad del Resultado Operativo	RIE3	0.429***(2.789)	1.045
Diferenciación Competitiva (DCO)			
- Número de Marcas / Activo Total	DCO1	1	1
Calidad de la Información (CAI)			
- Calificación del Auditor	CAI1	1	1
Transparencia Informativa (TRI)			

- Difusión de Prácticas Medioambientales	TRI1	1		1

Nota: los asteriscos indican la significancia estadística a los niveles 0.01(***), 0.05(**) y 0.10(*).

Fuente: elaboración propia

4.6. Modelo Relacional

Llevando a cabo el análisis del modelo estructural, se calculan los coeficientes beta de las relaciones entre constructos y su nivel de significancia. Los resultados son positivos, apuntando en la misma dirección que los test de medias llevados a cabo en el apartado anterior. También se calcula el tamaño del efecto f^2 (Cohen, 1988), que valora el grado con el que un constructo exógeno contribuye a explicar un determinado constructo endógeno en términos de R^2. Estos resultados pueden ser observados en la **¡Error! No se encuentra el origen de la referencia.**Tabla 7.

El análisis de multicolinealidad del modelo estructural también ha resultado positivo, siendo todos los estadísticos VIF inferiores a 5, por lo que de acuerdo con Hair et al., (2011) se pueden descartar problemas de multicolinealidad entre las variables antecedentes de cada uno de los constructos endógenos (Tabla 8).

Tabla 7: Relaciones entre variable efectos directos, información externa

Relación	Coeficiente	SD	T-valor	f^2	Intervalos	Conclusiones
TRI → RIE	-0.111***	0.019	5.972	0.013	-0.148	-0.087
TRI → DCO	0.003**	0.002	1.612	0.000	0.000	-0.005
TRI → CAI	0.215***	0.032	6.653	0.038	0.159	-0.266

Nota: los asteriscos indican la significancia estadística a los niveles 0.01(***), 0.05(**) y 0.10(*).

Fuente: elaboración propia

Tabla 8: Estadísticos VIF del modelo estructural, información externa

Constructo	RIE	DCO	CAI
Riesgo Percibido (RIE)			
Diferenciación Competitiva (DCO)			
Calidad de la Información (CAI)			
Transparencia Informativa (TRI)	1	1	1

Fuente: elaboración propia

El efecto de TRI sobre RIE es negativo y significativo al 1%, alcanzando un coeficiente de -0,111 y poniendo de manifiesto como una mayor Transparencia Informativa conduce a un menor riesgo percibido. Esta reducción del riesgo se materializa tanto al valorar el riesgo financiero (con una medida de endeudamiento), como el riesgo económico subyacente al negocio (con sendas medidas de orientación cortoplacista, medida por el peso de las subvenciones a explotación sobre el activo de la empresa, y la volatilidad de su resultado operativo). El tamaño del efecto es de 0,013, siendo menor al considerado como pequeño por Cohen, (1988).

Por otra parte, el efecto de TRI sobre DCO es positivo y significativo, con un coeficiente de 0,003 significativo al 5%, que demuestra como una mayor Transparencia Informativa desemboca en una empresa más comprometida con la orientación competitiva a largo plazo, medida como inversión en intangibles. La relación presenta un efecto del tamaño de 0,000, considerado nuevamente inferior a un efecto bajo (Cohen, 1988).

Por último, la relación entre TRI y CAI es también positiva y significativa, con un coeficiente de 0,215 significativo al 1%. Esta relación apunta a las empresas Transparentes Informativamente, como organizaciones más dadas, ya no únicamente al cumplimiento de las necesidades de información de stakeholders de mercado, sino también a la satisfacción de las necesidades informativas de reguladores y supervisores. La relación presenta un efecto del tamaño de 0,38, considerado como bajo (Cohen, 1988).

