

“Responsabilidad Social Corporativa y Performance Financiero: Treinta y Cinco Años de Investigación Empírica en Busca de un Consenso”

Francisco Gómez García
Departamento de Teoría Económica y Economía Política
Universidad de Sevilla
e-mail: fgomez@us.es
Tlfno.: 954551579

Resumen: El objetivo de esta comunicación consiste, en primer lugar, en ofrecer un mapa de todas las posibles relaciones teóricas entre la RSC y el PF. En segundo lugar, se sistematiza la evidencia empírica disponible a nivel internacional buscando una posición de consenso sobre la misma. Para ello, tras analizar los problemas metodológicos más habituales en este tipo de literatura, se presta especial interés a las investigaciones meta-analíticas aparecidas en los últimos años. Concluimos, especialmente en lo que llevamos de siglo XXI, que existe una clara vinculación positiva entre RSC y PF.

Palabras clave: Ética empresarial, responsabilidad social corporativa, performance financiero, reputación empresarial, meta-análisis.

1. Introducción.

La investigación empírica dentro del campo de la Ética Empresarial lleva mucho tiempo centrada en el intento de establecer una conexión (positiva) entre la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) y el Performance Financiero (PF). Estos estudios aparecieron por primera vez a principios de los 70¹ -véase Moskowitz (1972)-, y lo hicieron como una especie de antídoto frente a una corriente de opinión bastante escéptica respecto a la RSC (Friedman, 1970). El título del artículo de Milton Friedman resume muy gráficamente dicho escepticismo: “*The social responsibility of business is to increase its profits*”.

Han pasado treinta y cinco años y el estudio empírico de dicho vínculo continúa atrayendo el interés de los investigadores, de las empresas (directivos), de los *policy makers* y de la sociedad en general. Y es que, aunque los investigadores han acumulado decenas de trabajos empíricos sobre el tema en las tres últimas décadas, por ejemplo Allouche y Laroche (2005) reconocen recientemente que los resultados no son totalmente concluyentes.

¿Por qué es relevante el estudio de la conexión entre la RSC y el PF? En primer lugar, como argumento de legitimación interno para las empresas en lo que se refiere a la integración de las prácticas de RSC en su gestión estratégica. Y, en segundo lugar, como evidencia que puede orientar las campañas institucionales (nacionales e internacionales) de difusión de este tipo de prácticas.

En este contexto, el objetivo de esta comunicación consiste, en primer lugar, en ofrecer un mapa de todas las posibles relaciones entre la RSC y el PF. En segundo lugar, se sistematiza la evidencia empírica disponible a nivel internacional buscando una posición de consenso sobre la misma.

En el apartado segundo se relacionan todas las posibles hipótesis sobre el vínculo entre la RSC y el PF. Teniendo este marco teórico como referencia, en el apartado tercero se analiza la literatura empírica aparecida en los últimos treinta y cinco años. En el apartado cuarto se enumeran los problemas metodológicos que, hasta la fecha, han impedido alcanzar un consenso. Precisamente, este consenso está siendo facilitado por estudios meta-analíticos recientes, como los que recogemos en el apartado quinto. Por último, en el apartado final no solo planteamos las conclusiones de nuestra comunicación sino que presentamos una serie de recomendaciones de cara a los futuros trabajos sobre la relación RSC-PF.

2. La vinculación RSC-PF: marco teórico y tipología.

La investigación sobre dicho vínculo puede dividirse en dos categorías: estudios teóricos y estudios empíricos. En este apartado nos centramos en los primeros, que están basados en un marco conceptual desde el que se intenta explicar la naturaleza de la relación entre la RSC y el PF. Aunque la cuestiones medioambientales, al tener una naturaleza biofísica, son diferentes de las puramente sociales, los marcos teóricos que han sido desarrollados son validos para ambas dimensiones de la RC. En adelante nosotros las englobaremos bajo el acrónimo RSC.

Los marcos teóricos difieren en términos del signo de la relación y de la secuencia causal -Preston y O'Bannon (1997)-:

- a) Signo de la relación : positivo, negativo o neutral (relación no significativa).
- b) Secuencia causal: habitualmente se ha realizado el contraste con la RSC como variable independiente, pero también puede ser la variable dependiente.

Además, es posible que el vínculo sea sinérgico.

¹ Preston y O'Bannon (1997) afirman que dicha vinculación empírica es un tópico de interés y controversia desde la primera mitad del siglo XX y se remontan al trabajo de Dodd (1932).

A continuación presentamos el cuadro 1, donde resumimos todas estas posibles relaciones teóricas.

Cuadro 1. Tipologías de la relación RSC-PF.

SECUENCIA CAUSAL	SIGNO DE LA RELACIÓN		
	Positivo	Neutral	Negativo
RSC \Rightarrow PF	Hipótesis del impacto social	Hipótesis de las variables “moderadoras”	Hipótesis del <i>trade-off</i>
PF \Rightarrow RSC	Hipótesis de la disponibilidad de fondos		Hipótesis del oportunismo de los directivos
RSC \Leftrightarrow PF	Sinergia positiva		Sinergia negativa

Fuente: Preston y O’Bannon (1997) y elaboración propia.

A continuación describimos brevemente estas siete hipótesis:

1) Hipótesis del impacto social (niveles más altos –bajos- de RSC conducen a niveles más altos –bajos- de PF). La teoría *stakeholder* sugiere esta asociación positiva –véase Freeman (1984)- porque la RSC permite satisfacer a varios *stakeholders*, lo que conduce a mejorar la reputación externa de la empresa y, por tanto, el PF. De forma simétrica, como apuntan Cornell y Shapiro (1987), el fallo en cubrir estas necesidades de los *stakeholders* genera un deterioro de la reputación, lo que provoca un incremento de la prima de riesgo de la empresa y finalmente el PF se ve afectado. Así, los costes actuales de la RSC son mínimos comparados con sus potenciales beneficios.

2) Hipótesis de la disponibilidad de fondos (niveles más altos –bajos- de PF conducen a niveles más altos –bajos- de RSC). Otra posibilidad, aún contemplando una vinculación positiva, es que el sentido de la causalidad sea inverso –véase Waddock y Graves (1997b)-. Aunque las empresas pueden desear el seguimiento continuo de las reglas

normativas de una buena ciudadanía corporativa, su actual comportamiento puede depender de la disponibilidad de recursos. Así, una forma de contrastar esta hipótesis es considerando la variable PF como exógena y retardada.

3) Sinergia positiva (existe una sinergia positiva entre la RSC y el PF). Esta hipótesis sugiere que existe un círculo virtuoso entre las variables implicadas: una mayor RSC conduce a una mejor PF, lo que a su vez permite una mejor gestión y comunicación de la RSC –véase Waddock y Graves (1997a)-.

4) Hipótesis del *trade-off* (niveles más altos –bajos- de RSC conducen a niveles más bajos –altos- de PF). Esta hipótesis refleja el argumento neoclásico de Friedman (1962, 1970) según el cual las empresas sólo tienen una responsabilidad social: incrementar sus beneficios. Así, al incrementar la RSC las empresas incurren en costes innecesarios y, situándose en una posición de desventaja respecto a sus competidores, reducen su rentabilidad.

5) Hipótesis del oportunismo de los directivos (niveles más altos –bajos- de PF conducen a niveles más bajos –altos- de RSC). Se argumenta frecuentemente en la literatura que los directivos de las empresas pueden perseguir sus propios objetivos privados, lo que puede ir en detrimento de los propietarios y otros *stakeholders* (Williamson, 1967 y 1985). Así, puede ocurrir que cuando el PF sea elevado, los directivos reduzcan la RSC para maximizar sus ingresos personales a corto plazo. De la misma forma, si el PF es bajo, los directivos pueden intentar justificar estos malos resultados embarcándose en programas sociales llamativos.

