

**LA RELACIÓN BIDIRECCIONAL ENTRE LA RSC
Y EL RESULTADO EMPRESARIAL:
CONCLUSIONES DE UN ESTUDIO EMPÍRICO
EL SECTOR DE LAS CAJAS DE AHORROS**

**ALMUDENA MARTÍNEZ CAMPILLO
LAURA CABEZA GARCÍA
FEDERICO MARBELLA SÁNCHEZ**

**FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS
DOCUMENTO DE TRABAJO
Nº 658/2011**

De conformidad con la base quinta de la convocatoria del Programa de Estímulo a la Investigación, este trabajo ha sido sometido a evaluación externa anónima de especialistas cualificados a fin de contrastar su nivel técnico.

ISSN: 1988-8767

La serie **DOCUMENTOS DE TRABAJO** incluye avances y resultados de investigaciones dentro de los programas de la Fundación de las Cajas de Ahorros.
Las opiniones son responsabilidad de los autores.

LA RELACIÓN BIDIRECCIONAL ENTRE LA RSC Y EL RESULTADO EMPRESARIAL: CONCLUSIONES DE UN ESTUDIO EMPÍRICO EL SECTOR DE LAS CAJAS DE AHORROS

Almudena Martínez Campillo*
Laura Cabeza García*
Federico Marbella Sánchez*

Resumen

Este trabajo pretende profundizar en la relación que existe entre la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) y el resultado financiero a partir del marco teórico de Preston y O'Bannon (1997). En concreto, tratando de superar las principales limitaciones de la evidencia empírica previa, su principal objetivo es analizar la doble dirección de la causalidad entre ambas variables en el sector de las Cajas de Ahorros españolas, donde la relación RSC-resultado apenas ha sido tratada hasta la actualidad. Tras realizar varias estimaciones de datos de panel para el período 1996-2006, los hallazgos encontrados sugieren la existencia de una relación interactiva negativa. Por tanto, nuestros resultados avalan la hipótesis de sinergia negativa entre la RSC y el resultado financiero en el sector de las Cajas de Ahorros.

Palabras Clave: RSC; Resultado empresarial; Cajas de ahorros; Datos de panel.

Clasificación JEL: G21, M14.

*Almudena Martínez Campillo, Departamento de Dirección y Economía de la Empresa, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de León, León (24071). E-mail: amarc@unileon.es

* Departamento de Dirección y Economía de la Empresa, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de León.

1. INTRODUCCIÓN

Aunque el debate sobre la Responsabilidad Social Corporativa (RSC)¹ nace a principios de los años sesenta (Friedman, 1962), es en los últimos años, a raíz de los grandes escándalos financieros y las prácticas abusivas de algunas empresas, cuando resurge con fuerza. Los aspectos éticos, sociales y medioambientales comienzan entonces a estar en la agenda de gobiernos e instituciones, tanto nacionales como internacionales, así como en el punto de mira de ONGs, grupos de consumidores, inversores, sindicatos y otros agentes sociales (Bénabou y Tirole, 2010). Además, la creciente atención dada a la RSC en estos ámbitos se ve acompañada de su desarrollo como disciplina académica y de investigación (Crane *et al.*, 2008). En consecuencia, el concepto de RSC empieza a adquirir un notable protagonismo tanto en el mundo profesional como en el académico, aumentando de este modo la consciencia de que está emergiendo un nuevo paradigma que acentúa la responsabilidad social de las organizaciones (Lindgreen *et al.*, 2009). Específicamente, se trata de una concepción estratégica de la empresa basada en que la RSC puede constituir una palanca clave de creación de valor, afectando así al desempeño empresarial (Van Beurden y Gössling, 2008).

La investigación empírica sobre la relación entre la RSC y el resultado financiero comienza a principios de los años setenta (Moskowitz, 1972), y lo hace como una especie de antídoto frente a una corriente de opinión bastante escéptica respecto a la RSC (Friedman, 1970). Desde entonces han transcurrido casi cuarenta años y el estudio de dicha relación continua atrayendo el interés de la comunidad académica (Mishra y Suar, 2010). En concreto, tras una revisión de la extensa evidencia empírica publicada hasta la fecha, es posible advertir que la mayor parte de los estudios previos ha tratado de analizar principalmente el efecto de las actividades sociales sobre el desempeño financiero de las empresas. Aunque dicha relación causal todavía está lejos de estar bien establecida en la literatura, parece existir suficiente

¹ A pesar de la no existencia de un concepto unánime, se podría definir la RSC como las acciones voluntarias de una empresa más allá de sus obligaciones económicas y legales, para mejorar así las condiciones sociales y medioambientales en sus negocios y en su interacción con los distintos *stakeholders* (Comisión Europea, 2002). Por tanto, la RSC implica una nueva filosofía empresarial, que trata de buscar la excelencia en la relación de la empresa con todos sus grupos de interés a través de la superación de las exigencias legales y de la máxima calidad de sus comportamientos en los ámbitos social y medioambiental.

evidencia que sustenta un efecto positivo de la RSC en el resultado empresarial (Orlitzky *et al.*, 2003; Allouche y Laroche, 2005; Van Beurden y Gössling, 2008; Pelozo, 2009). Sin embargo, todavía no está resuelta la cuestión respecto a la dirección de la causalidad (Salzman *et al.*, 2005; Orlitzky, 2008; Makni *et al.*, 2009; Chih *et al.*, 2010; Yang *et al.*, 2010). En esta línea, algunos estudiosos del tema han sugerido que la secuencia causal de la relación también podría ser la inversa; es decir, que los resultados financieros determinen la RSC y que, por tanto, el comportamiento socialmente responsable de las empresas dependa de los recursos financieros disponibles (Preston y O'Bannon, 1997; Campbell, 2007).

Así, a pesar de la existencia de múltiples trabajos empíricos, los hallazgos encontrados respecto al signo y la secuencia causal de la relación RSC-resultado financiero no son totalmente concluyentes. Las principales razones de la falta de consenso en este campo de investigación parecen ser las siguientes (Margolis y Walsh, 2003; Garrigá y Melé, 2004; Van Beurden y Gössling, 2008; García-Castro *et al.*, 2010): (1) la ausencia de un marco teórico sólido que constituya la referencia de los contrastes realizados, (2) las limitaciones en la composición y el tamaño de las muestras, (3) las diferencias conceptuales y metodológicas en la definición de la RSC, (4) la utilización de metodologías inadecuadas, y (5) la omisión de variables de control relevantes. Este conjunto de limitaciones justifica la necesidad de efectuar nuevos análisis, más profundos y con mayor rigor científico, sobre la relación RSC-resultado financiero (Mishra y Suar, 2010). No cabe duda que un mejor entendimiento de la naturaleza de dicha relación resulta de interés para los académicos, las empresas, los *policymakers* y la sociedad en general.

De este modo, tratando de superar las limitaciones previas, el principal objetivo de este estudio es proporcionar evidencia empírica sobre la doble dirección de la causalidad entre la RSC y el resultado empresarial en el subsector financiero de las Cajas de Ahorros españolas durante el período 1996-2006. Específicamente, nuestro trabajo pretende contribuir al enriquecimiento de la amplia literatura existente en este campo de investigación por las siguientes razones:

Primero, porque emplea el marco teórico de Preston y O'Bannon (1997) para encuadrar el estudio empírico realizado. En el mundo académico es considerado un enfoque riguroso y bien definido para explicar teóricamente el signo y la secuencia causal de la relación RSC-resultado financiero, y ha servido de sustento a numerosos estudios empíricos (Moore, 2001; Simpson y Kohers, 2002; Allouche y Laroche, 2005; Marom, 2006 y Yang *et al.*, 2010, entre otros). No obstante, la mayor parte de estos estudios sólo ha utilizado parcialmente dicho marco teórico y se ha limitado a analizar el efecto de la RSC en el resultado financiero o, en menor medida, el efecto inverso; es decir, la influencia del rendimiento empresarial sobre la RSC, siendo muy escasos los trabajos sobre la relación bidireccional entre ambas variables y su posible interdependencia. Por tanto, esta última cuestión apenas ha sido tratada en la literatura previa y requiere más investigación (Orlitzky *et al.*, 2003; Allouche y Laroche, 2005; Van Beurden y Gössling, 2008; Makni *et al.*, 2009; Yang *et al.*, 2010).

Segundo, porque a pesar de que la relación RSC-resultado financiero ha sido objeto de numerosas investigaciones en los países más avanzados, apenas existe evidencia al respecto para otros países que se han desarrollado más recientemente (Mishra y Suar, 2010). En efecto, la mayoría de los estudios precedentes se han basado en muestras de empresas americanas o inglesas, y el comportamiento del vínculo entre RSC y resultado financiero podría ser diferente para otras empresas que difieran de la idiosincrasia de aquellas. De ahí la necesidad de una mayor investigación entre las organizaciones europeas en general, y entre las españolas, en particular (Gómez-García, 2008; Reverte, 2009; Olcese, 2011).

Tercero, porque utiliza una muestra de empresas pertenecientes a una única industria -el sector de las Cajas de Ahorros-. Este aspecto es especialmente relevante por tres razones: a) porque considerando que lo habitual han sido estudios de empresas situadas en diferentes sectores de actividad, recientemente la comunidad académica ha establecido que, aún con el riesgo de no alcanzar conclusiones generalizables al resto de sectores de la economía, la investigación sobre la relación RSC-resultado financiero tendrá una mayor consistencia si toma como referencia una industria concreta (Chand

y Fraser, 2006; Van Beurden y Gössling, 2008; Chih *et al.*, 2010; Mishra y Suar, 2010); b) porque a pesar de la importancia de las Cajas de Ahorros dentro del sistema financiero español y de la incorporación de las actividades sociales como un elemento más de su misión, los estudios sobre la relación RSC-resultado financiero en este sector son escasos hasta el momento. Así, respecto al efecto de las inversiones de índole social sobre la *performance* de las cajas, el trabajo de Cabeza *et al.* (2010) concluye una influencia negativa y significativa sobre la rentabilidad empresarial. En cuanto a la relación inversa, aunque algunos trabajos previos han discutido teóricamente la importancia de los resultados a la hora de explicar la realización de actividades sociales por parte de las cajas (Ballarín, 1991; Cals, 2005), hasta la fecha no existe ningún trabajo que analice empíricamente dicha cuestión. De hecho, sólo se ha constatado la correlación existente entre la rentabilidad de las cajas y la distribución de su gasto social por áreas de aplicación (López Iturriaga *et al.*, 2007). Asimismo, tampoco ha sido abordado el estudio de la doble dirección de la causalidad; y c) porque las cajas españolas, por sus peculiaridades distintivas en tanto que desarrollan una doble función -la social y la financiera-, pueden ofrecer información adicional respecto a la cuestión de investigación.

Cuarto, porque utiliza una medida de la RSC propia y específica para el sector de las Cajas de Ahorros. A este respecto, la literatura sugiere que podría ser inadecuado emplear medidas universales de esta variable, valorando en gran medida la definición de la RSC en un contexto operativo concreto (Rowley y Berman, 2000; Simpson y Kohers, 2002; Van Beurden y Gössling, 2008; Mishra y Suar, 2010).

Quinto, porque se trata de un estudio longitudinal, con un horizonte temporal acorde con el largo período de maduración de las prácticas de RSC, que emplea una metodología apropiada para corregir el posible problema de endogeneidad inherente a la relación RSC-resultado financiero -el Método Generalizado de los Momentos (GMM), desarrollado para los modelos dinámicos de datos de panel por Arellano y Bond (1991)-. De cara a garantizar la validez y consistencia de los resultados parece especialmente relevante tratar de corregir dicho problema (Paton y Elsayed, 2005; Salzman *et al.*, 2005; Gómez-García, 2008). De hecho, un estudio reciente concluye que la

explicación más importante de los resultados heterogéneos encontrados en la literatura previa es la falta de control por la endogeneidad (García-Castro *et al.*, 2010).

Sexto, porque en el análisis también se han considerado distintas variables que tienen potencial para afectar a las relaciones entre la RSC y el resultado financiero y que tradicionalmente se han incorporado como variables de control en la mayoría de los trabajos empíricos previos (Gómez-García, 2008; Van Beurden y Gössling, 2008).

El resto del trabajo se ha estructurado como sigue: la sección 2 recoge el marco teórico y las hipótesis formuladas sobre las distintas relaciones entre la RSC y el resultado financiero. En la sección 3 se resume y analiza la literatura empírica existente al respecto. La sección 4 describe en qué consiste la función financiera y social de las Cajas de Ahorros, así como el diseño de la investigación empírica y los resultados de los análisis efectuados en dicho sector. Finalmente, la sección 5 recoge las principales conclusiones del trabajo.

2. RSC Y RESULTADO FINANCIERO: MARCO TEÓRICO E HIPÓTESIS

Las teorías más ampliamente aceptadas en lo que se refiere al signo y la secuencia causal de la relación entre la RSC y el resultado financiero de una empresa se encuentran en el trabajo de Preston y O'Bannon (1997). Específicamente, respecto al signo, este estudio considera que la relación puede ser positiva o negativa. En cuanto a la secuencia causal, aunque habitualmente los contrastes se han efectuado considerando la RSC como variable independiente, estos autores proponen que la misma también puede ser tomada como variable dependiente. Además, es posible que el vínculo entre ambas variables sea sinérgico y que, por tanto, exista una interdependencia entre ellas.

A partir de lo anterior, el marco teórico de Preston y O'Bannon (1997) distingue seis hipótesis respecto a la relación entre la RSC y el resultado financiero de una empresa. Sin embargo, dado que no propone nada sobre la posible relación neutral entre dichas variables (resultados mixtos o estadísticamente no significativos), el estudio de Gómez-García (2008) trata de cubrir este vacío

incorporando una nueva hipótesis a las seis formuladas inicialmente por Preston y O'Bannon (1997). Estas siete posibles relaciones teóricas, que aparecen recogidas en el Cuadro 1, constituyen el marco teórico de nuestro trabajo.

Cuadro 1: Hipótesis sobre la relación RSC-Resultado financiero

SECUENCIA CAUSAL	SIGNO		
	Positivo	Neutral	Negativo
RSC \Rightarrow RF ^o	Hipótesis del impacto social	Hipótesis de las variables "moderadoras"	Hipótesis del <i>trade off</i>
RF ^o \Rightarrow RSC	Hipótesis de la disponibilidad de fondos		Hipótesis del oportunismo de los directivos
RSC \Leftrightarrow RF ^o	Hipótesis de sinergia positiva		Hipótesis de sinergia negativa

Fuente: Elaboración propia a partir de Preston y O'Bannon (1997) y Gómez-García (2008).