4.7 Pruebas de robustez

Como pruebas de robustez a los resultados del modelo de ecuaciones estructurales, se han llevado a cabo tests de medias para cada uno de los ítems que dan lugar a los tres constructos exógenos. Los resultados son significativos al confirmar las empresas cumplidoras (codificadas como 1) frente a las no cumplidoras (codificadas como 0). Las empresas cumplidoras presentan un menor endeudamiento, una menor volatilidad y menores niveles de subvenciones a la explotación, indicando un menor riesgo percibido. Igualmente, muestran una mayor presencia de intangibles mediante el número de marcas, empujando a una mayor diferenciación competitiva. Por último, la calificación del auditor, como medida de la calidad de la información, arroja mejores resultados en las empresas cumplidoras.

Los resultados de los test de medias, que se presentan en las Tablas 9 a 13, permiten pues confirmar la mejor orientación hacia los grupos de interés por parte de las empresas informativamente transparentes, tal como se apuntaba en el punto 4.6.

Tabla 9: Descriptivos y resultados del test de medias para la variable Leverage

		Leverage		
		Observaciones	Media	Desv. típica
Cumplidoras	NO	211	0.264	0.204
	SI	213	0.232	0.162
Diferencias entre segmentos			0.031**	

Nota: los asteriscos indican la significancia estadística a los niveles 0.01(***), 0.05(**) y 0.10(*).

Fuente: Elaboración propia

Tabla 10: Descriptivos y resultados del test de medias para la variable Volatility

		Volatility		
		Observaciones	Media	Desv. típica
Cumplidoras	NO	263	30.827	64.994
	SI	249	17.651	53.344
Diferencias entre segmentos			13.175***	

Nota: los asteriscos indican la significancia estadística a los niveles 0.01(***), 0.05(**) y 0.10(*).

Fuente: Elaboración propia

Tabla 11: Descriptivos y resultados del test de medias para la variable Subvenciones a la explotación

		Subvenciones a la explotación		
		Observaciones	Media	Desv. típica
Cumplidoras	NO	91	357433.1	1160950
	SI	128	156975.6	372490.7
Diferencias entre segmentos			200457.4**	

Nota: los asteriscos indican la significancia estadística a los niveles 0.01(***), 0.05(**) y 0.10(*).

Fuente: Elaboración propia

Tabla 12: Descriptivos y resultados del test de medias para la variable Calificación del auditor

		Calificación del auditor		
		Observaciones	Media	Desv. típica
Cumplidoras	NO	283	3.501	0.831
	SI	268	3.869	0.467
Diferencias entre segmentos			-0.367	

Nota: los asteriscos indican la significancia estadística a los niveles 0.01(***), 0.05(**) y 0.10(*).

Fuente: Elaboración propia

Tabla 13: Descriptivos y resultados del test de medias para la variable Número de marcas

		Nº de marcas		
		Observaciones	Media	Desv. típica
Cumplidoras	NO	312	5.794	15.861
	SI	296	12.459	32.753
Diferencias entre segmentos			-6.664	

Nota: los asteriscos indican la significancia estadística a los niveles 0.01(***), 0.05(**) y 0.10(*).

Fuente: Elaboración propia

4.8. Análisis de los resultados

Los resultados del modelo apuntan a la relevancia de la transparencia informativa a la hora de generar relaciones de confianza y legitimidad entre la empresa y sus grupos de interés internos y externos, en entornos de mercado y no mercado.

La transparencia informativa mediante la difusión de informa no financiera tiene claros efectos a la hora de mejorar su perfil de riesgo percibido, materializado en una menor volatilidad de sus resultados operativos o en una menor orientación cortoplacista

reflejada en un mayor peso de las subvenciones de explotación sobre el balance de la organización. Esto tiene importantes implicaciones estratégicas, pues un menor riesgo de negocio es un elemento de legitimación frente a clientes y un punto clave a la hora de generar relaciones a con proveedores de los que extraer en última instancia confianza y crédito comercial. Las relaciones a lo largo de la cadena de valor se verán definitivamente favorecidas por la percepción de una empresa estable, poco volátil, capaz de generar resultados de forma sistemática y con un negocio enfocado al largo plazo.