6) Sinergia negativa (existe una sinergia negativa entre la RSC y el PF). De la misma forma que puede existir un círculo virtuoso, si combinamos la hipótesis del *trade-off* y la del oportunismo de los directivos encontraremos un círculo vicioso entre las variables implicadas –véase Preston y O’Bannon (1997)-.

7) Hipótesis de las variables “moderadoras” (no existe una relación clara y significativa entre la RSC y la PF). Según esta hipótesis, como veremos en el apartado cuarto, existen muchas variables -como el gasto en I+D+i- que pueden moderar dicha vinculación. Esto puede explicar el hecho de que en algunos estudios no se encuentren correlaciones concluyentes entre la RSC y el PF –véase McWilliams y Siegel (2001)-.

Aunque lo habitual ha sido trabajar con un modelo lineal², también es plausible considerar la posibilidad de que la relación sea no lineal, por ejemplo que la relación entre la RSC y el PF tenga la forma de una U invertida, Así, existiría un nivel óptimo de RSC y las desviaciones del mismo estarán asociadas con bajos niveles de la PF. Esto ofrece una explicación plausible al fallo de muchos estudios empíricos a la hora de encontrar un vínculo simple entre dichas variables³.

Desde nuestro punto de vista es muy importante el discernimiento previo del marco teórico sobre la relación RSC-PF. Este ha sido precisamente uno de los principales déficits que hemos encontrado en la literatura empírica que sistematizamos a continuación.

3. La vinculación RSC-PF: una sistematización del trabajo empírico.

A lo largo de las últimas décadas se han implementado distintos estudios instrumentales para contrastar las hipótesis esbozadas en el apartado anterior, esto es, para intentar confirmar el signo de la relación entre la RSC y el PF y, en su caso, la secuencia causal entre dichas variables. Podemos dividir este cuerpo de literatura en dos grupos: los casos de estudio cualitativos y los análisis cuantitativos.

² Es importante resaltar que todas las tipologías recogidas en el cuadro 1 se insertan en un marco lineal.

³ Esta relación fue descubierta por Bowman y Haire (1975). Trabajos posteriores en la misma línea son los de Sturdivant y Ginter (1977), Lankoski (2000), Moore (2001) y Barnett y Salomón (2006).

Los casos de estudio se refieren a cuestiones tales como la evitación de riesgos (por ejemplo, medioambientales) y la sostenibilidad de las empresas como parte de la excelencia empresarial (Weiser y Zadek, 2000). Estos estudios tienen principalmente dos problemas: 1) La evidencia presentada no es demasiado robusta, pues está basada en datos cualitativos; y 2) Su aplicabilidad es limitada, siendo solamente válidos para una sola empresa o, como mucho, para un sector específico.

Los análisis cuantitativos están basados fundamentalmente en dos metodologías diferentes:

1) En primer lugar está el método denominado “event studies” en el que se valora el impacto de una buena o una mala RSC⁴ en el precio de las acciones de las empresas. Aunque en algunos casos se detectan movimientos en dichos precios, hay que tener en cuenta que estos estudios son a muy corto plazo, incluso algunas veces limitados a unos pocos días⁵.

2) En segundo lugar, los análisis multivariantes examinan las vinculaciones entre distintas medidas de las variables RSC y PF. Además, algunos estudios también controlan por la influencia de factores moderadores potenciales tales como el tamaño de la empresa y el riesgo.

Teniendo en cuenta las consideraciones anteriores, el análisis multivariante es el marco más adecuado para discernir entre las hipótesis que planteamos en el apartado anterior. Así, la ecuación tipo estimada en estos estudios empíricos es la siguiente:

$$PF = \alpha + \beta RSC + \delta VC + \varepsilon; \quad (1)$$

⁴ Se trata de noticias o anuncios realizados por parte de la empresa, que tienen importancia desde el punto de vista de la RSC.

⁵ Callado y Utrero (2005), tras construir una muestra con las empresas españolas participantes en el IBEX-35, concluyen que el mercado español no presenta reacciones significativas a los anuncios de políticas de RSC. Como reconocen los propios autores, se hace necesario un estudio para distintos años pues su análisis se limita a un corte transversal para el año 2003.

donde VC son las variables de control (tamaño de la empresa, tipo de industria, I+D+i, riesgo, etc.) que, en su caso, van a moderar la relación RSC-PF; y ε es el término de error.

Por tanto, es fundamental (suponiendo de momento que el PF es la variable endógena) el signo de β . En el cuadro 2, que presentamos a continuación, sistematizamos este cuerpo de literatura empírica publicada durante los últimos treinta y cinco años. La búsqueda electrónica se ha realizado utilizando las siguientes bases de datos: ABI INFORM Global, Business Source Premier, EconLit y ScienceDirect.

Cuadro 2. Relación entre la RSC y el PF en 140 estudios empíricos.

DÉCADA	SIGNO DE LA RELACIÓN		
	Positivo	Neutral (no concluyente)	Negativo
70	<p><u>13 estudios</u></p> <p>Moskowitz (1972) Bragdon y Marlin (1972) Parket y Eilbert (1975) Moskowitz (1975) Reimann (1975) Belkaoui (1976) Heinze (1976) Sturdivant y Ginter (1977) Ingram (1978) Bowman (1976) Preston (1978) Spicer (1978) Anderson y Frankle (1979)</p>	<p><u>7 estudios</u></p> <p>Fogler y Nutt (1975) Bowman y Haire (1975) Buehler y Shetty (1976)* Fry y Hock (1976) Alexander y Buckholz (1978) Bowman (1978) Abbott y Monsen (1979)</p>	<p><u>1 estudio</u></p> <p>Vance (1975)</p>
80	<p><u>18 estudios</u></p> <p>Levy y Shatto (1980)* Maddox y Siegfried (1980)* Kedia y Kuntz (1981) Fry <i>et al.</i> (1982)* Shane y Spicer (1983) Cochran y Wood (1984) Mills y Gardner (1984)* Stevens (1984) Newgren <i>et al.</i> (1985) Conine y Madden (1986) Marcus y Goodman (1986)* Cowen <i>et al.</i> (1987)* Spencer y Taylor (1987) Wokutch y Spencer (1987) Clarkson (1988) Navarro (1988)* Lerner y Fryxell (1988)* McGuire <i>et al.</i> (1988)*</p>	<p><u>11 estudios</u></p> <p>Chen y Metcalf (1980) Freedman y Jaggi (1982) Ingram y Frazier (1983) Freedman y Jaggi (1986) Mahapatra (1984) Aupperle <i>et al.</i> (1985) Freedman y Jaggi (1986) Rockness <i>et al.</i> (1986) Lashgari y Gant (1989) Belkaoui y Karpik (1989) O'Neill <i>et al.</i> (1989)</p>	