Primero, según la *hipótesis del impacto social*, niveles más altos -bajos- de RSC conducen a niveles más altos -bajos- de resultado financiero. La Teoría de los *stakeholders* sugiere esta asociación positiva -véase Freeman (1984)- porque la RSC permite satisfacer a los distintos *stakeholders*, lo que conduce a mejorar la reputación externa de la empresa y, por tanto, el resultado financiero. Esta visión considera que la realización de actividades de RSC constituye una herramienta estratégica para obtener beneficios económicos, basándose en la idea de que las empresas deben tener un propósito social que sea consistente con sus intereses económicos a largo plazo (Porter y Kramer, 2006; Baron, 2009; Mishra y Suar, 2010). Específicamente, la RSC puede constituir un modo de diferenciación por parte de la empresa (Maignan y Ralston, 2002; Baron, 2008), que conllevaría un efecto positivo sobre su reputación, valor de mercado para inversores socialmente responsables e imagen de marca, así como en la confianza social en la misma, lo que en último término podría influir favorablemente sobre el resultado gracias a un aumento de la legitimidad de la empresa y a un logro de mejores condiciones de negociación con los distintos *stakeholders* (Varadarajan y Menon, 1988; Hart y Christensen, 2002; Bénabou y Tirole, 2010). De forma simétrica, el fallo a la hora de cubrir las necesidades de los distintos *stakeholders* generaría un

deterioro de la reputación, lo que provocaría un incremento de la prima de riesgo y, por ende, del coste de capital de la empresa, lo que finalmente tendría un efecto adverso en su nivel de desempeño (Cornell y Shapiro, 1987).

Segundo, la *hipótesis de la disponibilidad de fondos* propone que niveles más altos -bajos- de resultado financiero conducen a niveles más altos -bajos- de RSC. Así, aunque las empresas pueden desear el seguimiento continuo de las reglas normativas de una buena ciudadanía corporativa, su comportamiento real al respecto va a depender de la disponibilidad de recursos. La actividad social a menudo es un área sujeta a una discrecionalidad directiva relativamente alta (Carroll, 1979), por lo que tanto el inicio como el mantenimiento de políticas voluntarias socialmente responsables puede depender de la existencia o no de recursos financieros sobrantes. De este modo, disponer de un mejor resultado económico implicaría más posibilidades de poseer excedentes, los cuales ofrecerían a las empresas la oportunidad de invertir más en cualquiera de las dimensiones que abarca la RSC (Waddock y Graves, 1997; Campbell, 2007). En otras palabras, si el desempeño financiero de una empresa es alto podría convertirse en un factor de fomento de las inversiones en actividades sociales, mientras que un nivel de resultados bajo podría actuar como un factor inhibitorio de las mismas.

Tercero, según la *hipótesis de sinergia positiva*, existe una relación interactiva positiva entre la RSC y el resultado financiero. Así, esta hipótesis sugiere que existe un círculo virtuoso entre las variables implicadas de manera que una mayor RSC conduce a un mejor resultado financiero (hipótesis del impacto social), lo que a su vez permite una mejor gestión y comunicación de la RSC (hipótesis de la disponibilidad de fondos) -véase Preston y O'Bannon (1997)-.

Cuarto, la *hipótesis del trade off* establece que niveles más altos -bajos- de RSC conducen a niveles más bajos -altos- de resultado financiero. Esta hipótesis refleja el argumento neoclásico de Friedman (1962, 1970), según el cual las empresas sólo tienen una responsabilidad social: aumentar 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. Los principales argumentos que

justifican esta relación son los siguientes (Friedman, 1970; Becchetti *et al.*, 2008). Primero, bajo la creencia de que la única responsabilidad de las empresas con la sociedad es la maximización de los beneficios para los accionistas, de acuerdo con el marco legal y la costumbre ética de cada país, la utilización de los recursos de una compañía para fines de interés social implica una minoración de los fondos disponibles para actividades esencialmente económicas y palpablemente generadoras de riqueza. Este uso ineficiente de los recursos se traduciría en menores niveles de resultados. Segundo, el desarrollo de actividades de RSC implica importantes cargas administrativas y costes adicionales para las empresas que las abordan, provocando una situación de desventaja competitiva respecto a las empresas rivales que no las realizan, con el consiguiente efecto adverso sobre los resultados empresariales.

Quinto, según la *hipótesis del oportunismo de los directivos*, niveles más altos -bajos- de resultado financiero conducen a niveles más bajos -altos- de RSC. Esta hipótesis se basa en la idea de que los directivos de las empresas pueden perseguir sus propios objetivos privados, incluso en detrimento del resto de *stakeholders* de la empresa (Williamson, 1985). De hecho, en el contexto de una estructura de compensación ejecutiva vinculada a los beneficios generados a corto plazo, la persecución de los intereses particulares de los directivos podría llevar a una relación negativa entre el resultado financiero y el resultado social (Preston y O' Bannon, 1997; Cespa y Cestone, 2007). Así, cuando el desempeño económico de una empresa sea elevado, los directivos podrían reducir las actividades de RSC para maximizar sus ingresos personales a corto plazo. No en vano, la disminución de los gastos de índole social permitiría incrementar la rentabilidad de la empresa y, en consecuencia, la propia compensación personal de sus directivos. Por el contrario, si el desempeño es bajo, los directivos podrían intentar justificar estos malos resultados embarcándose en programas sociales atractivos.

Sexto, la *hipótesis de sinergia negativa* establece que existe una relación interactiva negativa entre la RSC y el resultado financiero. De la misma forma que puede existir un círculo virtuoso, si se combinan las hipótesis del *trade-off* y del oportunismo de los directivos se encuentra un círculo vicioso entre las

variables implicadas. Así, una mayor RSC conduce a un peor resultado financiero, lo que a su vez podría incentivar a los directivos a abordar una mayor actividad de RSC -véase Preston y O'Bannon (1997)-.

Por último, de acuerdo con la *hipótesis de las variables “moderadoras”* (Gómez-García, 2008), puede no existir una relación clara y significativa entre la RSC y el resultado financiero. Ello es debido a que algunas variables tales como el tamaño empresarial, el nivel de riesgo, la edad o el sector de actividad podrían explicar dicha relación, lo cual justificaría que algunos estudios no encuentren resultados concluyentes respecto al signo de la relación (Aupperle *et al.*, 1985; McGuire *et al.*, 1990; McWilliams y Siegel, 2001; Yang *et al.*, 2010).

3. RSC Y RESULTADO FINANCIERO: ANTECEDENTES EMPÍRICOS

La investigación empírica sobre la relación entre la RSC y el resultado financiero nace en el año 1972 y se extiende hasta el año 2011, habiéndose encontrado también algunos estudios que efectúan, a su vez, revisiones o meta-análisis de la evidencia empírica previa al respecto (Margolis y Walsh, 2003; Orlitzky *et al.*, 2003; Allouche y Laroche, 2005; Wu, 2006; Gómez-García, 2008; Margolis *et al.*, 2007; Van Beurden y Gössling, 2008; Pelozo, 2009) y que servirán de referencia en la valoración de los resultados obtenidos.

El Cuadro 2 resume este cuerpo de literatura empírica publicada durante los últimos cuarenta años. Los estudios se han dividido por décadas a fin de facilitar la interpretación de los resultados, y la búsqueda electrónica se ha realizado utilizando las bases de datos Abi Inform Global, Business Source Premier, EconLit y ScienceDirect.

Cuadro 2: Estudios empíricos sobre la relación RSC-Resultado financiero

DÉCADA	SIGNO DE LA RELACIÓN		
	Positivo	Neutral	Negativo
70	<p>Bragdon y Marlin (1972) Moskowitz (1972) Moskowitz (1975) Parket y Eilbert (1975) Reimann (1975) Belkaoui (1976) Bowman (1976) Heinze (1976) Sturdivant y Ginter (1977) Ingram (1978) Preston (1978) Spicer (1978) Anderson y Frankle (1979)</p>	<p>Bowman y Haire (1975) Fogler y Nutt (1975) Buehler y Shetty (1976)* Fry y Hock (1976) Alexander y Buckholz (1978) Bowman (1978) Abbott y Monsen (1979)</p>	<p>Vance (1975)</p>
80	<p>Levy y Shatto (1980)* Maddox y Siegfried (1980)* Fry <i>et al.</i> (1982)* Shane y Spicer (1983) Mills y Gardner (1984)* Stevens (1984) Newgren <i>et al.</i> (1985) Conine y Madden (1986) Spencer y Taylor (1987) Wokutch y Spencer (1987) Clarkson (1988) McGuire <i>et al.</i> (1988)** Navarro (1988)*</p>	<p>Chen y Metcalf (1980) Kedia y Kuntz (1981) Freedman y Jaggi (1982) Cochran y Wood (1984) Aupperle <i>et al.</i> (1985) Sturdivant <i>et al.</i> (1985) Freedman y Jaggi (1986) Marcus y Goodman (1986)* Rockness <i>et al.</i> (1986) Cowen <i>et al.</i> (1987)* Lerner y Fryxell (1988)* Belkaoui y Karpik (1989) Lashgari y Gant (1989) O'Neill <i>et al.</i> (1989)</p>	<p>Ingram y Frazier (1983) Shane y Spicer (1983) Wier (1983) Mahapatra (1984) Davidson y Worrell (1988) Hoffer <i>et al.</i> (1988)</p>
90	<p>Cottrill (1990)* Morris <i>et al.</i> (1990) Preston y Sapienza (1990) Coffey y Fryxell (1991) Freedman y Stagliano (1991) Riahi-Belkaoui (1991)* Erflie y Fratantuono (1992) Roberts (1992)* Herremans <i>et al.</i> (1993) Luck y Pilotte (1993) Thompson <i>et al.</i> (1993) Barth y McNichols (1994) Blacconiere y Patten (1994) Brown y Perry (1994)* Dooley y Lerner (1994)* Johnson y Greening (1994) Simerly (1994) Cohen <i>et al.</i> (1995) Porter y V. der Linde (1995) Simerly (1995) Wright <i>et al.</i> (1995) Hart y Ahuja (1996) Klassen y McLaughlin (1996) Nehrt (1996) White (1996) Blacconiere y Northcut (1997) D'Antonio <i>et al.</i> (1997) Galaskiewicz (1997)* Griffin y Mahon (1997)</p>	<p>Fombrun y Shanley (1990) Holman <i>et al.</i> (1990) McGuire <i>et al.</i> (1990)** Patten (1990) Arlow y Ackelsberg (1991) Patten (1991)* Hylton (1992) Luther <i>et al.</i> (1992) Hamilton <i>et al.</i> (1993) Blackburn <i>et al.</i> (1994) Graves y Waddock (1994) Luther y Mataliko (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) Griffin y Mahon (1997) Guerrard (1997a) Guerrard (1997b) McWilliams y Siegel (1997) Sauer (1997) Balabanis <i>et al.</i> (1998) Reyes y Grieb (1998) Berman <i>et al.</i> (1999) Hickman <i>et al.</i> (1999) Johnson y Greening (1999)*</p>	<p>Mueller (1991) White (1991) Jaggi y Freedman (1992) Teper (1992) Meznar <i>et al.</i> (1994) Hamilton (1995) Boyle <i>et al.</i> (1997) Cordeiro y Sarkis (1997) Cormier y Magnan (1997) Kahn <i>et al.</i> (1997) Korten (1997) Wright y Ferris (1997)</p>

	<p>Konar y Cohen (1997)* Kotey y Meredith (1997) Posnikoff (1997) Preston y O'Bannon (1997)** Russo y Fouts (1997) Tichy <i>et al.</i> (1997) Travers (1997) Waddock y Graves (1997)** Brown (1998) Edwards (1998) Judge y Douglas (1998) Karake (1998) Stanwick y Stanwick (1998) Verschoor (1998) Butz y Plattner (1999) Klassen y Whybark (1999) Roman <i>et al.</i> (1999) Verschoor (1999)</p>	<p>Ogden y Watson (1999) Teoh <i>et al.</i> (1999)</p>	
00	<p>Carter <i>et al.</i> (2000) Christmann (2000) Dowell <i>et al.</i> (2000) Graves y Waddock (2000) Blank y Carti (2001) Jones y Murrell (2001) Kieran (2001) Konar y Cohen (2001) Ruf <i>et al.</i> (2001) Bragdon y Karash (2002) Epstein y Schnietz (2002) Kumar <i>et al.</i> (2002) Simpson y Kohers (2002) Garz <i>et al.</i> (2003) Margolis y Walsh (2003) Orlitzky <i>et al.</i> (2003)** Boutin y Savaria (2004) Goll y Rasheed (2004) Hollender (2004) Tsoutsoura (2004) Wagner y Schaltegger (2004) Allouche y Laroche (2005)** Carter (2005) Heese (2005) Orlitzky (2005) Salama (2005) Schnietz y Epstein (2005) Barnett y Salomon (2006) Bartkus <i>et al.</i> (2006) Luo y Bhattacharya (2006) Pelozo (2006) Wu (2006)** Berrone <i>et al.</i> (2007) Bird <i>et al.</i> (2007) Darnell <i>et al.</i> (2007) Fernández y Luna (2007) García y Armas (2007) He <i>et al.</i> (2007) Husted y Allen (2007) Margolis <i>et al.</i> (2007) Nakao <i>et al.</i> (2007) Donker <i>et al.</i> (2008) Hull y Rothenberg (2008) Marin y Rubio (2008) Sharfman y Fernando (2008) Van der Lann <i>et al.</i> (2008)</p>	<p>Kreander <i>et al.</i> (2000) McWilliams y Siegel (2000) Waddock y Graves (2000) Hillman y Keim (2001) McWilliams y Siegel (2001) Moore (2001)** Wagner <i>et al.</i> (2002) Seifert <i>et al.</i> (2003) Filbeck y Gorman (2004) Seifert <i>et al.</i> (2004)** Paton y Elsayed (2005) Van de Velde <i>et al.</i> (2005) Mahoney y Roberts (2007) Bouquet y Deutsch (2008) Callado y Utrero (2008) Choi y Jung (2008) Scholtens y Zhou (2008) Reverte (2009)*</p>	<p>Patten (2002) Hassel <i>et al.</i> (2005) Brammer <i>et al.</i> (2006) López <i>et al.</i> (2007) Bechetti <i>et al.</i> (2008) Makni <i>et al.</i> (2009)**</p>

	Lee y Faff (2009) Peters y Mullen (2009) Petersen y Vredenburg (2009)		
10	Misha y Suar (2010) Surroca <i>et al.</i> (2010)	Aras <i>et al.</i> (2010) Chih <i>et al.</i> (2010)* García-Castro <i>et al.</i> (2010) Yang <i>et al.</i> (2010)**	Lima <i>et al.</i> (2011)

() Estudios en los que se considera la RSC como variable independiente (RSC → RF^o)

()* Estudios en los que se considera la RSC como variable dependiente (RF^o → RSC)

()** Estudios en los que se considera la relación bidireccional (RSC ↔ RF^o)

En negrita figuran los estudios de meta-análisis de la literatura previa.

Fuente: Gómez-García (2008) y elaboración propia.