Una mayor transparencia también mejora las relaciones con accionistas, conduciendo a un menor endeudamiento y, por tanto, con mayor nivel de recursos propios. La empresa transparente es capaz de omitir, al menos parcialmente, el papel regulador de la deuda cuando es usada como mecanismo de gobernanza, sustituyéndola por un mayor nivel de confianza que apunte a una menor percepción de la probabilidad de comportamientos oportunistas en el seno de la organización. Esta relación es relevante tanto a la hora de conseguir que los accionistas actuales renuncien a dividendos en aras a una mayor autofinanciación de la empresa, como cuando son nuevos accionistas los que se convierten en socios del negocio aportando capital adicional. La teoría del Pecking Order (Myers & Majluf, 1984, Myers, 1977) ha apuntado esta dirección. Esta teoría rechaza la existencia de una estructura óptima de capital, postulando en cambio que los directivos usan un enfoque de jerarquización de preferencias a la hora de planificar nuevas inversiones y diseñar la estructura financiera de la empresa. La búsqueda de la combinación óptima es sustituida por el objetivo de minimizar las ineficiencias en las decisiones financieras causadas por la existencia de asimetrías informativas entre agentes internos y externos acerca de la calidad de los proyectos de inversión que la empresa desea financiar con los recursos. Los directivos preferirán recurrir a la financiación interna por no sufrir asimetrías de información ni sus costes asociados y concederles la máxima discrecionalidad de uso. Sólo acudirán al mercado de capitales cuando la empresa no posea recursos financieros propios en volumen suficiente.

La mejor transparencia informativa empresarial también condiciona su diferenciación competitiva. La empresa transparente demuestra ser más proclive a la inversión en activos intangibles. La orientación al largo plazo de los activos intangibles es de sobra reconocida por la literatura, que ha apuntado a la dependencia histórica (Teece, Pisano & Shuen, 1998; Javidan, 1998; Hill & Deeds, 1996; Kogut & Zander, 1992; Grant, 1991; Dierickx & Cool, 1989; Barney, 1986, 1991; Nelson & Winter, 1982), la dependencia del sistema (Zander & Kogut, 1995) y el apoyo en equipos de recursos complementarios y co-especializados precisamente derivados de sendas dependencias, como algunas de sus características más relevantes. La literatura también ha apuntado al carácter inamovible (Grant, 1991) e idiosincrático (Amit & Schoemaker, 1993; Peteraf, 1993; Grant, 1991; Reed & de Fillippi, 1990; Dierickx & Cool, 1989) de los intangibles como la clave de su movilidad imperfecta que facilita la apropiabilidad en origen de las rentas que de ellos derivan. Algunos activos intangibles han sido incluso catalogados como recursos cuyo valor se incrementa con el uso, siendo este es el caso por ejemplo de las marcas, cuyo valor será mayor cuanto más tiempo permanezcan en mercado señalizando la calidad de los productos que aglutinan; o de los intangibles basados en el conocimiento, por la propia intensidad de las economías de experiencia que sobre ellos se generan. Sin embargo, las inversiones en intangibles, aunque prometan más altas rentabilidades a largo plazo, sufren también de un riesgo superior y obligan a una espera más paciente para observar los retornos. La empresa que tiene por objeto competir mediante una base importante de intangibles requiere pues de una confianza absoluta y un alineamiento de objetivos por parte de sus accionistas, que estarán dispuestas a asumir mayores riesgos y rechazar rentabilidades inmediatas en aras a la promesa de futuros y superiores retornos.

Por último, los resultados apuntan a la transversalidad de la Transparencia Informativa. Podría considerarse que, al ser la información no financiera dispuesta con cierto nivel de

flexibilidad en la web corporativa, la empresa podría escoger qué información transmitir y qué reservarse para sí misma, haciendo un uso de los canales de información partidista orientado al beneficio propio. Sin embargo, la realidad es que las empresas transparentes son empresas con mejores resultados en las auditorías que sobre ellas se llevan a cabo, indicando una mejor calidad de la información. La calificación del auditor es mejor cuando más transparente resulta la empresa. La transparencia informativa no se constituye por tanto como un elemento de publicidad o una acción comercial de mera orientación a mercado, sino que es en verdad una buena práctica extendida por la organización y que abarca incluso el más y mejor cumplimiento de sus obligaciones normativas. La empresa transparente, por tanto, satisface igualmente de mejor manera las exigencias de gobiernos, reguladores y supervisores.