90	<p><u>36 estudios</u></p> <p>Cottrill (1990)* Holman <i>et al.</i> (1990) Morris <i>et al.</i> (1990) Preston y Sapienza (1990) Coffey y Fryxell (1991) Freedman y Stagliano (1991) Riahi-Belkaoui (1991)* Roberts (1992)* Herremans <i>et al.</i> (1993) Luck y Pilotte (1993) Blacconiere y Patten (1994) Brown y Perry (1994)* Dooley y Lerner (1994)* Johnson y Greening (1994) Simerly (1994) Porter y van der Linde (1995) Wright <i>et al.</i> (1995) Hart y Ahuja (1996) Klassen y McLaughlin (1996) Nehrt (1996) D'Antonio <i>et al.</i> (1997) Blacconiere y Northcut (1997) Galaskiewicz (1997)* Griffin y Mahon (1997) Konar y Cohen (1997)* Posnikoff (1997) Preston y O'Bannon (1997)* Russo y Fouts (1997) Waddock y Graves (1997)* Tichy <i>et al.</i> (1997) Travers (1997) Judge y Douglas (1998) Verschoor (1998) Klassen y Whybark (1999) Roman <i>et al.</i> (1999) Verschoor (1999)</p>	<p><u>26 estudios</u></p> <p>Fombrun y Shanley (1990) McGuire <i>et al.</i> (1990)* Patten (1990) Patten (1991)* Hylton (1992) Luther <i>et al.</i> (1992) Hamilton <i>et al.</i> (1993) Blackburn <i>et al.</i> (1994) Luther y Matatko (1994) Diltz (1995) Greening (1995) Mallin <i>et al.</i> (1995) Kurtz y DiBartolomeo (1996) Pava y Krausz (1996) Brown (1997) Gregory <i>et al.</i> (1997) Guerard (1997a) Guerard (1997b) McWilliams y Siegel (1997) Sauer (1997) Reyes y Grieb (1998) Berman <i>et al.</i> (1999) Hickman <i>et al.</i> (1999) Johnson y Greening (1999)* Ogden y Watson (1999) Teoh <i>et al.</i> (1999)</p>	<p><u>6 estudios</u></p> <p>Mueller (1991) Teper (1992) Meznar <i>et al.</i> (1994) Boyle <i>et al.</i> (1997) Kahn <i>et al.</i> (1997) Wright y Ferris (1997)</p>
-----------	---	--	---

00	<u>16 estudios</u>	<u>6 estudios</u>	
	Christmann (2000)	McWilliams y Siegel (2000)	
	Dowell <i>et al.</i> (2000)	Hillman y Keim (2001)	
	Graves y Waddock (2000)	Moore (2001)	
	Jones y Murrell (2001)	Elsayed y Paton (2005)	
	Konar y Cohen (2001)	Callado y Utrero (2005)	
	Bragdon y Karash (2002)	Barnett y Salomon (2006)	
	Epstein y Schnietz (2002)		
	Orlitzky <i>et al.</i> (2003)*		
	Boutin y Savaria (2004)		
	Tsoutsoura (2004)		
	Allouche y Laroche (2005)*		
	Heese (2005)		
	Salama (2005)		
	Bartkus <i>et al.</i> (2006)		
	Peloza (2006)		
	Wu (2006)*		

(*) Estudios en los que también se considera la RSC como variable dependiente.

Fuente: Griffin y Mahon (1997), Margolis y Walsh (2003) y elaboración propia.

De un análisis detenido del cuadro 2 se obtienen las siguientes conclusiones:

- 1) Una simple compilación de los resultados empíricos obtenidos hasta la fecha sugiere que existe, en general, una clara asociación positiva entre RSC y PF. Apenas existen estudios que encuentren una vinculación negativa, con la excepción de la década de los noventa donde aparecen seis estudios de este tipo. Sin embargo, es importante matizar que en algunos de estos casos la relación negativa se debe al impacto que determinadas acciones negativas (prácticas corporativas ilegales) ejercen sobre el mercado.
- 2) A partir de lo anterior puede afirmarse que la mayoría de este tipo de literatura empírica apoya la idea de que como mínimo una buena gestión y comunicación de la RSC no conduce a una baja PF. Por tanto parece rechazarse la hipótesis del *trade-off* a favor de la hipótesis del impacto social.

3) En los estudios en los que la RSC se toma como variable endógena en ningún caso se encuentra evidencia de relación negativa, por lo que podemos rechazar, en base a esta muestra de estudios empíricos, la hipótesis del oportunismo de los directivos a favor de la hipótesis de la disponibilidad de fondos. De forma indirecta también podemos rechazar la hipótesis de la sinergia negativa.

4) Apenas podemos decir nada de la hipótesis de la sinergia positiva pues sólo hemos encontrado cuatro estudios en los que la relación entre la RSC y el PF se estudia en ambas direcciones.

5) Además, podemos observar que cada vez el número de resultados positivos es mayor, a costa de los neutrales que van disminuyendo y, sobre todo, los negativos (que aparecieron en la década de los 90), que desaparecen en lo que llevamos de siglo. Esto es coherente con el hecho de que la RSC es una innovación empresarial que, como la I+D+i, necesita un periodo de maduración (importancia del medio y largo plazo en la gestión de los activos intangibles). Además, la RSC tiene una naturaleza claramente estratégica y no puede ceñirse a acciones meramente puntuales. Esta falta de coherencia es la que está detrás de algunos de los casos en que la RSC parecía tener un impacto negativo en el PF.

6) Por último, es evidente que en muchos estudios no se obtienen resultados concluyentes o la relación RSC-PF no es estadísticamente significativa. Aquí es donde entra en juego la hipótesis de las variables “moderadoras” que analizamos en mayor profundidad en el siguiente apartado.

4. Consideraciones metodológicas.

Hay que tener en cuenta que ya se conocen algunas de las razones de la existencia de bastantes estudios no concluyentes: ausencia de un marco teórico sólido y unificado, y diferencias conceptuales y metodológicas en las definiciones de la RSC y el PF -Garriga y Melé (2004)-.

En esta línea no hay que olvidar las limitaciones de esta revisión de trabajos empíricos -Fernández *et al.* (2005)-:

- 1) En primer lugar, la existencia de múltiples medidas de RSC y de PF dificulta su homogeneización y estandarización. Este aspecto dificulta la posible comparación de los trabajos y el poder llegar a una conclusión unánime.
- 2) En segundo lugar, como hemos señalado en el apartado anterior, hay que tener en cuenta que el tamaño de la compañía, el tipo de industria, el riesgo o las inversiones en I+D+i tienen una influencia directa en la relación RSC-PF, por lo que aquí nos encontramos con un segundo tipo de problema de homogeneización.
- 3) Y, por último, la mayoría de los estudios recogidos en la tabla 2 se basan en empresas americanas o inglesas, por lo que se podría plantear la hipótesis de que el comportamiento podría ser diferente si se analizar otro tipo de empresas que difirieran de la idiosincrasia de estas. Evidentemente aquí se hace necesaria una mayor investigación de la relación RSC-PF entre las empresas europeas, en general, y entre las españolas, en particular.

Además, Chand y Fraser (2006) han demostrado que estos estudios tienen más validez (mayor consistencia) si se concentran en una industria o sector concreto (lo habitual han sido estudios transversales de empresas situadas en industrias diferentes). Teniendo en cuenta lo anterior, la mejor manera de controlar por el sector es centrarse

en el análisis de sectores específicos –véase, por ejemplo, Simpson y Kohers (2002) para la industria bancaria-.

Por otro lado, como señalan Salzmann *et al.* (2005), tampoco está resuelta la cuestión del sentido de la causalidad en el vínculo RSE-PF. El no haber tenido en cuenta este problema de endogeneidad –como señalábamos en el apartado anterior, sólo cuatro estudios consideraban la posibilidad de la doble dirección de la causalidad- es otra razón que puede explicar la falta de consistencia de algunas de las estimaciones citadas, pues el método de variables instrumentales es el más adecuado en estos casos. Evidentemente se hacen necesarios estudios longitudinales –un paso intermedio sería aplicar técnicas de estimación de Datos de Panel- e implementar estimaciones tipo Mínimos Cuadrados en dos o tres etapas.