Tras la revisión efectuada, es posible indicar que, entre los años 1972 y 2010, un total de 223 estudios han examinado empíricamente la relación entre el desarrollo de una conducta socialmente responsable por parte de las empresas y su resultado financiero. En concreto, Moskowitz (1972) y Bragdon and Marlin (1972) publicaron los dos primeros trabajos de investigación y les siguieron otros 19 estudios en los años setenta, 33 en los ochenta y 88 en los noventa. Además, en la década entre los años 2000 y 2010 se publicaron 81 nuevos trabajos.

En cuanto al signo de la relación RSC-resultado financiero, una clara conclusión de la revisión efectuada es que los estudios previos arrojan resultados diversos, tanto positivos como negativos y neutros, si bien predomina el signo positivo (en el 56% de los casos, aproximadamente). De hecho, únicamente en el 12% del total de estudios la relación entre ambas variables ha sido negativa, mientras que en el 32% restante no se obtuvo una relación clara entre ellas. Si se realiza un breve análisis por décadas, los resultados arrojan que, en la década de los setenta, el 62% de los casos estudiados encontró una relación positiva, mientras que en el 33% el resultado fue neutral. Por tanto, tan sólo el 5% presentó resultados negativos. En los años ochenta, los resultados positivos ceden un cierto protagonismo en favor de la relación neutral, con un 39% y un 43% respectivamente. Por su parte, en los años noventa llama la atención el importante crecimiento del número de trabajos publicados respecto a las dos décadas previas. Del mismo modo, se observa de nuevo el predominio de la relación positiva en un 52% de los casos, seguida con un 34% por la relación neutral y un 14% por la negativa. Finalmente, en la última década considerada -entre los años 2000 y 2010-,

destaca la relación positiva (64%), seguida de la neutral (27%) y encontrándose en último lugar la relación negativa entre RSC y resultado financiero (9%).

Respecto a la causalidad de la relación, la RSC ha sido tratada como variable independiente, explicando el resultado financiero de las empresas, en 193 de los 223 estudios totales; es decir, en un 87% de la investigación empírica previa. Entre estos estudios, un 55% de los resultados demuestra una relación positiva y significativa, un 13% encuentra una relación negativa, mientras que el 32% restante concluye una relación neutral; es decir, una relación no significativa o resultados mixtos. Por otro lado, la RSC ha sido considerada como variable dependiente, explicada por el resultado financiero, en 19 trabajos (un 8% de la investigación empírica previa). Entre ellos, un 58% de los resultados soporta una influencia positiva y significativa del resultado financiero en la RSC, mientras que el 42% restante encuentra una relación neutral; no existiendo, por tanto, evidencia que valide la relación negativa. Finalmente, sólo el 5% de la investigación empírica previa (11 trabajos) analiza la relación bidireccional entre la RSC y el resultado financiero, de modo que 6 estudios demuestran una interacción positiva y los 5 restantes no encuentran una interrelación clara o estadísticamente significativa.

A modo de síntesis, del análisis de los antecedentes empíricos sobre la relación entre la RSC y el resultado financiero de las empresas, es posible extraer las siguientes conclusiones:

Acerca de la secuencia causal RSC \rightarrow RF^o, la revisión de los resultados obtenidos hasta la fecha indica que, en general, existe un claro efecto positivo de la RSC en el resultado financiero de las empresas. Esta relación positiva también ha sido apoyada por algunos estudios recientes de meta-análisis que sugieren que el hecho de ser socialmente responsable y responder a las necesidades y expectativas de los diferentes *stakeholders* deriva en una ventaja competitiva y mejora el rendimiento financiero de la empresa (Orlitzky *et al.*, 2003; Allouche y Laroche, 2005; Wu, 2006; Margolis *et al.*, 2007). Por otro lado, se advierte la existencia de pocos estudios que encuentren una vinculación negativa entre dichas variables. A partir de lo anterior es posible concluir que la mayoría de la literatura empírica previa apoya la idea de que,

como mínimo, una buena gestión y comunicación de la RSC no conlleva un bajo resultado financiero. Por tanto, parece rechazarse la hipótesis del *trade-off* a favor de la hipótesis del impacto social.

Con relación a la secuencia causal inversa, es decir, la secuencia $RF^o \rightarrow RSC$, en ningún caso se encuentra evidencia de la relación negativa, por lo que en base a la muestra de estudios analizada se rechaza la hipótesis del oportunismo de los directivos a favor de la hipótesis de la disponibilidad de fondos.

Respecto a la interacción $RSC \leftrightarrow RF^o$, aunque sólo once estudios analizan la relación entre la RSC y el resultado financiero en ambas direcciones, la mayoría concluye que la RSC y el resultado financiero se afectan mutuamente a través de un círculo virtuoso; encontrando, por tanto, soporte para la hipótesis de sinergia positiva. Los meta-análisis realizados por Orlitzky *et al.* (2003), Allouche y Laroche (2005) y Wu (2006) también sustentan dicha hipótesis. Por otro lado, la revisión efectuada permite rechazar de forma indirecta la hipótesis de sinergia negativa.

Por último, es evidente que en un número importante de estudios (y entre ellos, los más recientes) no se obtienen resultados concluyentes o la relación RSC-resultado financiero no resulta estadísticamente significativa. Aquí es donde entraría en juego la hipótesis de las variables “moderadoras” propuesta por Gómez-García (2008).

4. ESTUDIO DE LA RELACIÓN ENTRE LA RSC Y EL RESULTADO FINANCIERO EN EL SECTOR DE LAS CAJAS DE AHORROS

4.1. Base de datos: Las Cajas de Ahorros españolas (1996-2006)

La población del estudio está compuesta por el conjunto de cajas pertenecientes a la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA) en el periodo 1996-2006; es decir, un total de 47 entidades. Sobre esta población se obtienen datos económicos-financieros relativos a dicho período a partir de los anuarios de la CECA. Dado que se cuenta con información relativa al periodo analizado para todas las cajas, a excepción de la Caja de Ahorros y Préstamos

de Carlet² y la Caja de Ahorros de Vigo, Orense y Pontevedra -Caixanova³-, para las que sólo existe información de cinco (1996-2000) y siete años (2000-2006) respectivamente, el número total de observaciones asciende a 507.

4.2 La función social y financiera de las Cajas de Ahorros españolas

Las Cajas de Ahorros son entidades de crédito con una fuerte raíz local, cuya misión es proporcionar servicios financieros a todos los estratos de la población, así como destinar parte de sus beneficios al desarrollo y bienestar de la sociedad (Balado, 2006). De hecho, aunque son entidades de crédito plenas, operativamente equiparables al resto de las que integran el sistema financiero español (bancos y cooperativas de crédito), están constituidas bajo la forma jurídica de fundación privada con finalidad social (Quintás, 2006).

En los últimos años, las Cajas de Ahorros se han convertido en una pieza clave de nuestro sistema financiero, debido a un incremento sustancial en el volumen de fondos gestionados y, por ende, en la cuota de mercado. Así, en el periodo objeto de estudio (1996-2006), las cajas mejoraron su posición en términos de inversión crediticia (Tabla 1), pasando de una cuota relativa del 38,3% en el año 1996 a un 48,7% en el 2006 (incremento de 10,4 puntos porcentuales), mientras que la cuota de los bancos cayó un 11,9%, al pasar del 57,8% en el año 1996 al 45,9% en el 2006. En concreto, se advierte que entre los años 1996 y 2003 los bancos superaron a las cajas en inversión crediticia, si bien a partir de 2004 aquellos fueron perdiendo cuota progresivamente a favor de las cajas, situándose éstas por delante en el año 2006. Respecto a las cooperativas de crédito, su participación en la inversión crediticia a lo largo del período fue mucho menos significativa, experimentando un sensible incremento al pasar del 4% en 1996 al 5,4% en el 2006.

² La Caja de Ahorros Carlet fue absorbida a través de un proceso de fusión por parte de Bancaja en el año 2001.

³ Esta Caja de Ahorros es el resultado de las fusiones de las entidades Caixavigo (fundada en 1880), Caixa Ourense (1932) y Caixa de Pontevedra (1930), que tuvieron lugar entre los años 1999 y 2000.

Tabla 1: Cuota relativa en inversión crediticia* (%) (1996-2006)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Cajas de Ahorros	38,3	38,3	38,3	38,6	40,5	41,4	43,0	46,3	47,6	47,9	48,7
Bancos	57,8	57,7	57,1	56,9	54,7	53,8	51,9	48,3	47,1	46,6	45,9
Cooperativas de Crédito	4,0	4,1	4,5	4,5	4,7	5,4	5,2	5,4	5,3	5,5	5,4

* La inversión crediticia se define como la suma de préstamos y créditos.

Fuente: Elaboración propia a partir del Boletín Estadístico del Banco de España (1996-2006).

En cuanto a los depósitos captados de clientes (Tabla 2), las cajas pasaron de una cuota relativa del 39,4% en el año 1996 a un 52% en el 2006; es decir, un incremento de 12,6 puntos porcentuales, mientras que la participación de los bancos cayó un 15,2 % (una cuota del 56,7% en el año 1996 frente a un 41,5% en el 2006). En concreto, cabe destacar que, aunque hasta el año 1999 los bancos se situaron por delante, desde al año 2000 las Cajas de Ahorros gozaron de un protagonismo especialmente relevante, con unas cuotas de mercado que superaron ampliamente las de los bancos; siendo la brecha cada vez mayor a favor de las cajas. Por otro lado, la cuota de participación de las cooperativas de crédito, de nuevo mucho menos importante que la de los dos colectivos anteriores, incrementó un 2,6% entre 1996 y 2006.

Tabla 2: Cuota relativa en depósitos captados (%) (1996-2006)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Cajas de Ahorros	39,4	40,0	48,9	44,4	50,8	50,1	51,3	52,8	53,5	52,2	52,0
Bancos	56,7	55,8	53,4	50,7	43,0	43,6	42,3	40,7	39,9	41,2	41,5
Cooperativas de Crédito	3,9	4,1	4,7	4,9	6,2	6,3	6,4	6,5	6,6	6,6	6,5

Fuente: Elaboración propia a partir del Boletín Estadístico del Banco de España (1996-2006).

Las Cajas de Ahorros han logrado este incremento en el volumen de negocio, siguiendo unas pautas operativas que permiten conceptualizarlas como intermediarios financieros con personalidad jurídica propia. Entre los principales rasgos distintivos de esta personalidad, considerados también como los elementos genéricos más importantes que integran su misión, se encuentran la preocupación por el fomento del hábito del ahorro entre toda la población, la contribución al desarrollo de las zonas donde están implantadas, así como la distribución de parte de sus beneficios en proyectos de interés social a través de la obra social.

En efecto, la aportación a la obra social constituye un elemento esencial de la misión de las Cajas de Ahorros desde sus orígenes y, en último término, trata de conseguir que la actividad económica de las cajas sea equilibrada, sostenible y, por supuesto, beneficiosa para toda la sociedad (Balado, 2006). La obra social se configura así como un medio de retorno a la sociedad del excedente obtenido por las cajas y permite la prestación de servicios benéficos, culturales o sociales a grandes capas de la población (López Iturriga *et al.*, 2007). Concretamente, dentro de la obra social de las cajas españolas se pueden distinguir cuatro áreas de aplicación fundamentales: Cultura y tiempo libre, Asistencia social y sanitaria, Educación e investigación y Patrimonio histórico, artístico y natural.

La contribución cuantitativa de las Cajas de Ahorros a la obra social viene determinada por los parámetros del marco jurídico, que fija el porcentaje de aplicación a reservas en función de la solvencia, y por los beneficios obtenidos a los que se aplica dicho porcentaje (Cals, 2005). Respecto al marco jurídico, la legislación estatal vigente durante el período objeto de estudio (Ley 13/85, modificada con posterioridad por las Leyes 13/92 y 44/2002) establece que *“las Cajas de Ahorros deberán destinar a reservas o a fondos de provisión no imputables a riesgos específicos un 50 por ciento, como mínimo, de aquella parte de los excedentes de libre disposición que no sea atribuible a los cuotapartícipes”*, pudiendo dedicar el resto a un Fondo de la Obra Social, dado que no existe obligación legal de aportación alguna (Quintás, 2006). De hecho, es de carácter discrecional tanto el porcentaje a dotar como su aplicación entre las distintas áreas sociales. En cuanto a los beneficios generados, la favorable evolución de los resultados de las Cajas de Ahorros españolas a lo largo del período considerado ha permitido que, aun cuando la normativa de solvencia se ha reforzado, se dedicase a obra social un volumen importante de recursos.

Así, tal y como refleja la Tabla 3, los recursos económicos destinados a la obra social por el conjunto de Cajas de Ahorros españolas aumentaron considerablemente durante el período 1996-2006, pasando de casi 515 millones de euros en el año 1996 a casi 1.693 millones en el 2006 (un 229% de crecimiento acumulado). No obstante, si se considera la evolución de los fondos

dedicados a la obra social en términos relativos sobre el beneficio neto, es posible advertir un caída del 1,9% entre los años 1996 y 2006.

Tabla 3: Recursos destinados a obra social (1996-2006)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Millones de €	514,9	619,6	722,0	771,9	868,8	936,8	984,7	1.039,7	1.197,1	1.379,7	1.692,9
% Beneficio Neto	25,7	25,7	26,4	25,7	26,2	26,8	26,8	27,6	28,8	27,2	23,8

Fuente: Elaboración propia a partir de los Anuarios de la CECA (1996-2006).

En suma, a diferencia del resto de entidades de crédito, las Cajas de Ahorros españolas desarrollan una doble función: la social y la financiera (Balado, 2003). Mientras que la actividad social de una caja responde a una de sus finalidades funcionales más importantes, la actividad financiera se ha convertido en la principal forma de financiación de la función social (Carbó y Rodríguez, 1998; Carbó y López, 2004).

4.3 Medida de la RSC

La literatura previa sugiere que podría ser inadecuado emplear una medida universal de la RSC porque, por un lado, simplificaría en exceso un constructo complejo y, por otro lado, implicaría que “el período, el sector y las variables contextuales” no marcan una diferencia al respecto (Rowley y Berman, 2000; Simpson y Kohers, 2002; Van Beurden y Gössling, 2008). Debido a ello, en la actualidad se considera de gran valor medir la RSC en un contexto operativo concreto (Gómez-García, 2008; Mishra y Suar, 2010).

Por esta razón, en el presente trabajo relativo al sector de las Cajas de Ahorros se ha considerado como medida de la RSC el *Gasto en Obra Social (GOS)*. Esta medida se refiere a la cuantía invertida en obra social por las cajas en relación al beneficio neto del ejercicio; es decir, a la proporción de recursos efectivamente empleados en el ejercicio para financiar las distintas actividades de la obra social. Se trata, por tanto, de una medida agregada que considera la inversión realizada en las cuatro áreas de aplicación fundamentales.