5. REFERENCIAS

Abdul Basit, S., Kuhn, T., Ahmed, M. (2018). The Effect of Government Subsidy on Non-Technological Innovation and Firm Performance in the Service Sector: Evidence from Germany. *Business Systems Research*, *9*(1), 118-137.

Al-Tuwaijri SA, Christensen TE, Hughes KE II (2004) The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: a simultaneous equations approach. Acc Organ Soc 29:447–471

Amit, R., & Schoemaker, P. J. (1993). Strategic assets and organizational rent. Strategic management journal, 14(1), 33-46.

Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance. An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, *14*, 431-445.

Bae, K., El Ghould, S., Guedhami, O., Kwok, C. y Zheng, Y. 2019. Does corporate social responsibility reduce the costs of high leverage? Evidence from capital structure and product market interactions. Journal of Banking & Finance, 100, 135-150.

Bagozzi, R. P. (Ed.). (1994). Principles of marketing research. Blackwell Business.

Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. Journal of management, 17(1), 99-120.

Barney, J. B. (1986). Strategic factor markets: Expectations, luck, and business strategy. Management science, 32(10), 1231-1241.

Baron., M, and Xiong, W. (2017). Credit expansion and neglected crash risk. *Quarterly Journal of Economics*, *132*(2), 713-764

Boivie, S; Graffin, S; Olive, A. and Withers, M. (2016). Come Aboard! Exploring the Effects of Directorships in the Executive Labor Market. *Academy of Management*, *59*(5), 1681–1706

Brennan NM, Solomon J. 2008. Corporate governance, accountability and mechanisms of accountability: An overview. Accounting, Auditing & Accountability Journal 21(1): 885–906.

Camisón, C., Clemente, J.A., Camisón, S., López-Trigo, M., Grueso, M., and Férnandez, J.M. (2019). Guía Práctica para la implantación del Reporting No Financiero. *Cátedra de Empresa y Humanismo,* nº6.

Carroll, A. B., & Buchholtz, A. (2014). Business and society: Ethics, sustainability, and stakeholder management.

Cenfetelli, R. T., & Bassellier, G. (2009). Interpretation of formative measurement in information systems research. MIS quarterly 33(4), 689-707.

Chen, L., Feldmann, A. and Tang, O. (2015), "The relationship between disclosures of corporate social performance and financial performance: evidences from GRI reports in manufacturing industry", International Journal of Production Economics, Vol. 170, pp. 445-456, doi: 10.1016/j.ijpe.2015.04.004.

Chin, W. W. (1998). The partial least squares approach to structural equation modeling. Modern methods for business research, 295(2), 295-336.

Chin, W. W. (2010). How to write up and report PLS analyses. In Handbook of partial least squares (pp. 655-690). Berlin: Springer.

Clarkson PM, Li Y, Richardson GD, Vasvari FP (2008) Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: an empirical analysis. Account Organ Soc 33(4–5):303–327

Cohen, J. (1988). Statistical power analysis for the behavioral sciences. Second Edition. Hillsdale, NJ: Lawrence Erlbaum Associates, Publishers.

Cornell, B., & Shapiro, A. C. 1987. Corporate stakeholders and corporate finance. Financial Management, 16: 5-14.

Dervitsiotis, K. N. 2003. Beyond stakeholder satisfaction: Aiming for a new frontier of sustainable stakeholder trust. Total Quality Management Bus. Excellence 14(5) 515–528.

Diamantopoulos, A., & Siguaw, J. A. (2006). Formative versus reflective indicators in organizational measure development: A comparison and empirical illustration. British Journal of Management, 17(4), 263-282.

Diamantopoulos, A., & Winklhofer, H. M. (2001). Index construction with formative indicators: An alternative to scale development. Journal of marketing research, 38(2), 269-277.

Dierickx, I. & Cool, K. (1989). Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage. Management Science, 35(12), 1504-1513.

Donaldson, Thomas, and Lee E. Preston 1995 'The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications'. Academy of Management Review 20: 65–91.