Por último, hay que tener en cuenta que la aproximación metodológica que caracteriza cada estudio –incluido el hecho de la muestra sea grande o pequeña; el tipo de medida utilizada para el PF (basada en el mercado o en la contabilidad); y la medida utilizada para la RSC (*ratings*, encuestas, etc.)- se examinan explícitamente en los meta-análisis que recogemos en el siguiente apartado.

5. La investigación meta-analítica del vínculo RSC-PF.

Recientemente, han aparecido dos estudios muy relevantes de cara a alcanzar un consenso en este tipo de literatura, pues en ellos se realiza un meta-análisis que, como sabemos, consiste en una integración estadística de los datos acumulados a lo largo de muchos estudios distintos –véase Stanley (2001)-. Así, se controla los errores de medición y muestreo que distorsionan los resultados de los estudios individuales –véase Orlitzky *et al.* (2003) y Allouche y Laroche (2005)-.

En este contexto analítico, Orlitzky *et al.* (2003) –integrando treinta años de investigación- concluyen que existe una asociación positiva entre la RSC y el PF en distintas industrias (hipótesis del impacto social). Así, se confirman las conclusiones de Frooman (1997), basado en la metodología *event studies*, que apoyan la validez del “propio interés” en la arena de la Responsabilidad Social. Además, estos autores demuestran que la relación positiva universal varía (desde muy positiva hasta modestamente positiva) debido a contingencias, como los efectos de la reputación – mediador clave en la relación- o las distintas medidas utilizadas para la RSC y el PF. Además, lo que consideramos crucial, parece que la RSC y el PF se afectan mutuamente a través de un círculo virtuoso (sinergia positiva: hipótesis de la disponibilidad de fondos + hipótesis del impacto social). Evidentemente, se rechaza la hipótesis neoclásica del *trade-off*.

Más recientemente, el trabajo de Allouche y Laroche (2005), en el mismo contexto de revisión meta-analítica, va más allá del trabajo de Orlitzky *et al.* (2003) al menos en tres cuestiones. En primer lugar su meta-análisis se basa en una muestra más amplia de estudios publicados (82 versus 53), lo que permite una mejor estimación del valor poblacional de la relación RSC-PF. En segundo lugar, se acumula investigación de otros países, aparte de EE.UU. como Orlitzky *et al.* (2003), fundamentalmente considerando también estudios del Reino Unido. Y, en tercer lugar, se presta especial atención a la valoración empírica de la hipótesis de la disponibilidad de fondos (PF como variable independiente).

Teniendo en cuenta las diferencias anteriores, el meta-análisis de Allouche y Laroche (2005) refuerza las conclusiones alcanzadas por Orlitzky *et al.* (2003). Así, se llega a la conclusión de que la RSC tiene un impacto positivo sobre el PF, aunque es más fuerte en el contexto del Reino Unido. Su análisis identifica factores específicos

que pueden realzar o, en su caso, restringir el efecto de la RSC. Por ejemplo, encuentran evidencia de que la reputación amplifica la relación positiva RSC-PF y, por otro lado, parece que los meros anuncios de la RSC no tienen un fuerte efecto sobre el PF. También identifican los efectos de la especificación respecto a la industria, el riesgo, intensidad en I+D+i y el tamaño de la compañía, obteniéndose que sólo esta última variable de control es relevante⁶.

6. Reflexiones finales: un mapa para la investigación empírica futura.

Por último, recogemos no sólo el hilo conductor de la comunicación sino que se dibuja un mapa donde se recogen las principales recomendaciones para llevar esta literatura a una mayor coherencia metodológica. A luz del análisis anterior, podemos plantear las siguientes implicaciones:

- 1) Ya existe suficiente evidencia que sustenta la existencia de un claro efecto positivo de la RSC sobre el PF (hipótesis del impacto social). De la misma forma no existe un *trade-off* entre el performance social y económico (se rechaza la hipótesis del *trade-off*). Esta evidencia debería cambiar cierta visión escéptica que todavía existe hacia la RSC, aunque sin olvidar que todavía nos enfrentamos a desafíos éticos –véase Husted y Allen (2000)-
- 2) La RSC deriva su instrumentalidad de las ganancias de reputación (gestión de *stakeholders* e importancia de los medios de comunicación) y la disminución de riesgos (por ejemplo medioambientales).
- 3) Recientemente, aunque no es un tema muy investigado en la literatura, parece cobrar relevancia la hipótesis de la sinergia positiva. Así, un buen PF permite implementar una buena RSC (hipótesis de la disponibilidad de fondos), lo que

⁶ Wu (2006) plantea un meta-análisis de la relación RSC-PF prestando especial atención a la variable tamaño de la empresa.

introduce a las empresa en un círculo virtuoso, pues el retorno de una una buena RSC es nuevamente un mayor PF (hipótesis del impacto social). Evidentemente también puede alterarse el orden de cumplimiento de ambas hipótesis.

- 4) En lo que llevamos de siglo las vinculaciones negativas entre RSC y PF han desaparecido, imponiéndose claramente –sobre todo a partir de los meta-análisis- las positivas. Siguen apareciendo algunos resultados neutrales que se explican por la persistencia de ciertos problemas metodológicos y, lo que requiere mayor consideración, por la posibilidad de que estemos ante una relación no lineal. Si la empresa no ha llegado al óptimo, la relación sigue siendo claramente positiva. En este punto es muy importante dar respuestas –a nivel de empresa y de sector- teóricas y empíricas a la pregunta: ¿Cuál es el nivel óptimo de internalización de las externalidades positivas y negativas?
- 5) Dado lo anterior, los directivos deberían gestionar y comunicar la RSC como parte de su estrategia para alcanzar un buen PF. Además, respecto al debate legislación/voluntariedad, la RSC parece imponerse como un proceso evolutivo natural de mercado (importancia de la emulación de las ventajas competitivas). A las razones éticas (normativas) a favor de la RSC se le unen razones prácticas (instrumentales). Pero la RSC deriva básicamente su instrumentalidad de las ganancias de reputación y de la reducción de riesgos, por lo que ambas razones son complementarias y, además, inseparables.

Por otra parte, de cara a los análisis futuros sobre la relación RSC-PF, sería recomendable tener en cuenta las siguientes consideraciones:

- 1) Desde la publicación del trabajo de Moskowitz (1972) se ha acumulado una gran cantidad de trabajos empíricos sobre los efectos de la RSC. Sin embargo, en la inmensa mayoría de estos trabajos se echa en falta un marco teórico y

conceptual que se constituya en la referencia de los contrastes realizados. Creemos que esta es una línea de avance de este cuerpo de literatura, como ya avanzamos en el apartado segundo –por ejemplo, en el trabajo reciente de Marom (2006) se propone una teoría unificada del vínculo RSC-PF-. Esta es una cuestión crucial pero no resuelta, asociada a la dificultad de asignar valor de forma ortodoxa a activos intangibles como la RSC.

- 2) En la línea anterior sería interesante discriminar entre los distintos componentes de la RSC (según el *stakeholder* afectado) para posteriormente vincular empíricamente dichos componentes individuales al PF.
- 3) Parece importante, de cara a la consistencia de los resultados, y para no mezclar empresas situadas en sectores muy diferentes, realizar estudios sectoriales, aun con el riesgo de no alcanzar conclusiones generalizables al resto de los sectores de la economía.
- 4) Debe explorarse más la posibilidad de un marco no lineal para analizar la relación de las variables implicadas. Esta puede ser la base para lograr una gestión *stakeholder* más metódica y con el objetivo final de situar la empresa en una región en que dicha relación es positiva.
- 5) No está resuelta la cuestión del sentido de la causalidad entre RSC y PF (hay que resolver el problema de la endogeneidad, por ejemplo aplicando el método de Mínimos Cuadrados en dos etapas). Además, dado la plausibilidad de la existencia de un desfase entre RSC y PF (y el largo periodo de maduración de las prácticas de RSC), se pone de manifiesto la conveniencia de realizar estudios longitudinales para evaluar dicha relación.