En el marco de las tendencias actuales según las cuales la RSC se ha convertido en un factor clave en la misión de las empresas, se da la paradoja de que las

Cajas de Ahorros, una de las entidades más antiguas de nuestro país, ya vienen dedicando un importante esfuerzo a este fin desde su creación. El propio Congreso de los Diputados, en su Informe para Potenciar y Promover la Responsabilidad Social en las Empresas (2007), declaraba: “*Constatamos también la importancia de reconocer vínculos sustantivos entre (...) el enfoque fundacional de las Cajas de Ahorros y la RSC*”. Específicamente, a este respecto, tanto el ex-Presidente de la CECA (Quintás, 2006) como otros estudiosos del tema (Carbó y López, 2004; Balado, 2006) han sugerido que la obra social es uno de los ámbitos en los que se manifiesta la RSC de las cajas, dado que no tienen obligación legal de aportar recursos a la misma, y que constituye un compromiso libremente adoptado entre la entidad y los ciudadanos con el fin de contribuir al progreso de la sociedad, desencadenándose así un proceso de estrecha colaboración entre ambos para lograr mayores cuotas de bienestar en la cultura, el medioambiente, la educación, la investigación, la protección del patrimonio, la asistencia social y la sanidad, entre otros. Por tanto, la obra social constituye un principio seminal de los planteamientos actuales de la RSC, adquiriendo una relevancia significativa en el caso de las Cajas de Ahorros por la trascendencia cuasi pública de los bienes que producen y por su significado para el desarrollo y la evolución económica (Balado, 2006; Quintás, 2006).

El uso del gasto en obra social como medida de la RSC tiene las siguientes ventajas. Por un lado, se consigue un grupo equitativamente homogéneo de circunstancias contextuales al considerar exclusivamente el sector de las Cajas de Ahorros (por ejemplo; una contaminación medioambiental directa limitada, un contexto donde la seguridad de los productos y de los empleados representan preocupaciones mínimas, unas configuraciones de *stakeholders* similares o un marco regulatorio común). Por otro lado, el procedimiento utilizado para calcular este indicador por parte de las distintas cajas es homogéneo. Así, el volumen de recursos invertidos en el desarrollo de la obra social se determina sumando la dotación al Fondo de la Obra Social de un ejercicio a los remanentes no empleados en los ejercicios anteriores.

4.4. Medida del resultado financiero

Dos medidas contables del resultado financiero se han empleado para

cuantificar la *performance* empresarial en el sector de las Cajas de Ahorros⁴: la Rentabilidad Económica y la Rentabilidad Financiera. Ambos indicadores son los más utilizados por la comunidad académica para medir el resultado financiero en este tipo de estudios (Peters y Mullen, 2009).

La *Rentabilidad Económica* (RE) se ha definido como el cociente entre el beneficio neto del ejercicio después de impuestos⁵ y el volumen de activo total. Esta definición de la Rentabilidad Económicas es la tradicionalmente empleada por el Banco de España y, de acuerdo con una nomenclatura más internacional, se corresponde con el ROI (*Return on Investment*).

Por su parte, la *Rentabilidad Financiera* (RF) se ha medido como el cociente entre el beneficio neto del ejercicio después de impuestos y el volumen de fondos propios. También es la definición utilizada por el Banco de España y, en este caso, se corresponde con el ROE (*Return on Equity*). La rentabilidad sobre los fondos propios adquiere verdadero sentido como objetivo dominante de las Cajas de Ahorros cuando el elemento prioritario de su misión sea la realización de actividades sociales, dado que sólo una caja que consiga de forma consistente una rentabilidad sobre los fondos propios superior a la de sus competidores estará cumpliendo de la mejor forma posible con las demandas de su obra social (Ballarín, 1991).

4.5. Variables de control

Como variables de control con potencial para afectar sobre las distintas relaciones entre la RSC y el resultado financiero se han considerado las tradicionalmente analizadas bajo la hipótesis de las variables “moderadoras” y, por ende, las históricamente incluidas como variables de control en la mayoría

⁴ La literatura previa ha reconocido la idoneidad de utilizar más de una medida del desempeño empresarial a la hora de analizar la relación RSC-resultado financiero (Peters y Mullen, 2009). Asimismo, también ha remarcado la conveniencia de emplear medidas contables frente a medidas de mercado, debido a que estas últimas podrían estar recogiendo algo más que el rendimiento financiero de una empresa (Griffin y Mahon, 1997; Simpson y Kohers, 2002; Van Beurden y Gössling, 2008). De hecho, las medidas de mercado enfatizan al accionista como el principal *stakeholder* de la empresa, pero la evolución de estos indicadores puede responder a estímulos externos a la empresa. En cambio, las medidas contables están relacionadas con la eficiencia de la empresa y dependen de la asignación de recursos y de sus decisiones y capacidades de gestión.

⁵ El beneficio neto del ejercicio después de impuestos “*Net Profit*” se calcula de la misma manera para todas las Cajas de Ahorros según el modelo contable oficial vigente, tal y como aparece reflejado en el desglose de la cuenta de Pérdidas y Ganancias que presentan todas las cajas en el Anuario de la CECA. En concreto, el beneficio neto es una partida resumida de las siguientes rúbricas contables (Ballarín, 1991): Ingresos Financieros – Gastos Financieros + Otros Ingresos – Costes de Transformación – Provisión de Fallidos – Impuestos.

de los trabajos empíricos previos al respecto. En concreto, estas variables son las siguientes (Gómez-García, 2008)⁶:

- el *tamaño* (TAMAÑO), definida como el activo total de la caja, expresado en millones de euros (introducida en el análisis empírico en forma de logaritmo).
- el *nivel de riesgo* (RIESGO), medido a partir del cociente entre el volumen de fondos propios y el activo total de la caja.
- la *edad* (EDAD), es decir, el número de años en funcionamiento de la caja (introducida en el análisis empírico en forma de logaritmo).

4.6. Metodología

Para alcanzar los objetivos del estudio se van a estimar dos modelos causales -el *Modelo 1* sobre los determinantes del gasto en obra social de las cajas y el *Modelo 2* sobre los determinantes del resultado financiero-, utilizando tres métodos de estimación diferentes para comprobar la robustez de los hallazgos encontrados: (a) la regresión agrupada o *pooled* de datos; (b) el análisis estático de datos de panel; y (c) el análisis dinámico de datos de panel (García-Castro *et al.*, 2010). Todas las estimaciones se efectúan con el programa estadístico STATA9.

El enfoque más simple para analizar un panel de datos consiste en estimar una regresión por mínimos cuadrados ordinarios mediante un *pooled* de datos, omitiendo las dimensiones del espacio y el tiempo de los datos agrupados. Por tanto, se asume que todos los coeficientes son iguales para cada una de las cajas de la muestra y para cada período de tiempo. Este método de estimación parte del supuesto de que la varianza de los términos de error es la misma para cada una de las observaciones y que los términos de error no están correlacionados para los distintos períodos. Por tanto, no considera ni el problema derivado de la heterogeneidad inobservable, ni el problema de

⁶ Dado que este estudio se centra en un sector de actividad concreto -las Cajas de Ahorros-, no procede, por tanto, controlar por dicha variable.

endogeneidad⁷. Así pues, nuestros dos modelos econométricos quedarían especificados del siguiente modo:

- **Modelo 1**

$$GOS_{it} = \alpha_0 + \beta_1 RENTABILIDAD_{AD_{it}} + \beta_2 TAMAÑO_{it} + \beta_3 RIESGO_{it} + \beta_4 EDAD_{it} + \sum_{t=1996}^{2006} Y_t + \varepsilon_{it}$$

- **Modelo 2**

$$RENTABILIDAD_{AD_{it}} = \alpha_0 + \beta_1 GOS_{it} + \beta_2 TAMAÑO_{it} + \beta_3 RIESGO_{it} + \beta_4 EDAD_{it} + \sum_{t=1996}^{2006} Y_t + \varepsilon_{it}$$

donde GOS_{it} es el gasto en obra social de la caja i en el año t ; $RENTABILIDAD_{it}$ es alternativamente RE_{it} (rentabilidad económica de la caja i en el año t) ó RF_{it} (rentabilidad financiera de la caja i en el año t); $TAMAÑO_{it}$ es el logaritmo natural del total de activo; $RIESGO_{it}$ es el cociente entre los fondos ajenos y el activo total de la caja i en el año t ; y $EDAD_{it}$ es el logaritmo natural del número de años de la caja i hasta el año t ; y donde α_0 es el término constante, $\sum_{t=1996}^{2006} Y_t$ es un conjunto de variables *dummy* temporales que recogen cualquier efecto temporal invariante de la caja no incluido en la regresión; y ε_{it} es el término de error.

En segundo lugar, tratamos de tener en cuenta la heterogeneidad inobservable mediante un análisis estático de datos de panel, incluyendo efectos fijos o aleatorios en el modelo. Específicamente, el estimador de efectos fijos asume que los efectos individuales inobservables de las cajas son parámetros fijos a estimar al estar correlacionados con los regresores, mientras que el estimador de efectos aleatorios considera que las cajas constituyen una muestra aleatoria, de manera que los efectos individuales inobservables son asumidos estocásticos y no correlacionados con los regresores. El contraste de

⁷ El *problema de heterogeneidad inobservable* está asociado con una posible correlación entre las características individuales no observables de las empresas, es decir, el efecto individual inobservable, y el conjunto de variables explicativas. Por otro lado, en un modelo econométrico se dice que una variable es endógena cuando existe correlación entre la misma y el término de error. El *problema de endogeneidad* puede surgir como resultado de errores de medida, de un sesgo de simultaneidad (tanto la variable dependiente como la independiente pueden estar influidas simultáneamente por los mismos factores), un sesgo de doble causalidad (la variable independiente puede tanto influir en como ser influida por la variable dependiente) y/o la existencia de variables omitidas a hora de especificar el modelo.

Hausman⁸ permite determinar cuál de estos dos estimadores -efectos fijos o efectos aleatorios- resulta más apropiado en cada caso. De este modo, nuestros modelos quedarían definidos como sigue:

- **Modelo 1**

$$GOS_{it} = \alpha_0 + \beta_1 RENTABILIDAD_{it} + \beta_2 TAMAÑO_{it} + \beta_3 RIESGO_{it} + \beta_4 EDAD_{it} + \sum_{t=1996}^{2006} Y_t + \mu_{it}$$

- **Modelo 2**

$$RENTABILIDAD_{it} = \alpha_0 + \beta_1 GOS_{it} + \beta_2 TAMAÑO_{it} + \beta_3 RIESGO_{it} + \beta_4 EDAD_{it} + \sum_{t=1996}^{2006} Y_t + \mu_{it}$$

donde $\mu_{it} = \gamma_i + \varepsilon_{it}$, teniendo en cuenta que γ_i recoge el efecto individual inobservable que asumimos constante para la caja i a lo largo de t ; es decir, captaría la heterogeneidad inobservable entre las cajas..

Finalmente, se realiza un análisis dinámico de datos de panel a partir del Método Generalizado de los Momentos (*difference GMM*), desarrollado para los modelos dinámicos de datos de panel por Arellano y Bond (1991). Esta metodología está específicamente diseñada para responder a tres problemas econométricos relevantes presentes en el estudio de las posibles relaciones entre la RSC y el resultado financiero (Paton y Elsayed, 2005; García-Castro *et al.*, 2010): (a) la presencia de heterogeneidad inobservable, de manera que los efectos individuales inobservables son eliminados tomando primeras diferencias de todas las variables; (b) el problema de endogeneidad⁹, que se resuelve utilizando instrumentos internos y, más concretamente, instrumentos

⁸ El contraste de Hausman (1978) analiza la posible correlación entre el término de error y los regresores, para así poder decidir entre una estimación de efectos fijos o de efectos aleatorios. Bajo la hipótesis nula de no diferencia entre ambos estimadores, el estadístico de Hausman converge en distribución a una Chi-cuadrado con K grados de libertad, donde K es el número de variables explicativas incluidas en la especificación del modelo. El rechazo de la hipótesis nula indica la conveniencia de utilizar el método de los efectos fijos. Sin embargo, el contraste de Hausman sólo es válido si las variables son estrictamente exógenas.

⁹ Además del análisis dinámico de datos de panel a partir del estimador GMM, otras posibles soluciones que permiten aliviar (pero no resolver) el problema de endogeneidad pueden ser: a) recurrir a varias fuentes de información o utilizar medidas objetivas (cuando el problema es el resultado de errores de medida); b) retardar la variable explicativa (cuando el problema está en un sesgo de simultaneidad y/o de doble causalidad); o c) incluir las variables omitidas o considerar los efectos individuales inobservables (cuando el problema radica en la existencia de variables omitidas). Adicionalmente, otra alternativa al GMM es la utilización de Variables Instrumentales mediante una estimación por Mínimos Cuadrados en dos etapas, en donde la variable endógena se reemplazará por su valor estimado a partir de las variables auxiliares o instrumentos que se hayan considerado como determinantes de la misma.

basados en los valores retardados de las variables explicativas que puedan presentar un problema de endogeneidad (en nuestro caso, en el modelo de determinantes del gasto en obra social las variables consideradas como endógenas son la rentabilidad y el nivel de riesgo, mientras que en el modelo de los determinantes del resultado financiero lo son el gasto en obra social, el nivel de riesgo y el tamaño), teniendo en cuenta que, en cada caso, se deben incluir todos los retardos posibles para eliminar posibles correlaciones¹⁰; y (c) el proceso autorregresivo de los datos relativos al comportamiento del gasto en obra social y la rentabilidad; es decir, la conveniencia de usar modelos con variables dependientes retardadas en la medida en que tanto el gasto en obra social como el nivel de rentabilidad de un período pueden estar relacionados con las cifras alcanzadas en períodos previos.

La nueva especificación de nuestros modelos econométricos a la hora de realizar el análisis dinámico de datos de panel a partir del estimador GMM sería la siguiente:

- **Modelo 1**

$$GOS_{it} = a_0 + \beta_1 GOS_{i,t-1} + \beta_2 RENTABILIDAD_{AD_{it}} + \beta_3 TAMAÑO_{it} + \beta_4 RIESGO_{it} + \beta_5 EDAD_{it} + \sum_{t=1996}^{2006} Y_t + \gamma_i + \varepsilon_{it}$$

- **Modelo 2**

$$RENTABILIDAD_{AD_{it}} = a_0 + \beta_1 RENTABILIDAD_{AD_{i,t-1}} + \beta_2 GOS_{it} + \beta_3 TAMAÑO_{it} + \beta_4 RIESGO_{it} + \beta_5 EDAD_{it} + \sum_{t=1996}^{2006} Y_t + \gamma_i + \varepsilon_{it}$$

donde $GOS_{i,t-1}$ es el gasto en obra social de la caja i en el año $t-1$ y $RENTABILIDAD_{i,t-1}$ es alternativamente $RE_{i,t-1}$ (rentabilidad económica de la caja i en el año $t-1$) ó $RF_{i,t-1}$ (rentabilidad financiera de la caja i en el año $t-1$).