El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., Mishra, D. R., 2011. Does corporate social responsibility affect the cost of capital? Journal of Banking and Finance 9(35), 2388-2406.

El Mundo (2008). La primera guardería en un polígono industrial. Disponible en: https://www.elmundo.es/elmundo/2008/09/10/valencia/1221061828.html

Fernández JL, Luna L. 2007. The creation of value through corporate reputation. Journal of Business Ethics 76(3): 335–346.

Fernández, B. and Souto, F. (2009), "Crisis and corporate social responsibility: threat or opportunity?", International Journal of Economic Sciences and Applied Research, Vol. 2

Fombrun, C., & Shanley, M. 1990. What's in a name?: Reputation building and corporate strategy. Academy of Management Journal, 33: 233–258.

Freeman, R. E. 1984. Strategic management: A stakeholder approach. Boston: Pitman.

Freeman, R. E., & Reed, D. L. 1983. Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. California Management Review, 25(3): 93-94.

Freeman, R. Edward, and William M. Evan 1990 'Corporate governance: A stakeholder interpretation'. Journal of Behavioral Economics 19/4: 337–359.

Freeman, R. Edward, and William M. Evan 1990 'Corporate governance: A stakeholder interpretation'. Journal of Behavioral Economics 19/4: 337–359.

Frias, J., Rodriguez, L., y Garcia, I. (2013). The role of the board in the dissemination of integrated corporate social reporting. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 20 (4), 219-233.

Friedman AL, Miles S. 2001. Socially responsible investment and corporate social and environmental reporting in the UK: an exploratory study. British Accounting Review 33(4): 523–548.

García, J., García, B., and Penalva, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics, 61*, 221-238.

Ghozali, I., & Latan, H. (2015). Partial Least Squares, Concepts, Techniques and Applications Using Smartpls 3.0 Program for Empirical Research. Semarang. Indonesia: Universitity of Diponegoro Press.

Govindarajan, V. (1984). Appropriateness of accounting data in performance evaluation: an empirical examination of environmental uncertainty as an intervening variable. *Accounting, Organizations, and Society 9*, 125–135.

Govindarajan, V., and Gupta, A.K. (1985). Linking control systems to business unit strategy: impact on performance. *Accounting, Organizations and Society 10,* 51–66.

Grant, R. M. (1991). The resource-based theory of competitive advantage: implications for strategy formulation. California management review, 33(3), 114-135.

Hahn, T., & Aragón-Correa, J. A. (2015). Toward cognitive plurality on corporate sustainability in organizations: The role of organizational factors. Organization & Environment, 28, 255-263.

Hair Jr, J. F., Sarstedt, M., Hopkins, L., & G. Kuppelwieser, V. (2014). Partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM) An emerging tool in business research. European Business Review, 26(2), 106-121.

Hair, J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C. M., Sarstedt, M., & Thiele, K. O. (2017). Mirror, mirror on the wall: a comparative evaluation of composite-based structural equation modeling methods. Journal of the Academy of Marketing Science, 45(5), 616-632.

Hair, J. F., Ringle, C. M., & Sarstedt, M. (2011). PLS-SEM: Indeed a silver bullet. Journal of Marketing theory and Practice, 19(2), 139-152.

Hall, R. (1993). A framework linking intangible resources and capabiliites to sustainable competitive advantage. *Strategic management journal*, *14*(8), 607-618.

Hall, R. 1992. The strategic analysis of intangible resources. Strategic Managment Journal, 13: 135–144.

Hardin, R. 2002. Trust and Trustworthiness. Russell Sage Foundation, New York.

Healy PM, Palepu KG (2001) Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature'. J Account Econ 31(1–3):405–440

Healy PM, Palepu KG. 2001. Information asymmetry, corporate disclosure and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. Journal of Accounting and Economics 31: 405–440.

Heckman, J. D., Ichimura, H., Todd P. E., (1997), "Matching as an Econometric Evaluation Estimator: Evidence from Evaluating a Job Training Programme", *Review of Economic Studies, 64*, 605-654.