Por tanto, a la citada necesidad de mayor base teórica en este tipo de estudios, se le une la urgencia, por ejemplo en España, de construir mejores bases de datos sobre RSC necesarias para la implementación del trabajo empírico.

7. Referencias bibliográficas.

- Abbott, W.F. y Monsen, R.J. (1979): "On the Measurement of Corporate Social Responsibility: Self-reported Disclosures as a Method of Measuring Corporate Social Involvement", *Academy of Management Journal*, 22, pp. 501-515.
- Alexander, J.C. y Buchholz, R.A. (1978): "Corporate Social Responsibility and Stock Market Performance", *Academy of Management Journal*, 21, pp. 479-486.
- Allouche, J. y Laroche, P. (2005): "A Meta-Analytical Investigation of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance", *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, 57, pp. 18-41.
- Anderson, J.C. y Frankle, A.W. (1979): "Voluntary Social Reporting: An Iso-beta Portfolio Analysis", *Accounting Review*, 55, pp. 467-479.
- Aupperle, K.E., Carroll, A.B. y Hatfield, J.D. (1985): "An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability", *Academy of Management Journal*, 28, pp. 446-463.
- Barnett, M.L. y Salomon, R.M. (2006): "Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance", *Strategic Management Journal*, 27(11), pp. 1101.
- Bartkus, B., Glassman, M. y McAfee, B. (2006): "Mission Statement Quality and Financial Performance", *European Management Journal*, 24(1), pp. 86-94.
- Belkaoui, A. (1976): "The Impact of the Disclosure of the Environmental Effects of Organizational Behaviour on the Market", *Financial Management*, 5(4), pp. 26-31.
- Belkaoui, A. y Karpik, P.G. (1989): "Determinants of the Corporate Decision to Disclose Social Information", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 2, pp. 36-51.
- Berman, S.L., Wicks, A.C., Kotha, S. y Jones, T.M. (1999): "Does Stakeholder Orientation Matter? The Relationship between Stakeholder Management Models and Firm Financial Performance", *Academy of Management Journal*, 42, pp. 488-506.
- Blacconiere, W.G. y Northcut, W.D. (1997): "Environmental Information and Market Reactions to Environmental Legislation", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 12, pp. 149-178.

- Blacconiere, W.G. y Patten, D.M. (1994): "Environmental Disclosures, Regulatory Costs and Changes in Firm Value", *Journal of Accounting and Economics*, 18, pp. 357-377.
- Blackburn, V.L., Doran, M. y Shrader, C.B. (1994): "Investigating the Dimensions of Social Responsibility and the Consequences for Corporate Financial Performance", *Journal of Managerial Issues*, 6, pp. 195-212.
- Boutin-Dufresne, F. y Savaria, P. (2004): "Corporate Social Responsibility and Financial Risk", *Journal of Investing*, 13(1), pp. 57-67.
- Boyle, E.J., Higgins, M.M. y Rhee, S.G. (1997): "Stock Market Reaction to Ethical Initiatives of Defense Contractors: Theory and Evidence", *Critical Perspectives on Accounting*, 8, pp. 541-561.
- Bowman, E. H. y Haire, M. (1975): "A Strategic Posture Toward Corporate Social Responsibility", *California Management Review*, 18(2), pp. 49-58.
- Bowman, E.H. (1976): "Strategy and the Weather", *Sloan Management Review*, 17(2), pp. 49-62.
- Bowman, E.H. (1978): "Strategy, Annual Reports and Alchemy", *California Management Review*, 18(2), pp. 49-58.
- Bragdon, J.H. y Marlin, J.A.T. (1972): "Is Pollution Profitable?", *Risk Management*, 19(4), pp. 9-18.
- Bradgon, J.H. y karash, R. (2002): "Living-asset Stewardship: How Organizational Learning Leads to Exceptional Market Returns", *Reflections*, 4(1), pp. 55-65.
- Brown, B. y Perry, S. (1994): "Removing the Financial Performance Halo from Fortune's 'Most Admired' Companies", *Academy of Management Journal*, 37, pp. 1347-1359.
- Brown, B. (1997): "Stock Market Valuation of Reputation for Corporate Social Performance", *Corporate Reputation Review*, 1, pp. 76-80.
- Buehler, V.M. y Shetty, Y.K. (1976): "Managerial Response to Social Responsibility Challenge", *Academy of Management Journal*, 19, pp. 66-78.
- Callado, F.J. y Utrero, N. (2005): "El Impacto de la Responsabilidad Social Corporativa en el Valor de Mercado de la Empresa: Un Análisis para el Mercado Español", XXX Simposio de Análisis Económico, Murcia, diciembre.
- Chand, M. y Fraser, S. (2006): "The Relationship between Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance: Industry Type as a Boundary Condition", *The Business Review*, 5, pp. 240-245.
- Chen, K.H. y Metcalf, R.W. (1980): "The Relationship between Pollution Control Record and Financial Indicators Revisited", *Accounting Review*, 55, pp. 168-177.

- Christmann, P. (2000): "Effects of 'Best Practices' of Environmental Management on Cost Advantage: The Role of Complementary Assets", *Academy of Management Journal*, 43, pp. 663-680.
- Clarkson, M.B.E. (1988): "Corporate Social Performance in Canada, 1976-86", *Research in Corporate Social Performance and Policy*, 10, pp. 241-265.
- Cochran, P.L. y Wood, R.A. (1984): "Corporate Social Responsibility and Financial Performance", *Academy of Management Journal*, 27, pp. 42-56.
- Coffey, B.S. y Fryxell, G.E. (1991): "Institutional Ownership of Stock and Dimensions of Corporate Social Performance: An Empirical Examination", *Journal of Business Ethics*, 10, pp. 437-444.
- Conine, T.E. y Madden, G.P. (1986): "Corporate Social Responsibility and Investment Value: The Expectational Relationship", en W.K.Guth (ed.): *Handbook of Business Strategy*, Warren Gorham and Lamont, Boston.
- Cornell, B. y Shapiro, A.C. (1987): "Corporate Stakeholders and Corporate Finance", *Financial Management*, 16, pp. 5-14.
- Cottrill, M.T. (1990): "Corporate Social Responsibility and the Marketplace", *Journal of Business Ethics*, 9, pp. 723-729.
- Cowen, S.S., Ferreri, L.B. y Parker, L.D. (1987): "The Impact of Corporate Characteristics on Social Responsibility Disclosure: A Typology and Frequency-based Analysis", *Accounting, Organizations and Society*, 12, pp. 111-222.
- D'Antonio, L., Johnsen, T. y Hutton, R.B. (1997): "Expanding Socially Screened Portfolios: An Attribution Analysis of Bond Performance", *Journal of Investing*, winter, pp. 79-86.
- Diltz, D.J. (1995): "The Private Cost of Socially Responsible Investing", *Applied Financial Economics*, 5, pp. 69-77.
- Dodd, M.E. (1932): "For Whom Are Corporate Managers Trustees?", *Harvard Law Review*, 45, pp. 1145-63.
- Dooley, R.S. y Lerner, L.D. (1994): "Pollution, Profits and Stakeholders: The Constraining Effect of Economic Performance on CEO Concern with Stakeholder Expectations", *Journal of Business Ethics*, 13, pp. 701-711.
- Dowell, G., Hart, S. y Yeung, B. (2000): "Do Corporate Global Environmental Standards Create or Destroy Market Value?", *Management Science*, 46, pp. 1059-1074.
- Elsayed, K. y Paton, D. (2005): "The Impact of Environmental Performance on Firm Performance: Static and Dynamic Panel Data Evidence", *Structural Change and Economic Dynamics*, 16(3), pp. 395-412.