La consistencia del estimador GMM depende de la validez de los instrumentos empleados. Para ello se consideran los tres contrastes de especificación sugeridos por Arellano y Bond (1991). El primero es el test de sobre-identificación de Hansen, que contrasta la ausencia de correlación entre los

¹⁰ De esta manera también se evita cualquier sesgo en las estimaciones asociado a la propia definición de las dos variables principales de nuestro estudio: el gasto en obra social (GOS = gasto en obra social/beneficio neto) y la rentabilidad empresarial (RE = beneficio neto/activo total y RF = beneficio neto/fondos propios), pues el beneficio neto de un período (utilizado para calcular las variables dependientes) no se encontrará necesariamente correlacionado con el beneficio neto de los períodos previos (empleado para calcular las variables explicativas).

instrumentos y el término de error, o dicho de otra manera, la validez conjunta de los instrumentos utilizados. El segundo test examina la hipótesis de ausencia de correlación serial de segundo orden en los residuos en primeras diferencias (m_2). En tercer lugar, los dos contrastes de Wald de significación conjunta de las variables explicativas (z_1) y de las variables ficticias temporales (z_2). Adicionalmente, se tiene en cuenta el posible problema de heterocedasticidad utilizando la opción *robust* para el comando *xtabond2* del programa STATA.

4.7. Resultados del estudio

Antes de presentar los resultados de los análisis realizados, la Tabla 4 muestra los principales estadísticos descriptivos (media, mediana, valor máximo y mínimo, y desviación típica) de las variables utilizadas en el estudio¹¹, mientras que la Tabla 5 recoge las correlaciones bivariadas entre ellas.

Tabla 4: Estadísticos descriptivos

La muestra se compone de 47 Cajas de Ahorros españolas en el periodo de tiempo 1996-2006. GOS es el gasto en obra social respecto al beneficio neto del ejercicio (en tanto por ciento). RE indica la rentabilidad económica de la caja en el ejercicio (en tanto por ciento). RF indica la rentabilidad financiera de la caja en el ejercicio (en tanto por ciento). TAMAÑO indica el activo total en el ejercicio (en millones de euros). RIESGO es el cociente entre volumen de fondos ajenos y activo total del ejercicio (en tanto por ciento). EDAD indica el número de años en funcionamiento.

Variables	N	Media	Mediana	Máximo	Mínimo	Desv. típica
GOS	506	28,251	26,138	135,235	3,562	12,433
RE	507	0,828	0,778	2,406	0,001	0,323
RF	507	12,552	12,212	46,744	-3,613	3,804
TAMAÑO	507	10734,11	4.946,976	192.493,5	93,956	3536,211
RIESGO	507	93,331	93,745	98,755	86,122	1,964
EDAD	507	66,767	67	147	0	47,475

¹¹ Respecto a la variable *GOS*, fue necesario eliminar una observación de la muestra, debido a que el ratio gasto en obra social respecto al beneficio neto resultó una indeterminación como consecuencia de que el beneficio neto de una caja en un año concreto fue igual a cero.

Tabla 5: Matriz de correlaciones

La muestra se compone de 47 Cajas de Ahorros españolas en el periodo de tiempo 1996-2006. GOS es el gasto en obra social respecto al beneficio neto del ejercicio (en tanto por ciento). RE indica la rentabilidad económica de la caja en el ejercicio (en tanto por ciento). RF indica la rentabilidad financiera de la caja en el ejercicio (en tanto por ciento). TAMAÑO indica el logaritmo del activo total en el ejercicio. RIESGO es el cociente entre volumen de fondos ajenos y activo total del ejercicio. EDAD indica el logaritmo del número de años en funcionamiento.

Variables	GOS	RE	RF	TAMAÑO	RIESGO
RE	-0,219*** (0,000)				
RF	-0,351*** (0,000)	0,600*** (0,000)			
TAMAÑO	-0,031 (0,480)	-0,104** (0,018)	0,131*** (0,003)		
RIESGO	-0,058 (0,192)	-0,680*** (0,000)	0,101** (0,021)	0,236*** (0,000)	
EDAD	-0,108* (0,014)	-0,146*** (0,000)	-0,108** (0,015)	-0,216*** (0,000)	-0,085* (0,060)

* Estadísticamente significativo al 10% ** Estadísticamente significativo al 5% *** Estadísticamente significativo al 1%

Dado que entre algunas variables explicativas existen correlaciones estadísticamente significativas, para descartar cualquier problema de multicolinealidad se ha realizado un análisis de los factores de inflación de la varianza (FIV). Siguiendo la regla empírica de Kleinbaum *et al.* (1998), en este caso no parece existir tal problema, pues ningún FIV es superior a 10.

A continuación, se presentan los resultados de las estimaciones relativas al estudio de la doble dirección de la causalidad entre el gasto en obra social y el resultado financiero de las Cajas de Ahorros españolas en el período 1996-2006. En concreto, la Tabla 6 muestra los resultados de las estimaciones del *Modelo 1* (determinantes del gasto en obra social) tras aplicar un *pooled* de datos, un análisis estático de datos de panel incluyendo efectos fijos y aleatorios, y un análisis dinámico de datos de panel a partir del estimador GMM. Tal y como se puede observar, con independencia de la metodología empleada, los resultados de todas las estimaciones de los Modelos 1a y 1b ponen de manifiesto respectivamente que tanto la rentabilidad económica como la financiera influyen negativa y significativamente sobre el gasto en obra social de las cajas (al 1 por ciento). Estos resultados no se ven afectados al considerar la variable dependiente retardada un período como una variable explicativa adicional, la cual no resulta estadísticamente significativa (Modelos 1a y 1b, GMM). Por tanto, nuestros hallazgos estarían en línea con la hipótesis del oportunismo de los directivos; es decir, que ante unos buenos resultados

económicos, los órganos de gobierno de las cajas optarán por reducir los gastos en obra social a fin de optimizar su función de utilidad particular.

Respecto a las variables de control incorporadas en este primer modelo, dado que en algunos casos los resultados difieren entre los distintos métodos de estimación, sólo se van a interpretar las estimaciones obtenidas tras aplicar el GMM, dado que es la metodología que ofrece los resultados menos sesgados y más eficientes. A este respecto, es posible indicar que, en línea con los hallazgos de Orlitzky y Benjamin (2001) y Jo y Harjoto (2011), el nivel de riesgo medido a través del endeudamiento afecta de manera negativa y significativa a la inversión en iniciativas sociales por parte de las Cajas de Ahorros. Además, en consonancia con los resultados de Fisher y Schot (1993), la edad de las cajas también parece influir negativa y significativamente sobre sus niveles de gasto en obra social.

Tabla 6: Determinantes del gasto en obra social de las Cajas de Ahorros españolas (Modelo 1)

La muestra se compone de 47 Cajas de Ahorros españolas en el período de tiempo 1996-2006. RE indica la rentabilidad económica de la caja en el ejercicio (en tanto por ciento). RF indica la rentabilidad financiera de la caja en el ejercicio (en tanto por ciento). GOS es el gasto en obra social respecto al beneficio neto del ejercicio (en tanto por ciento). TAMAÑO indica el logaritmo del total activo en el ejercicio. RIESGO es el cociente entre volumen de fondos ajenos y activo total del ejercicio. EDAD indica el logaritmo del número de años en funcionamiento. z_1 y z_2 son un contraste de la significación conjunta de las variables explicativas y de las variables ficticias temporales, respectivamente (asintóticamente distribuidas como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación). m_2 es la correlación serial de segundo orden usando residuos en primeras diferencias, asintóticamente distribuida como N (0,1) bajo la hipótesis nula de no correlación serial. Hansen es un test que contrasta las restricciones de sobre-identificación, asintóticamente distribuido como χ^2 bajo la hipótesis nula de no correlación entre los instrumentos y el término de error. Se muestran los errores estándares entre paréntesis. EA denota efectos aleatorios y EF efectos fijos. En todos los modelos la variable dependiente es el GOS. El Modelo 1a recoge el efecto de la RE y el Modelo 1b el efecto de la RF.

Variables	Pooled de datos		Modelo de efectos fijos y aleatorios				GMM	
	Modelo 1a	Modelo 1b	Modelo 1a (EA)	Modelo 1a (EF)	Modelo 1b (EA)	Modelo 1b (EF)	Modelo 1a	Modelo 1b
RE	-23,088*** (4,389)		-28,235*** (5,291)	-29,428*** (5,530)			-34,532*** (7,898)	
RF		-1,340*** (0,297)			-1,535*** (0,332)	-1,580*** (0,341)		-3,038*** (0,703)
GOS _{t-1}							-0,066 (0,116)	-0,066 (0,103)
TAMAÑO	0,310 (0,424)	0,294 (0,422)	0,194 (1,162)	6,839 (5,745)	0,086 (1,162)	4,387 (5,659)	31,108 (18,947)	17,831 (26,931)
RIESGO	-2,711*** (0,562)	0,101 (0,244)	-2,408*** (0,833)	-2,198* (1,204)	0,943*** (0,479)	1,444* (0,810)	-5,134** (3,636)	-2,284* (3,517)
EDAD	-1,564*** (0,476)	-1,524*** (0,476)	-1,836 (1,222)	-0,857 (2,572)	-1,701 (1,195)	-0,216 (2,576)	-10,048 (7,282)	-16,579* (8,945)
Efecto anual	No	No	Si	Si	Si	Si	Si	No
Wald chi-cuadrado			80,80***		58,02***			
F	5,08***	3,05***		6,38***		4,68***		
R ²	0,197	0,180	0,183	0,345	0,167	0,2995		
Hausman				11,28		10,03		
z_1							29,75 (5)***	21,84 (5)***
z_2							26,33 (9)***	13,23 (9)
m_2							-0,19	-0,02
Hansen							32,07 (50)	35,33 (50)
No. observaciones	505	505	505	505	505	505	411	411
No. grupos			47	47	47	47	47	47

* Estadísticamente significativo al 10% ** Estadísticamente significativo al 5% *** Estadísticamente significativo al 1

La Tabla 7 presenta las estimaciones del *Modelo 2* (determinantes de la rentabilidad) tras aplicar las distintas metodologías. En este caso, todos nuestros resultados coinciden en indicar que el gasto en obra social que realizan las Cajas de Ahorros españolas influye de modo negativo y significativo sobre los niveles de rentabilidad económica (Modelos 2a) y financiera (Modelos 2b) generados por estas entidades (al 1 por ciento). Como se puede observar, esta influencia negativa se mantiene cuando se considera el efecto retardado de las variables dependientes (Modelos 2a y 2b, GMM). Por tanto, nuestros hallazgos encuentran soporte para la hipótesis del *trade off*. De este modo, las actividades de la obra social, en la medida en que constituyen un conjunto de acciones de RSC que siempre conllevan un coste económico para las cajas, serían actividades consumidoras de recursos sin contraprestación económica explícita en la cuenta de resultados y, en último término, con un efecto adverso sobre los niveles de rentabilidad.

Además, los niveles de rentabilidad económica y financiera de las cajas en cada período también parecen depender significativamente de los respectivos niveles alcanzados en el período previo (al 1 por ciento). Finalmente, ninguna de las variables de control introducidas en este segundo modelo ha resultado estadísticamente significativa.

Tabla 7: Determinantes del resultado financiero de las Cajas de Ahorros españolas (Modelo 2)

La muestra se compone de 47 Cajas de Ahorros españolas en el periodo de tiempo 1996-2006. RE indica la rentabilidad económica de la caja en el ejercicio (en tanto por ciento). RF indica la rentabilidad financiera de la caja en el ejercicio (en tanto por ciento). GOS es el gasto en obra social respecto al beneficio neto del ejercicio (en tanto por ciento). TAMAÑO indica el logaritmo del total activo en el ejercicio. RIESGO es el cociente entre volumen de fondos ajenos y activo total del ejercicio. EDAD indica el logaritmo del número de años en funcionamiento. z_1 y z_2 son un contraste de la significación conjunta de las variables explicativas y de las variables ficticias temporales, respectivamente (asintóticamente distribuidas como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación). m_2 es la correlación serial de segundo orden usando residuos en primeras diferencias, asintóticamente distribuida como $N(0,1)$ bajo la hipótesis nula de no correlación serial. Hansen es un test que contrasta las restricciones de sobre-identificación, asintóticamente distribuido como χ^2 bajo la hipótesis nula de no correlación entre los instrumentos y el término de error. Se muestran los errores estándares entre paréntesis. EA denota efectos aleatorios y EF efectos fijos. En los Modelos 2a la variable dependiente es la RE, mientras que en los Modelos 2b es la RF.

Variables	Pooled de datos		Modelo de efectos fijos y aleatorios				GMM	
	Modelo 2a	Modelo 2b	Modelo 2a (EA)	Modelo 2a (EF)	Modelo 2b (EA)	Modelo 2b (EF)	Modelo 2a	Modelo 2b
GOS	-0,007*** (9,69-04)	-0,107*** (0,015)	-0,009*** (0,001)	-0,010*** (0,001)	-0,145*** (0,021)	-0,166*** (0,026)	-0,012*** (0,002)	-0,132*** (0,015)
RE _{t-1}							0,607*** (0,049)	
RF _{t-1}								0,463*** (0,062)
TAMAÑO	0,029*** (0,006)	0,494 (0,105)	0,027** (0,012)	0,224* (0,130)	0,457** (0,196)	2,614 (2,147)	0,211 (0,210)	5,940 (5,184)
RIESGO	-0,112*** (0,005)	0,166** (0,082)	-0,103*** (0,008)	-0,101*** (0,016)	0,251* (0,138)	0,395 (0,268)	0,016 (0,031)	0,956 (0,612)
EDAD	-0,019** (0,007)	-0,292** (0,119)	-0,020 (0,016)	0,028 (0,053)	-0,293 (0,212)	1,002 (0,958)	-0,124 (0,116)	1,808 (2,271)
Efecto anual	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	No
Wald chi-cuadrado			436,94***		227,36***			
F	46,17***	15,92***		28,69***		14,79***		
R ²	0,634	0,271	0,621	0,558	0,264	0,170		
Hausman				1,76		48,23***		
z_1							194,70 (5) ***	123,68 (5) ***
z_2							10,40 (9)	12,66 (9)
m_2							-0,85	0,16
Hansen							37,07 (67)	32,36 (67)
No. observaciones	505	505	505	505	505	505	411	411
No. grupos			47	47	47	47	47	47

* Estadísticamente significativo al 10% ** Estadísticamente significativo al 5% *** Estadísticamente significativo al 1%

Aunque no se muestran los resultados por razones de espacio, con carácter complementario se han repetido las estimaciones de los modelos anteriores, desglosando el gasto en obra social en sus cuatro componentes fundamentales: Cultura y tiempo libre, Asistencia social y sanitaria, Educación e investigación y Patrimonio artístico, histórico y natural. De nuevo, los resultados indican una influencia negativa de la rentabilidad económica y financiera sobre cada una de las áreas de aplicación, siendo el efecto estadísticamente significativo en todas ellas excepto en el área de Educación e investigación en el modelo de la rentabilidad financiera, y en el área de Asistencia social y sanitaria en el modelo de la rentabilidad económica. Por su parte, el gasto en obra social, con independencia del área de aplicación, siempre influye de manera negativa y significativa sobre la rentabilidad económica y financiera, salvo en el área de Patrimonio histórico, artístico y natural.