Heckman, J. J., Ichimura, H., Todd, P. (1998), "Matching as an econometric evaluation estimator", *The review of economic studies, 65*, 261-294.

Henseler, J. (2017). Bridging design and behavioral research with variance-based structural equation modeling. Journal of advertising, 46(1), 178-192.

Henseler, J., Hubona, G., & Ray, P. A. (2016). Using PLS path modeling in new technology research: updated guidelines. Industrial management & data systems, 116(1), 2-20.

Hill, C. W. L., & Jones, T. M. 1992. Stakeholder-agency theory. Journal of Management Studies, 29(2): 131-154.

Hill, C.W.L. & Deeds, D.L. (1996). The importance of industry structure for the determination of the firm profitability: a neo-austrian perspective. Journal of Management Studies, 33(4), 429-451.

Hillman, A. J., Keim, G. D., 2001. Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line? Strategic Management Journal 22(2), 125-139.

Hong, H., Kacperczyk, M. 2009. The price of sin: the effects of social norms on markets. Journal of Financial Economics 93(1), 15-36.

Javidan, M. (1998). Core competence: What does it mean in practice? Long Range Planning, 31(1), 60-71.

Jones, Thomas M. 1995 'Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics'. Academy of Management Review 20: 404–437.

Khandker, S., Koolwal, G. & Samad, H. (2010). *Handbook on impact evaluation. Quantitative methods and practices*. Washington, DC: The World Bank.

Kini, O., Shenoy, J., Subramaniam, V., 2017. Impact of financial leverage on the incidence and severity of product failures: Evidence from product recalls. Review of Financial Studies, 30(5), 1790-1829.

Kitzmueller, M., Shimshack, J., 2012. Economic perspectives on corporate social responsibility. Journal of Economic Literature 50(1), 51-84.

Kogut, B. & Zander, U. (1992). Knowledge of the Firm, Combinative Capabilities and the Replication Technology. Organization Science, 3(3), 383-397.

KPMG (2011), "KPMG International Survey of Corporate Responsibility Reporting 2011", available at: www.csr. ee/wp-content/uploads/2016/03/KPMHG-International-Survey-of-CSR-2011.pdf (accessed 18 February 2017).

Las Provincias. (2017). Fuente del Jarro reclama ampliar la N-220 para acabar con colapsos diarios de tráfico. Disponible en: https://www.lasprovincias.es/horta-morvedre/fuente-jarro-reclama-20171118010948-ntvo.html

Levante (2012). Fuente del Jarro, el polígono más completo. Disponible en: https://www.levante-emv.com/ingenio/2012/09/20/fuente-jarro-poligono-completo/937483.html

Long, J. S., & Freese, J. (2006). Regression models for categorical dependent variables using Stata. Stata press.

Luo X, Bhattacharya CB. 2006. Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. Journal of Marketing 70(4): 1–8.

Margolis JD, Walsh J (2003) Misery loves companies: rethinking social initiatives by business. Adm Sci Q 48(2):265–305

Martínez, C., García, P., and Martínez, P. (2017). SMEs Access to finance and the value of supplier financing. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 46(4), 455-483.

McKnight, D. H., L. L. Cummings, N. L. Chervany. 1998. Initial trust formation in new organizational relationships. Acad. Management Rev. 23(3) 473–490.

Michelon G. 2011. Sustainability disclosure and reputation: A comparative study. Corporate Reputation Review 14(2): 79–96.

Miller, D., Le Breton, I., and Lester, R. (2011). Family and Lone Founder Ownership and Strategic Behaviour: Social Context, Identity, and Institutional Logics. *Journal of Management Studies, 48*(1), 1-25

Miller, D., Le Breton, I., Lester, R. and Cannella, A. (2007). Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance, 13*, 829-858.

Mishra, A. K. 1996. Organizational responses to crisis: The centrality of trust. R. M. Kramer, T. R. Tyler, eds. Trust in Organizations: Frontiers of Theory and Research. Sage, Thousand Oaks, CA, 261–287.

Mitchell, R., Agle, B. y Wood, D. (1997). Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts. The Academy of Management Review Vol. 22, No. 4 (Oct., 1997), pp. 853-886.