- Epstein, M.J. y Schnietz, K.E. (2002): “Measuring the Cost of Environmental and Labor Protests to Globalization: An Event Study of the Failed 1999 Seattle WTO Talks”, *International Trade Journal*, 16, pp. 129-160.
- Fernández, M.A., Muñoz, M.J. y Balaguer, M.R. (2005): “La Responsabilidad Social Corporativa: Relaciones entre la Performance Social, Financiera y Bursátil de la Empresa”, Universitat Jaume I Castellón, DT nº 23.
- Fogler, H.R. y Nutt, F. (1975): “A Note on Social Responsibility and Stock Valuation”, *Academy of Management Journal*, 18, pp. 155-160.
- Fombrun, C. y Shanley, M. (1990): “What’s in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy”, *Academy of Management Journal*, 33, pp. 233-258.
- Freedman, M. y Jaggi, B. (1982): “Pollution Disclosures, Pollution Performance and Economic Performance”, *Omega*, 10, pp. 167-176.
- Freedman, M. y Jaggi, B. (1986): “An Analysis of the Impact of Corporate Pollution Disclosures Included in Annual Financial Statements on Investors’ Decisions”, en Neimark, M. (ed.): *Advances in Public Interest Accounting*, 1, Elsevier, London, pp. 193-212.
- Freedman, M. y Stagliano, A.J. (1991): “Differences in Social-cost Disclosures: A Market Test of Investor Reactions”, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 4, pp. 68-83.
- Freeman, R.E. (1984): *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston.
- Friedman, M. (1962): *Capitalism and Freedom*, University of Chicago Press, Chicago.
- Friedman, M. (1970): “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits”, *New York Times Magazine* (13 September), pp. 32-33.
- Frooman, J. (1997): “Socially Irresponsible and Illegal Behavior and Shareholder Wealth: a Meta-analysis of Event Studies”, *Business and Society*, 36(3), pp. 221-249.
- Fry, L.W. y Hock, R.J. (1976): “Who Claims Corporate Responsibility? The Biggest and the Worst”, *Business and Society Review*, 18, pp. 62-65.
- Fry, L.W., Keim, G.D. y Meiners, R.E. (1982): “Corporate Contributions: Altruistic or for Profit?”, *Academy of Management Journal*, 25, pp. 94-106.
- Galaskiewicz, J. (1997): “An Urban Grants Economy Revisited: Corporate Charitable Contributions in the Twin Cities, 1979-81, 1987-89”, *Administrative Science Quarterly*, 42, pp. 445-471.

- Garriga, E. y Melé, D. (2004): “Corporate Social Responsibility Theories: Mapping the Territory”, *Journal of Business Ethics*, 53, pp. 51-71.
- Graves, S.B. y Waddock, S.A. (2000): “Stakeholder Relations in ‘Built-to-last Companies’”, *Business and Society Review*, 105, pp. 393-418.
- Gregory, A., Matatko, J. y Luther, R. (1997): “Ethical Unit Trust Financial Performance: Small Company Effects and Fund Size Effects”, *Journal of Business Finance and Accounting*, 24, pp. 705-725.
- Griffin, J.J. y Mahon, J.F. (1997): “The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate: Twenty-five Years of Incomparable Research”, *Business and Society*, 36(1), pp. 5-31.
- Greening, D.W. (1995): “Conservation Strategies, Firm Performance and Corporate Reputation in the U.S. Electric Utility Industry”, *Research in Corporate Social Performance and Policy*, S1, pp. 345-368.
- Guerrard, J.B. (1997a): “Is There a Cost to Being Socially Responsible in Investing?”, *Journal of Investing*, 6(2), pp. 11-18.
- Guerrard, J.B. (1997b): “Additional Evidence on the Cost of Being Socially Responsible in Investing”, *Journal of Investing*, 6(4), pp. 31-36.
- Gupta, S. y Goldar, B. (2003): “Do Stock Markets Penalise Environment-Unfriendly Behaviour? Evidence from India”, Delhi School of Economics, Centre for Development Economics, WP 116.
- Hamilton, S., Jo, H. y Statman, M. (1993): “Doing Well while Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds”, *Financial Analysts Journal*, nov/dec, pp. 62-66.
- Hart, S.L. y Ahuja, G. (1996): “Does it Pay to Be Green? An Empirical Examination of the Relationship between Emission Reduction and Firm Performance”, *Business Strategy and the Environment*, 5, pp. 30-37.
- Heinze, D.C. (1976): “Financial Correlates of a Social Involvement Measure”, *Akron Business and Economic Review*, 7(1), pp. 48-51.
- Herremans, I.M., Akathaporn, P. y McInnes, M. (1993): “An Investigation of Corporate Social Responsibility Reputation and Economic Performance”, *Accounting, Organizations and Society*, 18, pp. 587-604.
- Heese, K. (2005): “The Development of Socially Responsible Investment in South Africa: Experience and Evolution of SRI in Global Markets”, *Development Southern Africa*, 22(5), pp. 729-39.
- Hickman, K.A., Teets, W.R. y Kohls, J.J. (1999): “An Investigation of Corporate Social Responsibility Reputation and Economic Performance”, *Accounting, Organizations and Society*, 18, pp. 587-604.

- Hillman, A.J. y Keim, G.D. (2001): "Shareholder Value, Stakeholder Management and Social Issues: What's the Bottom Line?", *Strategic Management Journal*, 22, pp. 125-139.
- Holman, W.R., New, J.R. y Singer, D. (1990): "The Impact of Corporate Social Responsiveness on Shareholder Wealth", en Preston, L. (ed.): *Corporation and Society Research: Studies in Theory and Measurement*, JAI Press, Greenwich, pp. 265-280.
- Husted, B.W. y Allen, D.B. (2000): "Is it Ethical to Use Ethics as Strategy?", *Journal of Business Ethics*, 27, pp. 21-31.
- Hylton, M.O. (1992): "'Socially Responsible' Investing: Doing Good versus Doing Well in an Efficient Market", *American University Law Review*, 42, pp. 1-52.
- Ingram, R.W. (1978): "An Investigation of the Information Content of (Certain) Social Responsibility Disclosures", *Journal of Accounting Research*, 16, pp. 270-285.
- Ingram, R.W. y Frazier, K.B. (1983): "Narrative Disclosures in Annual Reports", *Journal of Business Research*, 11, pp. 49-60.
- Johnson, R.A. y Greening, D.W. (1994): "Relationships between Corporate Social Performance, Financial Performance and Firm Governance", *Best Paper Proceedings of the Academy of Management*, pp. 314-318.
- Johnson, R.A. y Greening, D.W. (1999): "The Effects of Corporate Governance and Institutional Ownership Types on Corporate Social Performance", *Academy of Management Journal*, 42, pp. 564-576.
- Jones, R. y Murrell, A.J. (2001): "Signaling Positive Corporate Social Performance", *Business and Society*, 40, pp. 59-78.
- Judge, W.Q. y Douglas, T.J. (1998): "Performance Implications of Incorporating Natural Environmental Issues into the Strategic Planning Process: An Empirical Assessment", *Journal of Management Studies*, 35, pp. 241-262.
- Kahn, R.N., Lekander, C. y Leimkuhler, T. (1997): "Just Say No? The Investment Implications of Tobacco Divestiture", *Journal of Investing*, winter, pp. 62-70.
- Kedia, B.L. y Kuntz, E.C. (1981): "The Context of Social Performance: An Empirical Study of Texas Banks", *Research in Corporate Social Performance and Policy*, 3, pp. 133-154.
- Klassen, R.D. y McLaughlin, C.P. (1996): "The Impact of Environmental Management of Firm Performance", *Management Science*, 42, pp. 1199-1214.