Así pues, al encontrar soporte para las hipótesis del oportunismo de los directivos y del *trade off* es posible sugerir que existe una relación interactiva negativa entre la RSC y el resultado en el sub-sector financiero de las Cajas de Ahorros españolas durante el período 1996-2006. En resumen, los resultados obtenidos avalan la hipótesis de sinergia negativa en dicho sector; es decir, que existe un círculo vicioso entre las variables implicadas, de manera que un menor gasto en obra social conduce a un mejor resultado financiero de las cajas, lo que a su vez se traduce en una menor inversión en iniciativas sociales por parte de éstas.

5. Conclusiones

Dada la escasez de trabajos empíricos sobre la posible relación bidireccional entre la RSC y el resultado financiero y la falta de unanimidad en los resultados encontrados, nuestro trabajo pretende contribuir al enriquecimiento de este campo de investigación profundizando sobre la doble dirección de causalidad entre ambas variables en el sector de las Cajas de Ahorros españolas durante el período 1996-2006, tratando de superar las principales limitaciones de la evidencia empírica previa. La realización de actividades de RSC en este sub-sector financiero queda constatada al ser un elemento clave de su misión la

devolución voluntaria a la sociedad de una parte de los excedentes generados, mediante la prestación de servicios benéficos, culturales o sociales a través de la obra social. A pesar de ello, los estudios sobre la relación entre el gasto en obra social y el resultado financiero son muy escasos hasta el momento.

Después de controlar por ciertas características organizativas tales como el tamaño, el nivel de riesgo y la edad de las Cajas de Ahorros, los hallazgos encontrados ponen de manifiesto un efecto negativo y significativo del gasto en obra social sobre la rentabilidad, tanto económica como financiera, de las cajas españolas¹². De acuerdo con la *hipótesis del trade off*, nuestros resultados indican que las actividades de la obra social podrían no estar generando las contraprestaciones económicas suficientes para contrarrestar el impacto negativo de unos mayores costes, provocando que el gasto en obra social no pueda ser considerado como un factor de rentabilidad. Además de las cargas adicionales que implica la mera prestación de los distintos servicios benéficos, culturales y sociales, también es necesario tener en cuenta los costes de oportunidad, pues durante el período 1996-2006 una media del 26% del beneficio neto de las cajas se destinó a costear la obra social (Anuarios de la CECA, 1996-2006), lo que habría limitado los recursos disponibles para actividades puramente financieras y generadoras de riqueza.

Por tanto, nuestros resultados sugieren que las Cajas de Ahorros, aun siendo socialmente responsables al efectuar las distintas acciones de la obra social, no han sido capaces de explotar una ventaja competitiva, ni de capitalizar ante los ciudadanos el esfuerzo realizado a este respecto, lo que al final ha podido contribuir a que un mayor gasto en obra social se haya traducido en peores niveles de rentabilidad. Esto podría tener dos posibles justificaciones: (a) el hecho de que todas las cajas llevan a cabo obra social, lo cual disminuye el potencial diferenciador de estas actividades como fuente de reputación, imagen de marca y confianza, y puede provocar que los agentes receptores de tales acciones las perciban como algo usual, consustancial y cuasi obligatorio de

¹² Nuestro resultado, por tanto, difiere del encontrado en el único estudio que analiza dicha secuencia causal en el sector bancario; el trabajo de Simpson y Kohers (2002) que, a partir de una muestra de 385 bancos americanos en el período 1993-1994, concluye que la RSC influye positiva y significativamente en el resultado financiero.

estas entidades¹³; y (b) el hecho de que, a diferencia de otras actividades de RSC que en muchas ocasiones no conllevan cargas económicas para las empresas (p.e., mejorar el clima laboral, mejorar la relación con clientes y proveedores,...), las acciones de la obra social son actividades de RSC que siempre suponen un coste para las cajas¹⁴.

Por otro lado, nuestros resultados apoyan la idea de que el resultado financiero de las Cajas de Ahorros españolas es un factor determinante de la realización de actuaciones de obra social. En concreto, acorde con la *hipótesis del oportunismo de los directivos*, nuestros hallazgos sugieren que cuanto mayor sea la rentabilidad económica y financiera generada por las cajas, menor será su inversión en la función benéfico-social¹⁵. Ello es indicativo de que los órganos de gobierno de las cajas podrían haber percibido que la obra social es un factor de coste importante para estas entidades, de modo que en un entorno cada vez más competitivo, aún cuando los resultados de las cajas evolucionaban favorablemente, optaron más por reinvertir en el negocio financiero que en la obra social, dado que ésta no constituye un elemento básico de su propia función de utilidad.

No obstante, además del posible oportunismo de los directivos, otra posible justificación de la relación negativa encontrada entre la rentabilidad y el gasto en obra social de las cajas puede hallarse en la regulación progresivamente más exigente del Banco de España en relación con el coeficiente de fondos propios (capital mínimo), regulación alineada con la normativa financiera internacional (Basilea I y Basilea II) y con el énfasis puesto en la solvencia y la liquidez. Así, los mayores requisitos de solvencia y liquidez a que estaban sometidas las Cajas de Ahorros podrían haber forzado a estas entidades a

¹³ Este hecho también explicaría que en este caso proceda hablar de un exceso de inversión en obra social; es decir, dado que todas las cajas llevan a cabo obra social, aquellas que realizan una sobre-inversión en estas actividades sociales serán penalizadas en su cuenta de resultados.

¹⁴ Este hecho también podría explicar que nuestro resultado difiera de los encontrados mayoritariamente respecto al efecto de la RSC en el resultado financiero -relación positiva o, en menor medida, neutral-, ya que las medidas de RSC utilizadas habitualmente en este campo de investigación (el índice de Reputación Corporativa de Fortune o los índices KLD, SAM, CGI,...) recogen, además de actividades de RSC que conllevan costes para las empresas, otras acciones que no siempre implican cargas económicas para las mismas.

¹⁵ Nuestro resultado también es distinto del hallado en el trabajo de Chih *et al.* (2010) que, a partir de una muestra de 520 empresas financieras pertenecientes a 34 países en el período 2003-2005, encuentra que el nivel de desempeño no influye en la inversión en RSC.

centrar más la atención en su capitalización -actividad financiera- en detrimento de la actividad benéfico-social. En efecto, en el período 1996-2006 la Administración Pública, con la obligación de destinar como mínimo el 50% de los excedentes a reservas, imponía una cierta austeridad en el gasto de los beneficios de las cajas con la clara finalidad de asegurar una mayor solvencia propia y garantía de los depósitos de sus clientes. Así, aún cuando sus beneficios crecían, las cajas hicieron un aporte extra a reservas -en torno al 74%- frente a la exigencia legal de un mínimo del 50%, apostando más por la consolidación económica y la solvencia de la entidad, que por la devolución a la sociedad, a través de la obra social, de la mayor parte legalmente admisible de los beneficios derivados de su actividad.

De este modo, combinando los dos hallazgos previos, es posible concluir que, de acuerdo con la *hipótesis de sinergia negativa*, existe una clara relación interactiva negativa entre la RSC y el resultado financiero en el sector de las Cajas de Ahorros españolas durante el período 1996-2006; esto es, un círculo vicioso entre ambas variables, de manera que un menor gasto en obra social conduce a un mejor resultado financiero de las cajas, lo que a su vez incentiva a sus directivos a abordar una menor inversión en obra social en pro de la función financiera.

Este estudio tiene dos implicaciones principales a nivel académico. Primera, contribuye a enriquecer la literatura sobre la relación RSC-resultado financiero, avanzando más allá que la mayoría de los estudios previos al analizar la doble dirección de la causalidad en las Cajas de Ahorros españolas. Específicamente, partiendo de un sector que desarrolla una doble función -la social y la financiera-, nuestro trabajo apoya la hipótesis de sinergia negativa. Aunque factores específicos de nuestro país en el período objeto de estudio podrían explicar la diferencia en resultados con la mayoría de los estudios previos, las características distintivas y la regulación propia del sector de las Cajas de Ahorros también podrían ser especialmente relevantes. De ahí la importancia de controlar en este tipo de estudios por factores tales como el período, el país de origen y el sector de actividad. Segunda, nuestro trabajo demuestra que, corrigiendo las principales limitaciones de la evidencia empírica previa sobre la relación RSC-resultado financiero, es posible encontrar unos

resultados diferentes a los hallados mayoritariamente en este campo de investigación.

Respecto a las implicaciones prácticas, destacar que ante la crisis y los procesos de reestructuración que actualmente están llevando a cabo las cajas, el Informe de la Fundación Empresa y Sociedad (2011) reconoce que se están produciendo importantes recortes en la dotación a obra social. En un futuro inmediato parece razonable esperar que tales recortes se potencien todavía más debido a la necesidad real de una mayor capitalización de estas entidades, a la “bancarización” de algunas de ellas y la llegada de nuevos accionistas, así como a la conversión de otras en entes públicos. Ante este conjunto de circunstancias, es previsible esperar que la obra social se vaya reduciendo a proporciones escasas del beneficio neto. Este hecho conllevaría, según nuestros hallazgos, un incremento en los niveles de rentabilidad de las cajas, al que también podrían contribuir los propios procesos de reestructuración y “bancarización”, dirigidos fundamentalmente a mejorar su competitividad. Acorde con nuestro estudio, dicho incremento en los resultados se traduciría, a su vez, en una pérdida del énfasis en la función social de las cajas a favor del negocio financiero.

Desde el punto de vista práctico, el escenario definido no debería llevar a la exclusión de la obra social como actividad diferenciadora de las cajas que es, sino conducir a planteamientos orientados a su óptima explotación ante los agentes directos con los que se relacionan estas entidades (depositantes, prestatarios y la sociedad en general). Así, en un entorno sumamente competitivo, un buen marketing de la obra social podría traducirse en una mayor apreciación por parte de la sociedad, y en consecuencia, en mayores retornos económicos. Por otro lado, y al margen de la exigente regulación existente en el sector, el hecho de que ante unos niveles de rentabilidad crecientes, los órganos de gobierno de las cajas hayan mostrado un menor cumplimiento de la función social haría necesaria la adopción de medidas oportunas por parte de las instituciones públicas a fin de evitar o, al menos, controlar el posible oportunismo directivo en este sector.

Nuestro trabajo, en todo caso, no está exento de limitaciones. En primer lugar, el haber considerado un solo país y una sola industria limita la generalización de los resultados obtenidos, lo que aconseja ser cautos a la hora de extrapolar nuestros hallazgos. En segundo lugar, puede existir dificultad a la hora de efectuar una comparación directa con los resultados de otras investigaciones al no emplear las medidas de RSC habitualmente utilizadas por la comunidad académica (por ejemplo, el índice de Reputación Corporativa de Fortune o los índices KLD, SAM, CGI,...). Finalmente, siempre puede resultar incompleto cualquier intento de medir un concepto multidimensional como la RSC a través de un indicador.

De cara a futuras líneas de investigación, sería interesante explorar la posibilidad de que exista una relación no lineal entre el gasto en obra social y el resultado financiero de las Cajas de Ahorros españolas. Aunque las hipótesis recogidas en el marco teórico de nuestro trabajo se insertan en un marco lineal, también es plausible considerar la existencia de una relación cuadrática entre dichas variables. Así, podría ser útil conocer el nivel óptimo de internalización de las externalidades positivas y negativas, tanto a nivel de sector como de empresa. Esta información podría ser la base para lograr una gestión *stakeholder* más metódica, con el objetivo final de situar a las cajas en aquella región en que dicha relación es positiva. De igual forma, nos planteamos analizar el posicionamiento de la obra social de las nuevas entidades resultantes de los procesos de reestructuración y cómo la misma puede verse afectada en virtud de las distintas alternativas de reestructuración seguidas. Asimismo, también sería de interés comparar nuestros resultados con aquellos derivados de emplear muestras integradas por las Cajas de Ahorros de otros países europeos. Esta comparación permitiría averiguar si existen o no diferencias sustantivas respecto a la relación bidireccional entre el gasto en obra social y el resultado financiero, y, en su caso, generalizar, en mayor medida, los resultados obtenidos.

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, 501-515.
- Alexander, J.C. y Buchholz, R.A., 1978. Corporate social responsibility and stock market performance, *Academy of Management Journal* 21, 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, 18-41.
- Anderson, J.C. y Frankle, A.W., 1979. Voluntary social reporting: An iso-beta portfolio analysis, *Accounting Review* 55, 467-479.
- Aras, G., Aybars, A. y Kutlu, O., 2010. Managing corporate performance: Investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging markets, *International Journal of Productivity and Performance Management* 59, 229 – 254.
- Arellano, M. y Bond, S., 1991. Some tests of specification for Panel Data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations," *Review of Economic Studies* 58, 277-97.
- Arlow, P. y Ackelsberg, R., 1991. A small firm planning survey: business goals, social responsibility, and financial performance, *Akron Business and Economic Review* 22, 161-172.
- 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, 446-463.
- Balabanis, G., Phillips, H.C. y Lyall, J., 1998. Corporate social responsibility and economic performance in the top British companies: are they linked?" *European Business Review* 98, 25-44.
- Balado, C., 2003. El amplio papel social de las cajas de ahorros: la eficiencia económica y el liderazgo social, *Economistas* 98, 191-205.
- Balado, C., 2006. La obra social de las cajas: un paso siempre por delante en RSC, *Papeles de Economía Española* 108, 144-160.
- Ballarín, E., 1991. El proceso de dirección en las Cajas de ahorros, *Papeles de Economía Española* 47, 25-36.
- Bartkus, B., Glassman, M. y McAfee, B., 2006. Mission statement quality and financial performance, *European Management Journal* 24, 86-94.
- Barnett, M.L. y Salomon, R.M., 2006. Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance", *Strategic Management Journal* 27, 1101-1122.
- Baron, D., 2008. Managerial contracting and corporate social responsibility, *Journal of Public Economics* 92, 268-288.
- Baron, D., 2009. A positive theory of moral management, social pressure, and corporate social performance, *Journal of Economics and Management Strategy* 18,7-43.