Mitchell, Ronald K., Bradley R. Agle, and Donna J. Wood. 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.

Myers SC, Majluf NS (1984) Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. J Financ Econ 13:187–221

Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. Journal of financial economics, 5(2), 147-175.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of financial economics, 13(2), 187-221.

Neckebrouck, J., Schulze, W. & Zellweger, T. (2018). Are family firms good employers*?, Academy of Management Journal, 61*(2): 553-585.

Nelson, R. R., & Winter, S. G. (1982). The Schumpeterian tradeoff revisited. The American Economic Review, 72(1), 114-132.

Norman, W., & MacDonald, C. (2004). Getting to the bottom of triple bottom line. Business Ethics Quarterly, 14, 243-262.

Orlitzjy, M., Schmidt, F.L. and Rynes, S.L. (2003), "Corporate social and financial performance: a meta-analysis", Organizations Studies, Vol. 24 No. 3, pp. 403-441.

Orlitzky M (2001) Does firm size confound the relationship between corporate social performance and financial performance. J Bus Ethics 33:167–180

Pasta, D. (2018). Learning when to be discrete: continuous vs. categorical predictors. Paper 248–2009, SAS Global Forum.

Pennman, S. H. (2007). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, 3ª Edición, McGraw-Hill, International Edition.

Perrini, F., & Tencati, A. (2006). Sustainability and stakeholder management: The need for new corporate performance evaluation and reporting systems. Business Strategy and the Environment, 15, 296-308.

Peteraf, M. A. (1993). The cornerstones of competitive advantage: a resource-based view. Strategic management journal, 14(3), 179-191.

Petersen, M.A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: comparing approaches. *Review of Financial Studies, 22*(1), 435–480

Petter, S., Straub, D. W., & Rai, A. (2007). Specifying formative constructs in information systems research. MIS Quarterly, 31(4), 657-679.

Pirson, M. y Malhotra, D. (2011). Foundations of organizational trust: What matters to different stakeholders). Organization Science, 22(4), 1087-1104.

Poutziouris. P. Savva, C. and Hadjielias, E. (2015). Family involvement and firm performance: Evidence from UK listed firms. *Journal of Family Business Strategy*, *6*, 14-32.

Prado-Lorenzo JM, Gallego-Álvarez I, García-Sánchez IM. 2009a. Características del consejo de administración e información en materia de responsabilidad social corporativa. Revista Española de Financiación y Contabilidad 141: 107–135.

Prado-Lorenzo JM, García-Sánchez IM. 2010. The role of the board of directors in disseminating relevant information on greenhouse gases. Journal of Business Ethics 97: 391–424.

Reed, R., & DeFillippi, R. J. (1990). Causal ambiguity, barriers to imitation, and sustainable competitive advantage. Academy of management review, 15(1), 88-102.

Reinartz, W., Haenlein, M., & Henseler, J. (2009). An empirical comparison of the efficacy of covariance-based and variance-based SEM. International Journal of research in Marketing, 26(4), 332-344.

Rogers, K., & Hudson, B. (2011). The triple bottom line: The synergies of transformative perceptions and practices for sustainability. OD Practitioner—Journal of the Organization Development Network, 43(4), 3-9.

Rosenbaum, P. R., Rubin, D. B. (1983), „The central role of the propensity score in observational studies for causal effects", *Biometrika, 70*, 41-55.

Schaltegger, S., Hörisch, J. y Freeman, R. 2017. Business cases for sustainability: a stakeholder theory perspective. Organización & Environment, 32(3), 1-22.

Solomon JF. 2007. Corporate Governance and Accountability. Wiley: New York

Stamford, CT: Cengage Learning.

Teece, D.J., Pisano, G. & Shuen, A. (1998). Dynamic capabilities and strategic management. Strategic Management Journal, 18(7), 509-533.

Thompson, S. (2011). Simple formulas for standard errors that cluster by both firm and time. *Journal of Financial Economics, 99*, 1–10.

Titman, S. 1984. The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. Journal of Financial Economics 13(1), 137-151.