- Klassen, R.D. y Whybark, D.C. (1999): "The Impact on Environmental Technologies on Manufacturing Performance", *Academy of Management Journal*, 42, pp. 599-615.
- Konar, S. y Cohen, M.A. (1997): "Information as Regulation: The Effect of Community Right to Know Laws on Toxic Emissions", *Journal of Environmental Economics and Management*, 32, pp. 109-124.
- Konar, S. y Cohen, M.A. (2001): "Does the Market Value Environmental Performance?", *Review of Economics and Statistics*, 83, pp. 281-289.
- Kurtz, L. y DiBartolomeo, D. (1996): "Socially Screened Portfolios: An Attribution Análisis of Relative Performance", *Journal of Investing*, fall, pp. 35-41.
- Lankoski, L. (2000): *Determinants of Environmental Profit. An Analysis of the Firm-level Relationship between Environmental Performance and Economic Performance*, Doctoral dissertation, Department of Industrial Engineering and Managemen, Helsinki University of Technology.
- Lashgari, M.K. y Gant, D.R. (1989): "Social Investing: The Sullivan Principles", *Review of Social Economy*, 47, pp. 74-83.
- Lerner, L.D. y Fryxell, G.D. (1988): "An Empirical Study of the Predictors of Corporate Social Performance: A Multi-dimensional Analysis", *Journal of Business Ethics*, 7, pp. 951-959.
- Levy, F.K. y Shatto, G.M. (1980): "Social Responsibility in Large Electric Utility Firms: The Case for Philanthropy", *Research in Corporate Social Performance and Policy*, 2, pp. 237-249.
- Luck, C. y Pilotte, N. (1993): "Domini Social Index Performance", *Journal of Investing*, Fall, pp. 60-62.
- Luther, R.G., Matatko, J. y Corner, D.C. (1992): "The Investment Performance of U.K. 'Éthical' Unit Trusts", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 5, pp. 57-70.
- Luther, R.G. y Matatko, J. (1994): "The Performance of Ethical Unit Trusts: Choosing an Appropriate Benchmark", *British Accounting Review*, 26, pp. 77-89.
- Maddox, K.E. y Siegfried, J.J. (1980): "The Effect of Economic Structure on Corporate Philanthropy", en J.J.Siegfried (ed.): *The Economics of Firm Size, Market Structure and Social Performance*, Bureau of Economics, Federal Trade Commission, Washington, pp. 202-225.
- Mallin, C.A., Saadouni, B. y Briston, R. J. (1995): "The Financial Performance of Ethical Investment Funds", *Journal of Business Finance and Accounting*, 22, pp. 483-496.

- Mahapatra, S. (1984): "Investor Reaction to a Corporate Social Accounting", *Journal of Business Finance and Accounting*, 11, pp. 29-40.
- Marcus, A.A. y Goodman, R.S. (1986): "Compliance and Performance: Toward a Contingency Theory", *Research in Corporate Social Performance and Policy*, 8, pp. 193-221.
- Margolis, J.D. y Walsh, J.P. (2003): "Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business", *Administrative Science Quarterly*, 48, pp. 268-305.
- Marom, I.Y. (2006): "Toward a Unified Theory of the CSP-CFP Link", *Journal of Business Ethics*, 67, pp. 191-200.
- McGuire, J.B., Sundgren, A. y Schneeweis, T. (1988): "Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance", *Academy of Management Journal*, 31, pp. 854-872.
- McGuire, J.B., Schneeweis, T. y Branch, B. (1990): "Perceptions of Firm Quality: A Cause or Result of Firm Performance", *Journal of Management*, 16, pp. 167-180.
- McWilliams, A. y Siegel, D. (1997): "The Role of Money Managers in Assessing Corporate Social Responsibility Research", *Journal of Investing*, winter, pp. 98-107.
- McWilliams, A. y Siegel, D. (2001): "Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification?", *Strategic Management Journal*, 21, pp. 603-609.
- Meznar, M.B., Nigh, D. y Kwok, C.C.Y. (1994): "Effect of Announcements of withdrawal from South Africa on Stockholder Wealth", *Academy of Management Journal*, 37, pp. 1633-1648.
- Mills, D.L. y Gardner, M.J. (1984): "Financial Profiles and the Disclosure of Expenditures for Socially Responsible Purposes", *Journal of Business Research*, 12, pp. 407-424.
- Moore, G. (2001): "Corporate Social and Financial Performance: An Investigation in the U.K. Supermarket Industry", *Journal of Business Ethics*, 34, pp. 299-315.
- Morris, S.A., Rehbein, K.A., Hosseini, J.C. y Armacost, R.L. (1990): "Building a Profile of Socially Responsive Firms", en Wood, D.J. y Martello, W.E. (eds.): *Proceedings of the International Association for Business and Society*, pp. 297-303.
- Moskowitz, M. (1972): "Choosing Socially Responsible Stocks", *Business and Society Review*, 1, pp. 72-75.
- Moskowitz, M. (1975): "Profiles in Corporate Responsibility: The Ten Worst and the Ten Best", *Business and Society Review*, 13, pp. 28-42.
- Mueller, S.A. (1991): "The Opportunity cost of Discipleship: Ethical Mutual Funds and their Returns", *Sociological Analysis*, 52, pp. 111-124.

- Navarro, P. (1988): "Why Do Corporations Give to Charity?", *Journal of Business*, 61, pp. 65-93.
- Nehrt, C. (1996): "Timing and Intensity Effects of Environmental Investments", *Strategic Management Journal*, 17, pp. 535-547.
- Newgren, K.E., Rasher, A.A., LaRoe, M.E. y Szabo, M.R. (1985): "Environmental Assessment and Corporate Performance: A Longitudinal Analysis Using a Market-determined Performance Measure", *Research in Corporate Social Performance and Policy*, 7, pp. 153-164.
- Ogden, S. y Watson, R. (1999): "Corporate Performance and Stakeholder Management: Balancing Shareholder and Customer Interests in the U.K. Privatized Water Industry", *Academy of Management Journal*, 42, pp. 526-538.
- O'Neill, H.M., Saunders, C.B. y McCarthy, A.D. (1989): "Board Members, Corporate Social Responsiveness and Profitability: Are Tradeoffs Necessary?", *Journal of Business Ethics*, 8, pp. 353-357.
- Orlitzky, M., Schmidt, F.L. y Rynes, S.L. (2003): "Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis", *Organization Studies*, 24(3), pp. 403-441.
- Parket, I.R. y Eilbert, H. (1975): "Social Responsibility: The Underlying Factors", *Business Horizons*, 18, pp. 5-10.
- Patten, D.M. (1990): "The Market Reaction to Social Responsibility Disclosures: The Case of the Sullivan Principles Signings", *Accounting, Organizations and Society*, 15, pp. 575-587.
- Patten, D.M. (1991): "Exposure, Legitimacy and Social Disclosure", *Journal of Accounting and Public Policy*, 10, pp. 297-308.
- Pava, M.L., y Krausz, J. (1996): "The Association between Corporate Social-responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost", *Journal of Business Ethics*, 15, pp. 321-357.
- Peloza, J. (2006): "Using Corporate Social Responsibility as Insurance for Financial Performance", *California Management Review*, 48(2), pp. 51-72.
- Porter, M.E. y van der Linde, C. (1995): "Green and Competitive: Ending the Stalemate", *Harvard Business Review*, 73(5), pp. 120-134.
- Posnikoff, J.F. (1997): "Disinvestment from South Africa: They Did Well by Doing Good", *Contemporary Economic Policy*, 15(1), pp. 76-86.
- Preston, L.E. (1978): "Analyzing Corporate Social Performance: Methods and Results", *Journal of Contemporary Business*, 7, pp. 135-150.