- Barth, M.E. y McNichols, M.F., 1994. Estimation and market valuation of environmental liabilities relating to Superfund sites, *Journal of Accounting Research* 32, 177-209.
- Becchetti, L., Di Giacomo, S. y Pinnacchio, D., 2008. Corporate social responsibility and corporate performance: Evidence from a panel of US listed companies, *Applied Economics* 40, 541-567.
- Belkaoui, A., 1976. The impact of the disclosure of the environmental effects of organizational behavior on the market, *Financial Management* 5, 26-31.
- Belkaoui, A. y Karpik, P.G., 1989. Determinants of the corporate decision to disclose social information, *Accounting, Auditing and Accountability Journal* 2, 36-51.
- Bénabou, R. y Tirole, J., 2010. Individual and corporate social responsibility, *Economica* 77, 1-19.
- 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, 488-506.
- Berrone, P., Surroca, J. y Tribo, J.A., 2007. Corporate ethical identity as a determinant of firm performance: A test of the mediating role of stakeholder satisfaction, *Journal of Business Ethics* 76, 35-53.
- Bird, R., Hall, A.D., Moment, F. y Reggiani, F., 2007. What corporate social responsibility activities are valued by the market?, *Journal of Business Ethics* 76, 189-206.
- Blaconiere, W.G. y Northcut, W.D., 1997. Environmental information and market reactions to environmental legislation, *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 12, 149-178.
- Blaconiere, W.G. y Patten, D.M., 1994. Environmental disclosures, regulatory costs and changes in firm value, *Journal of Accounting and Economics* 18, 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, 195-212.
- Blank, H.B. y Carty, C.M., 2001. The eco-efficiency anomaly. Disponible en <http://www.qedinternational.com/ecefficiency.html>.
- Bouquet, C. y Deutsch, Y., 2008. The Impact of corporate social performance on firms' multinationality, *Journal of Business Ethics* 80, 755-769.
- Boutin-Dufresne, F. y Savaria, P., 2004. Corporate social responsibility and financial risk, *Journal of Investing* 13, 57-67.
- Bowman, E.H. y Haire, M., 1975. A strategic posture toward corporate social responsibility, *California Management Review* 18, 49-58.
- Bowman, E.H., 1976. Strategy and the weather, *Sloan Management Review* 17, 49-62.

- Bowman, E.H., 1978. Strategy, annual reports and alchemy, *California Management Review* 18, 49-58.
- 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, 541-561.
- Bradgon, J.H. y Karash, R., 2002. Living-asset stewardship: How organizational learning leads to exceptional market returns, *Reflections* 4, 55-65.
- Bragdon, J.H. y Marlin, J.A.T., 1972. Is pollution profitable?, *Risk Management* 19, 9-18.
- Brammer, S., Brooks C. y Pavelin, S., 2006. Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures, *Financial Management* 35, pp. 97-116.
- Brown, B. y Perry, S., 1994. Removing the financial performance halo from Fortune's 'most admired' companies, *Academy of Management Journal* 37, 1347-1359.
- Brown, B., 1997. Stock market valuation of reputation for corporate social performance, *Corporate Reputation Review* 1, 76-80.
- Brown, B., 1998. Do stock market investors reward reputation for corporate social performance?, *Corporate Reputation Review* 1, 271-282.
- Buehler, V.M. y Shetty, Y.K., 1976. Managerial response to social responsibility challenge, *Academy of Management Journal* 19, 66-78.
- Butz, C. y Plattner, A., 1999. Nachhaltige Aktienanlagen: Eine Analyse der Rendite in Abhängigkeit von Umwelt und Sozialkriterien (Sustainable Share Investments: An Analysis of Returns Depending on Environmental and Social Criteria). Bank Sarasin, Basel.
- Cabeza, L.; Martínez, A. y Marbella, F., 2010. Análisis de la relación entre los resultados sociales y económicos de las cajas de ahorros españolas: un caso de Responsabilidad Social Corporativa, *Innovar- Social and Management Sciences Journal* 20, 33-46.
- Callado, F.J. y Utrero, N., 2008. Do investors react to environmental friendly news? An analysis for Spanish capital market, *Corporate Ownership & Control* 5, 315-323.
- Cals, J., 2005. *Historia Reciente, Estrategia Competitiva y Gobierno*. Ariel, Barcelona.
- Campbell, J.L., 2007. Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility, *Academy of Management Review* 32, 946-967.
- Carbó, S. y López, R., 2004. La obra benéfico-social: exponente de eficiencia y responsabilidad social empresarial, *Cuadernos de Información Económica* 182, 63-70.
- Carbó, S. y Rodríguez, F., 1998. Tendencias recientes en la obra social de las cajas de ahorros españolas, *Papeles de Economía Española* 74-75, 226-233.

- Carroll, A., 1979. A three dimensional conceptual model of corporate social performance, *Academy Management Review* 4, 497-505.
- Carter, C.R., Kale, R. y Grimm, C.M., 2000. Environmental purchasing and firm performance: an empirical investigation, *Transportation Research* 36, 219-228.
- Carter, C.R., 2005. Purchasing social responsibility and firm performance, *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management* 35, 177-194.
- Cespa, G. y Cestone, G., 2007. Corporate social responsibility and managerial entrenchment, *Journal of Economic Management and Strategy* 16, 741-771.
- 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, 240-245.
- Chen, K.H. y Metcalf, R.W., 1980. The relationship between pollution control record and financial indicators revisited, *Accounting Review* 55, 168-177.
- Chih, H., Chih, H. y Chen, T., 2010. On the determinants of corporate social responsibility: International evidence on the financial industry, *Journal of Business Ethics* 93, 115-135.
- Choi, T. y Jung, J., 2008. Ethical commitment, financial performance, and valuation: An empirical investigation of Korean companies, *Journal of Business Ethics* 81, 447-463.
- Christmann, P., 2000. Effects of 'best practices' of environmental management on cost advantage: The role of complementary assets, *Academy of Management Journal* 43, 663-680.
- Clarkson, M.B.E., 1988. Corporate social performance in Canada, 1976-86, *Research in Corporate Social Performance and Policy* 10, 241-265.
- Cochran, P.L. y Wood, R.A., 1984. Corporate social responsibility and financial performance, *Academy of Management Journal* 27, 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, 437-444.
- Cohen, M.A., Fenn, S.A. y Naimon, J., 1995. Environmental and Financial Performance: Are they related? Investor Responsibility Research Center, Inc. Washington DC.
- Comisión Europea (2002): Green Book: promoting a European framework for corporate social responsibility. Disponible en http://europa.eu.int/comm/employment_social/soc-dial/csr/greenpaper.htm.
- 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.
- Cordeiro, J. y Sarkis, J., 1997. Environmental proactivism and firm performance: evidence from security analyst earnings forecasts, *Business Strategy and the Environment* 6, 104-114.

- Cormier, D. y Magnan, M., 1997. Investors' assessment of implicit environmental liabilities: an empirical investigation, *Journal of Accounting and Public Policy* 16, 215-241.
- Cornell, B. y Shapiro, A.C., 1987. Corporate stakeholders and corporate finance, *Financial Management* 16, 5-14.
- Cottrill, M.T., 1990. Corporate social responsibility and the marketplace, *Journal of Business Ethics* 9, 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, 111-222.
- Crane, A., McWilliams, A., Matten, D., Moon, J. y Siegel, D.S., 2008. The corporate social responsibility agenda. En: A. Crane, A. McWilliams, D. Matten, J. Moon y D.S. Siegel, (Eds.), *The Oxford Handbook of CSR*. Oxford University Press, Oxford, UK.
- D'Antonio, L., Johnsen, T. y Hutton, R.B., 1997. Expanding socially screened portfolios: An attribution analysis of bond performance, *Journal of Investing* 6, 79-86.
- Darnell, N., Jolley, G.J. y Ytterhus, B., 2007. Understanding the relationship between a facility's environmental and financial performance. En: N. Johnstone, (Ed.), *Environmental Policy and Corporate Behavior*. Edward Elgar, Northampton, MA.
- Davidson, W. y Worrell, D.L., 1988. The impact of announcements of corporate illegalities on shareholder returns, *Academy of Management Journal* 31, 195-200.
- Diltz, D.J., 1995. The private cost of socially responsible investing, *Applied Financial Economics* 5, 69-77.
- 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, 701-711.
- Donker, H., Poff, D. y Zahir, S., 2008. Corporate values, codes of ethics, and firm performance: A look at the Canadian context, *Journal of Business Ethics* 82, 527-537.
- Dowell, G., Hart, S. y Yeung, B., 2000. Do corporate global environmental standards create or destroy market value?, *Management Science* 46, 1059-1074.
- Edwards, D., 1998. *The Link Between Company Environmental and Financial Performance*. Earthscan Publications, London.
- 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, 129-160.
- Erfle, S.E. y Fratantuono, M.J., 1992. Interrelations among corporate social performance, social disclosure and financial performance: an empirical investigation, *Alternative Perspectives in Finance*, Lewisburg, PA.

- Fernández, J.L. y Luna, L., 2007. The creation of value through corporate reputation, *Journal Business Ethics* 76, 335-346.
- Filbeck, G. y Gorman, R., 2004. The relationship between the environmental and financial performance of public utilities, *Environmental and Resource Economics* 29, 137-157.
- Fogler, H.R. y Nutt, F., 1975. A note on social responsibility and stock valuation, *Academy of Management Journal* 18, 155-160.
- Fombrun, C. y Shanley, M., 1990. What's in a name? Reputation building and corporate strategy, *Academy of Management Journal* 33, 233-258.
- Freedman, M. y Jaggi, B., 1982. Pollution disclosures, pollution performance and economic performance, *Omega* 10, 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: M. Neimark, (Ed.), *Advances in Public Interest Accounting*. Elsevier, London.
- Freedman, M. y Stagliano, A.J., 1991. Differences in social-cost disclosures: A market test of investor reactions, *Accounting, Auditing and Accountability Journal* 4, 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, *The New York Times Magazine* (13 September), pp. 32-33.
- Fry, L.W. y Hock, R.J., 1976. Who claims corporate responsibility? The biggest and the worst, *Business and Society Review* 18, 62-65.
- Fry, L.W., Keim, G.D. y Meiners, R.E., 1982. Corporate contributions: Altruistic or for profit?, *Academy of Management Journal* 25, 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, 445-471.
- García, F.J., y Armas, D.M., 2007. Relation between social environmental responsibility and performance in hotel firms, *International Journal of Hospitality Management* 26, 824-839.
- García-Castro, R., Ariño, M.A. y Canela, M.A., 2010. Does social performance really lead to financial performance? Accounting for endogeneity, *Journal of Business Ethics* 92, 107-12.
- Garriga, E. y Melé, D., 2004. Corporate social responsibility theories: Mapping the territory, *Journal of Business Ethics* 53, 51-71.
- Garz, H., Volk, C. y Gilles, M., 2002. *More Gain than Pain. SRI Sustainability Pays Off*, WestLB Panmure, Londres.

- Goll, I. y Rasheed, A., 2004. The moderating environmental munificence and dynamism on the relationship between discretionary social responsibility and firm performance, *Journal of Business Ethics* 49, 41-54.
- Gómez-García, F., 2008. Responsabilidad social corporativa y performance financiero: Treinta y cinco años de investigación empírica en busca de un consenso, *Principios: Estudios de Economía Política* 11, 5-24.
- Graves, B.S. y Waddock, S.A., 1994. Institutional owners and corporate social performance, *Academy of Management Journal* 37, 1034-1046.
- Graves, S.B. y Waddock, S.A., 2000. Stakeholder relations in 'built-to-last companies', *Business and Society Review* 105, 393-418.
- 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* 16, 345-368.
- 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, 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, 5-31.
- Guerrard, J.B., 1997a. Is there a cost to being socially responsible in investing?, *Journal of Investing* 6, 11-18.
- Guerrard, J.B., 1997b. Additional evidence on the cost of being socially responsible in investing, *Journal of Investing* 6, 31-36.
- 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, 62-66.
- Hamilton, J., 1995. Pollution and news: media and stock market reactions to the toxic release inventory data, *Journal of Environmental Economics and Management* 28, 98-113.
- 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, 30-37.
- Hart, S. y Christensen, C., 2002. The great leap. Driving innovation from the base of the pyramid, *Sloan Management Review* 44, 51-56.
- Hassel, L., Nilsson, H. y Nyquist, S., 2005. The value relevance of environmental performance, *European Accounting Review* 14, 41-61.
- He, Y., Tian, Z. y Chen, Y., 2007. Performance implications of nonmarket strategy in China, *Asia Pacific Journal of Management* 24, 151-169.
- Heinze, D.C., 1976. Financial correlates of a social involvement measure, *Akron Business and Economic Review* 7, 48-51.
- Herremans, I.M., Akathaporn, P. y McLnnes, M., 1993. An investigation of corporate social responsibility, reputation, and economic performance, *Accounting, Organizations and Society* 18, 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, 729-39.
- Hickman, K.A., Teets, W.R. y Kohls, J.J., 1999. Social investing and modern portfolio theory, *American Business Review* 17, 72–78.
- Hillman, A. y Keim, G., 2001. Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line?, *Strategic Management Journal* 22, 125–39.
- Hoffer, G.E., Pruitt, S.W. y Reilly, R.J., 1988. The impact of product recalls on the wealth of sellers: A reexamination, *Journal of Political Economy* 96, 663–670.
- Hollender, J., 2004. The business case for corporate social responsibility. Disponible en http://w.w.w.whatmattersmost.biz/businesscase_csr.pdf
- Holman, W.R., New, J.R. y Singer, D., 1990. The impact of corporate social responsiveness on shareholder wealth. En: L. Preston, (Ed.), *Corporation and Society Research: Studies in Theory and Measurement*, JAI Press, Greenwich.
- Hull, C. y Rothenberg, S., 2008. Firm performance: The interactions between corporate social performance with innovation and industry differentiation, *Strategic Management Journal* 29, 781-789.
- Husted, B.W. y Allen, D.B., 2007. Strategic corporate social responsibility and value creation among large firms: Lessons from the Spanish experience, *Long Range Planning* 40, 594-610.
- Hylton, M.O., 1992. Socially responsible' investing: Doing good versus doing well in an efficient market", *American University Law Review* 42, 1-52.
- Ingram, R.W., 1978. An investigation of the information content of (certain) social responsibility disclosures, *Journal of Accounting Research* 16, 270-285.
- Ingram, R.W. y Frazier, K.B., 1983. Narrative disclosures in annual reports, *Journal of Business Research* 11, 49-60.
- Jaggi, B. y Freedman, M., 1992. An examination of the impact of pollution performance on economic and market performance: pulp and paper firms', *Journal of Business and Finance and Accounting* 19, 697-713.
- 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* 53, 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, 564-576.
- Jones, R. y Murrell, A.J., 2001. Signaling positive corporate social performance, *Business and Society* 40, 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, 241-262.