Toms JS. 2002. Firms Resources, Quality Signals and the Determinants of Corporate Environmental Reputation: Some UK Evidence. The British Accounting Review 34(3): 257–282.

Tschannen-Moran, M. 2000. Collaboration and the need for trust. J. Ed. Admin. 39(4) 308–331.

Turnbull, S. 2002. A New Way to Govern: Organizations and Society. After Enron. New Economics Foundation, London.

Unerman J, Bebbington J, O'Dwyer B. 2007. Sustainability, Accounting and Accountability. Routledge: London

Van der Walt N. 2004. Corporate governance, institutional investors and conflicts of interest. Corporate Governance 12(4): 534–551.

Venkatraman, N. and Ramanujam, V. (1987). Measurement of business economic performance: an examination of method convergence. *Journal of Management, Spring*, 109–122.

Von Weizsäcker, E. U., Hargroves, K., Smith, M., Desha, C., & Stasinopoulos, P. (2009). Factor five: Transforming the global economy through 80% improvements in resource productivity. London, England: Earthscan

Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic management journal*, *5*(2), 171-180.

Williams, L. J., Vandenberg, R. J., & Edwards, J. R. (2009). 12 structural equation modeling in management research: A guide for improved analysis. Academy of Management Annals, 3(1), 543-604.

Williams, R. (2016). Ordinal independent variables. University of Notre Dame.

Windsor, D. 1992. Stakeholder management in multinational enterprises. In S. N. Brenner & S. A. Waddock (Eds.), Proceedings of the Third Annual Meeting of the International Association for Business and Society: 121-128. Leuven, Belgium.

Wold, H., 1985. Partial least squares. In: Kotz, S., & Johnson, N.L. (Eds.). Encyclopedia of Statistical Sciences, Vol. 6 (p.p. 581-591). NY: Wiley.

Wood, Donna J., and Raymond E. Jones 1995 'Stakeholder mismatching: A theoretical problem in empirical research on corporate social performance'. International Journal of Organizational Analysis 3: 229–267.

Zander, U., & Kogut, B. (1995). Knowledge and the speed of the transfer and imitation of organizational capabilities: An empirical test. Organization science, 6(1), 76-92.

Colección de Cuadernos de Trabajo de la CEIHUV

01. *La empresa social*. Grueso Gala, Melanie; Camisón Haba, Sergio. ISBN 978-84-9133-109-4

02. *La responsabilidad social corporativa y el Índice FTSE4Good IBEX. Un estudio sobre el impacto en el valor de la empresa*. Fornés Signes, Cristina. ISBN 978-84-9133-120-9

03. *Responsabilidad social corporativa: aplicación al sector de panadería y bollería industrial en España*. Miñana Lloret, Esther. ISBN 978-84-9133-121-6

04. *Hacia la consolidación de un modelo de Parque Industrial Ecológico: Revisión de los fundamentos teóricos, estrategias de desarrollo y principales casos paradigmáticos*. Forés Julián, Beatriz; Puig Denia, Alba; Fernández Yáñez, José María. ISBN 978-84-9133-164-3

05. *El papel de las tecnologías de la información a la consecución de los objetivos en materia de sostenibilidad: un análisis centrado en la empresa*. Forés Julián, Beatriz; Fernández Yáñez, José María; Puig Denia, Alba; Ferrer Gilabert, Sergio.

06. *Guía práctica para la implantación del Reporting No Financiero*. Camisón Zornoza, César; Clemente Almendros, José Antonio; Camisón-Haba, Sergio; Grueso Gala, Melanie; López-Trigo Reig, María; Fernández Yáñez, José María.

07. *Acciones para la gestión de la innovación cooperativa y el aprendizaje en áreas industriales: la experiencia del Polígono Industrial Fuente del Jarro*. Camisón Zornoza, César; Forés Julián, Beatriz; Fernández Yáñez, José María.

08. *Reporting No Financiero: una demostración empírica de los efectos de la transparencia informativa sobre el desempeño organizativo*. Camisón Zornoza, César; Clemente Almendros, José Antonio; Camisón-Haba, Sergio; López-Trigo Reig, María; Grueso Gala, Melanie.