- Preston, L.E. y O'Bannon, D.P. (1997): "The Corporate Social-Financial Performance Relationship. A Typology and Analysis", *Business and Society*, 36(4), pp. 419-429.
- Preston, L.E. y Sapienza, H.J. (1990): "Stakeholder Management and Corporate Performance", *Journal of Behavioral Economics*, 19, pp. 361-375.
- Reimann, B.C. (1975): "Organizational Effectiveness and Management's Public Values: A Canonical Analysis", *Academy of Management Journal*, 18, pp. 224-241.
- Reyes, M.G. y Grieb, T. (1998): "The External Performance of Socially-responsible Mutual Funds", *American Business Review*, 16, pp. 1-7.
- Riahi-Belkaoui, A. (1991): "Organizational Effectiveness Social Performance and Economic Performance", *Research in Corporate Social Performance and Policy*, 12, pp. 143-153.
- Roberts, R.W. (1992): "Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure: An Application of Stakeholder Theory", *Accounting, Organizations and Society*, 17, pp. 595-612.
- Rockness, J., Schlachter, P. y Rockness, H.O. (1986): "Hazardous Waste Disposal, Corporate Disclosure and Financial Performance in the Chemical Industry", *Advances in Public Interest Accounting*, 1, pp. 167-191.
- Roman, R.M., Hayibor, S. y Agle, B.R. (1999): "The Relationship between Social and Financial Performance", *Business and Society*, 38, pp. 109-125.
- Russo, M.V. y Fouts, P.A. (1997): "A Resource-based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability", *Academy of Management Journal*, 40, pp. 534-559.
- Salama, A. (2005): "A Note on the Impact of Environmental Performance on Financial Performance", *Structural Change and Economic Dynamics*, 16(3), pp. 413-21.
- Salzmann, O, Ionescu-Somers, A. y Steger, U. (2005): "The Business Case for Corporate Sustainability: Literature Review and Research Options", *European Management Journal*, 23, pp. 27-36.
- Sauer, D. (1997): "The Impact of Social-responsibility Screens on Investment Performance: Evidence from the Domini 400 Social Index and Domini Equity Mutual Fund", *Review of Financial Economics*, 6, pp. 137-149.
- Shane, P.B. y Spicer, B.H. (1983): "Market Response to Environmental Information Produced Outside the Firm", *Accounting Review*, 58, pp. 521-538.
- Simerly, R.L. (1994): "Corporate Social Performance and Firms' Financial Performance: An Alternative Perspective", *Psychological Reports*, 75, pp. 1091-1103.

- Simpson, W.G. y Kohers, T. (2002): “The Link between Corporate Social and Financial Performance: Evidence from the Banking Industry”, *Journal of Business Ethics*, 35, pp. 97-109.
- Spencer, B.A. y Taylor, G.S. (1987): “A Within and Between Analysis of the Relationship Between Corporate Social Responsibility and Financial Performance”, *Akron Business and Economic Review*, 18(3), pp. 7-18.
- Spicer, B.H. (1978): “Investors, Corporate Social Performance and Information Disclosure: An Empirical Study”, *Accounting Review*, 53, pp. 94-110.
- Stanley, T.D. (2001): “Wheat from Chaff: Meta-analysis as Quantitative Literature Review”, *Journal of Economic Perspectives*, 15, pp. 131-150.
- Stevens, W.P. (1984): “Market Reaction to Corporate Environmental Performance”, *Advances in Accounting*, 1, pp. 41-61.
- Sturdivant, F.D. y Ginter, J.L. (1977): “Corporate Social Responsiveness: Management Attitudes and Economic Performance”, *California Management Review*, 19(3), pp. 30-39.
- Teoh, S.H., Welch, I. y Wazzan, C.P. (1999): “The Effect of Socially Activist Investment Policies on the Financial Markets: Evidence from the South African Boycott”, *Journal of Business*, 72, pp. 35-89.
- Teper, J.A. (1992): “Evaluating the Cost of Socially Responsible Investing”, en Kinder, P.D., Lydenberg, S.D. y Domini, A.L. (eds.): *A Comprehensive Guide to Socially Responsible Investing*, Henry Holt, New York, pp. 340-349.
- Tichy, N.M., McGill, A.R. y St. Clair, L. (1997): “Introduction: Corporate Global Citizenship –Why Now?”, en Tichy, N.M., McGill, A.R. y St. Clair, L. (eds.): *Corporate Global Citizenship: Doing Business in the Public Eye*, New Lexington Press, San Francisco, pp. 1-22.
- Travers, F.J. (1997): “Socially Responsible Investing on a Global Basis: Mixing Money and Morality outside the U.S.”, *Journal of Investing*, winter, pp. 50-56.
- Tsoutsoura, M. (2004): “Corporate Social Responsibility and Financial Performance”, Center for Responsible Business, WP series n° 7.
- Vance, S.C. (1975): “Are Socially Responsible Corporations Good Investment Risks?”, *Management Review*, 64, pp. 18-24.
- Verschoor, C.C. (1998): “A Study of the Link between a Corporation’s Financial Performance and its Commitment to Ethics”, *Journal of Business Ethics*, 17, pp. 1509-1516.
- Verschoor, C.C. (1999): “Corporate Performance is Closely Linked to a Strong Ethical Commitment”, *Business And Society Review*, 104, pp. 407-415.

- Waddock, S.A. y Graves, S.B. (1997a): ““Corporate Social Performance-Financial Performance Link”, *Strategic Management Journal*, 10, pp. 758-769.
- Waddock, S.A. y Graves, S.B. (1997b): “Corporate Social Performance-Financial Performance Link”, *Strategic Management Journal*, 18(4), pp. 303-319.
- Weiser, J. y Zadek, S. (2000): *Conversations with Disbelievers*, The Ford Foundation.
- Williamson, O.E. (1967): *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Markham, Chicago.
- Williamson, O.E. (1985): *The Economic Institutions of Capitalism*, Free Press, New York.
- Wokutch, R.E. y Spencer, B.A. (1987): “Corporate Saints and Sinners: The Effects of Philanthropic and Illegal Activity on Organizational Performance”, *California Management Review*, 29(2), pp. 62-77.
- Wright, P., Ferris, S.P., Hiller, J.S. y Kroll, M. (1995): “Competitiveness through Management of Diversity: Effects on Stock Price Valuation”, *Academy of Management Journal*, 38, pp. 272-287.
- Wright, P., Ferris, S.P. (1997): “Agency Conflict and Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value”, *Strategic Management Journal*, 18, pp. 77-83.
- Wu, M.-L. (2006): “Corporate Social Performance, Corporate Financial Performance and Firm Size: A Meta-Analysis”, *Journal of American Academy of Business*, 8(1), pp. 163-171.