- Kahn, R.N., Lekander, C. y Leimkuhler, T., 1997. Just say no? The investment implications of tobacco divestiture, *Journal of Investing* 6, 62-70.
- Karake, Z.A., 1998. An examination of the impact of organizational downsizing and discrimination activities on corporate social responsibility as measured by a company's reputation index, *Management Decision* 36, 206-216.
- 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, 133-154.
- Kieran, M.J., 2001. Eco-value, sustainability, and shareholder value: Driving environmental performance to the bottom line, *Environmental Quality Management* 10, 1-12.
- Klassen, R.D. y McLaughlin, C.P., 1996. The impact of environmental management of firm performance, *Management Science* 42, 1199-1214.
- Klassen, R.D. y Whybark, D.C., 1999. The impact on environmental technologies on manufacturing performance, *Academy of Management Journal* 42, 599-615.
- Kleinbaum, D.G., Kupper, L.L. y Muller, K.E., 1998. *Applied Regression Analysis and Other Multivariable Methods*. PWS-KENT Publishing Company, Boston.
- 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, 109-124.
- Konar, S. y Cohen, M.A., 2001. Does the market value environmental performance?, *Review of Economics and Statistics* 83, 281-289.
- Korten, D., 1997. *When Corporations Rule the World*. Kumarian Press, Hartford.
- Kotey, B. y Meredith, G.G., 1997. Relationships among owner/manager personal values, business strategies and enterprise performance, *Journal of Small Business Management* 35, 37-63.
- Kreander, N., Gray, R.H., Power, D.M. y Sinclair, C.D., 2000. Evaluating the performance of ethical and non-ethical funds: a matched pair analysis. Disponible en http://www.abdn.ac.uk/~acc025/web_pgs/public/dept/baas/kreander.doc
- Kumar, R., Lamb, W.B. y Wokutch, R.E., 2002. The end of south African sanctions, institutional ownership, and the stock price performance of boycotted firms', *Business and Society* 41, 133-165.
- Kurtz, L. y DiBartolomeo, D., 1996. Socially screened portfolios: An attribution analysis of relative performance, *Journal of Investing* 5, 35-41.
- Lashgari, M.K. y Gant, D.R., 1989. Social investing: The Sullivan principles, *Review of Social Economy* 47, 74-83.
- Lee D.D. y Faff, R.W., 2009. Corporate sustainability performance and idiosyncratic risk: A global perspective, *The Financial Review* 44, 213-237.

- 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, 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, 237-249.
- Lima, V., De Souza, F. y Vasconcellos, F., 2011. Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal* (en prensa). Disponible en SSRN <http://ssrn.com/abstract=1587023>.
- Lindgreen, A., Swaen, V. y Johnston, W., 2009. Corporate social responsibility: an empirical investigation of U.S. organizations. *Journal of Business Ethics* 85, 303-323.
- López, M.V., García, A. y Rodríguez, L., 2007. Sustainable development and corporate performance: A study based on the Dow Jones sustainability index, *Journal of Business Ethics* 75, 285–300
- Lopez Iturriaga, F, Cepeda, R., Cornejo, P. y Ansola, E., 2007. La obra social de las cajas de ahorros: un análisis exploratorio. *Universia Business Review* 14, 84-95.
- Luck, C. y Pilotte, N., 1993. Domini social index performance, *Journal of Investing* 2, 60-62.
- Luo, X. y Bhattacharya, C. B., 2006. Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value, *Journal of Marketing*, 70, 1-18.
- 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, 57-70.
- Luther, R.G. y Matatko, J., 1994. The performance of ethical unit trusts: Choosing an appropriate benchmark, *British Accounting Review* 26, 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.
- Mahapatra, S., 1984. Investor reaction to a corporate social accounting, *Journal of Business Finance and Accounting* 11, 29-40.
- Mahoney, L. y Roberts, R.W., 2007. Corporate social performance, financial performance and institutional ownership in Canadian firms, *Accounting Forum* 31, 233-253.
- Maignan, I. y Ralston, D.A., 2002. Corporate social responsibility in Europe and the U.S.: Insights from businesses' self-presentations, *Journal of International Business Studies* 33, 497-514.
- Makni, R., Francoeur, C. y Bellavance, F., 2009. Causality between corporate social performance and financial performance: Evidence from Canadian firms, *Journal of Business Ethics* 89, 409–422.

- Mallin, C.A., Saadouni, B. y Briston, R.J., 1995. The financial performance of ethical investment funds, *Journal of Business Finance and Accounting* 22, 483-496.
- Marcus, A.A. y Goodman, R.S., 1986. Compliance and performance: Toward a contingency theory, *Research in Corporate Social Performance and Policy* 8, 193-221.
- Margolis, J.D. y Walsh, J.P., 2003. Misery loves companies: Rethinking social initiatives by business, *Administrative Science Quarterly* 48, 268-305.
- Margolis, J., Elfenbein, H., Walsh, J., 2007. Does it pay to be good? A meta-analysis and redirection of research on the relationship between corporate social and financial performance, Working Paper, Harvard Business School.
- Marín, L. y Rubio, A., 2008. La responsabilidad social corporativa como determinante del éxito competitivo: un análisis empírico, *Revista Europea de Dirección y Economía de Empresa* 17, 27-42
- Marom, I.Y., 2006. Toward a unified theory of the CSP-CFP link, *Journal of Business Ethics* 67, 191-200.
- McGuire, J.B., Sundgren, A. y Schneeweis, T., 1988. Corporate social responsibility and firm financial performance, *Academy Management Journal* 31, 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, 167-180.
- McWilliams, A. y Siegel, D., 1997. The role of money managers in assessing corporate social responsibility research, *Journal of Investing* 6, 98-107.
- McWilliams, A. y Siegel, D., 2000. Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification?, *Strategic Management Journal* 21, 603-609.
- McWilliams A. y Siegel D., 2001. Corporate social responsibility: a theory of the firm perspective, *Academy of Management Review* 25, 117-127.
- Meznar, M.B., Nigh, D. y Kwok, C.Y., 1994. Effect of announcements of withdrawal from South Africa on stockholder wealth, *Academy of Management Journal* 37, 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, 407-424.
- Mishra, S. y Suar, D., 2010. Does corporate social responsibility influence firm performance of Indian companies?, *Journal of Business Ethics* 95, 571-601.
- Moore, G., 2001. Corporate social and financial performance: An investigation in the U.K. supermarket industry, *Journal of Business Ethics* 34, 299-315.
- Morris, S.A., Rehbein, K.A., Hosseini, J.C. y Armacost, R.L., 1990. Building a profile of socially responsive firms. En: D.J. Wood y W.E. Martello, (Eds.), *International Association for Business and Society*, Bath, UK.
- Moskowitz, M., 1972. Choosing socially responsible stocks, *Business and Society Review* 1, 72-75.

- Moskowitz, M., 1975. Profiles in corporate responsibility: The ten worst and the ten best, *Business and Society Review* 13, 28-42.
- Mueller, S.A., 1991. The opportunity cost of discipleship: Ethical mutual funds and their returns, *Sociological Analysis* 52, 111-124.
- Nakao, Y., Amano, A., Matsumura, K., Genba, K. y Nakano, M., 2007. Relationship between environmental performance and financial performance: An empirical analysis of Japanese corporations, *Business Strategy and the Environment* 16, 106-118.
- Navarro, P., 1988. Why do corporations give to charity?, *Journal of Business* 61, 65-93.
- Nehrt, C., 1996. Timing and intensity effects of environmental investments, *Strategic Management Journal* 17, 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, 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, 526-538.
- Olcese, A., 2011. Creación de Valor y Responsabilidad Social de la Empresa (RSE) en las Empresas del IBEX 35. Publicaciones de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, Barcelona.
- 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, 353-357.
- Orlitzky, M., 2005. Social responsibility and financial performance: Trade-off or virtuous circle?, *University of Auckland business Review* 7, 37-43.
- Orlitzky, M., 2008. Corporate social performance and financial performance: A research synthesis. En: A. Crane, A. McWilliams, D. Matten, J. Moon y D.S. Siegel, (Eds.), *The Oxford Handbook of CSR*. Oxford University Press, Oxford, UK.
- Orlitzky, M., Schmidt, F.L. y Rynes, S.L., 2003. Corporate social and financial performance: a meta-analysis. *Organization Studies* 24, 403-441.
- Parket, I.R. y Eilbert, H., 1975. Social responsibility: The underlying factors, *Business Horizons* 18, 5-10.
- Paton, D. y Elsayed, K. M., 2005. The impact of environmental performance on firm performance: Static and dynamic panel data evidence, *Structural Change and Economic Dynamics* 16, 395-412.
- Patten, D.M., 1990. The market reaction to social responsibility disclosures: The case of the Sullivan principles signings, *Accounting, Organizations and Society* 15, 575-587.
- Patten, D.M., 1991. Exposure, legitimacy and social disclosure, *Journal of Accounting and Public Policy* 10, 297-308.

- Patten, D.M., 2002. The relation between environmental performance and environmental disclosure: A research note, *Accounting Organizations and Society* 27, 763-773.
- 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, 321-357.
- Peloza, J., 2006. Using corporate social responsibility as insurance for financial performance, *California Management Review* 48, 51-72.
- Peloza, J., 2009. The challenge of measuring financial impacts from investments in corporate social performance, *Journal of Management* 35, 1518-1541.
- Peters, R. y Mullen, M.R., 2009. Some evidence of the cumulative effects of corporate social responsibility on financial performance, *Journal of Global Business Issues* 3, 1-14.
- Petersen, H.L. y Vredenburg, H., 2009. Morals or economics? Institutional investor preferences for corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics* 90, 1-14.
- Porter, M.E. y Kramer, M. R., 2006. Strategy and society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility, *Harvard Business Review* 84, 78-92.
- Porter, M.E. y Van der Linde, C., 1995. Green and competitive: Ending the stalemate, *Harvard Business Review* 73, 120-134.
- Posnikoff, J.F., 1997. Disinvestment from South Africa: They did well by doing good, *Contemporary Economic Policy* 15, 76-86.
- Preston, L.E., 1978. Analyzing corporate social performance: Methods and results, *Journal of Contemporary Business* 7, 135-150.
- Preston, L.E. y Sapienza, H.J., 1990. Stakeholder management and corporate performance, *Journal of Behavioral Economics* 19, 361-375.
- Preston, L.E. y O'Bannon D., 1997. The corporate social-financial performance relationship. *Business and Society* 36, 5-31.
- Quintás, J.R., 2006. Las Cajas de Ahorros en el ámbito de la responsabilidad social corporativa. *Papeles de Economía Española* 108, 128-143.
- Reimann, B.C., 1975. Organizational effectiveness and management's public values: A canonical analysis, *Academy of Management Journal* 18, 224-241.
- Reverte, C., 2009. Determinants of corporate social responsibility disclosure ratings by Spanish listed firms, *Journal of Business Ethics* 88, 351-366.
- Reyes, M.G. y Grieb, T., 1998. The external performance of socially-responsible mutual funds, *American Business Review* 16, 1-7.
- Riahi-Belkaoui, A., 1991. Organizational effectiveness social performance and economic performance, *Research in Corporate Social Performance and Policy* 12, 143-153.

- Roberts, R.W., 1992. Determinants of corporate social responsibility disclosure: An application of stakeholder theory, *Accounting, Organizations and Society* 17, 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, 167-191.
- Roman, R.M., Hayibor, S. y Agle, B.R., 1999. The relationship between social and financial performance, *Business and Society* 38, 109-125.
- Rowley, T. y Berman, S., 2000. A brand new brand of corporate social performance, *Business and Society* 39, 397-418.
- Ruf, B.M., Muralidhar, K., Brown, R.M., Janney, J.J. y Paul, K., 2001. An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective, *Journal of Business Ethics* 32, 143-156.
- Russo, M.V. y Fouts, P.A., 1997. A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability, *Academy of Management Journal* 40, 534-559.
- Salama, A., 2005. A note on the impact of environmental performance on financial performance, *Structural Change and Economic Dynamics* 16, 413-421.
- Salzmann, O., Ionescu-Somers, A. y Steger, U., 2005. The business case for corporate sustainability: Literature review and research options, *European Management Journal* 23, 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, 137-149.
- Schnietz, K.E. y Epstein, M.J., 2005. Exploring the financial value of reputation for corporate responsibility during a crisis, *Corporate Reputation Review* 7, 327-345.
- Scholtens, B. y Zhou, Y., 2008. Stakeholder relations and financial performance, *Sustainable Development* 16, 213-232.
- Seifert, B., Morris, S.A. y Bartkus, B.R., 2003. Comparing big givers and small givers: Financial correlates of corporate philanthropy, *Journal of Business Ethics* 45, 195-208.
- Seifert, B., Morris, S.A. y Bartkus, B.R., 2004. Having, giving, and getting: Slack resources, corporate philanthropy, and firm financial performance, *Business and Society* 43, 35-161.
- Shane, P.B. y Spicer, B.H., 1983. Market response to environmental information produced outside the firm, *Accounting Review* 58, 521-538.
- Sharfman, M.P. y Fernando, C.S., 2008. Environmental risk management and the cost of capital, *Strategic Management Journal* 29, 569-592.
- Simerly, R.L., 1994. Corporate social performance and firms' financial performance: An alternative perspective, *Psychological Reports* 75, 1091-1103.

- Simerly, R.L., 1995. Institutional ownership, corporate social performance, and firms' financial performance, *Psychological Reports* 77, 515–525.
- 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, 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, 7-18.
- Spicer, B.H., 1978. Investors, corporate social performance and information disclosure: An empirical study, *Accounting Review* 53, 94-110.
- Stanwick, P.A. y Stanwick, S.D., 1998. The relationship between corporate social performance, and organizational size, financial performance, and environmental performance. An empirical examination, *Journal of Business Ethics* 17, 195-204.
- Stevens, W.P., 1984. Market reaction to corporate environmental performance, *Advances in Accounting* 1, 41-61.
- Sturdivant, F.D. y Ginter, J.L., 1977. Corporate social responsiveness: Management attitudes and economic performance, *California Management Review* 19, 30-39.
- Sturdivant, F.D.; Ginter, J.L. y Sawyer, A.G., 1985. Managers' conservatism and corporate performance, *Strategic Management Journal* 6, 17-38.
- Surroca, J., Tribo, J.A. y Waddock, S., 2010. The role of intangible resources in explaining the relationship between corporate responsibility and financial performance, *Strategic Management Journal* 31, 463-490.
- 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, 35-89.
- Teper, J.A., 1992. Evaluating the cost of socially responsible investing. En: P.D. Kinder, S.D. Lydenberg y A.L. Domini, (Eds.), *A Comprehensive Guide to Socially Responsible Investing*. Henry Holt, New York.
- Thompson, J.K., Smith, H.L. y Hood, J.N., 1993. Charitable contributions by small businesses, *Journal of Business Management* 31, 35-51.
- Tichy, N.M., McGill, A.R. y St. Clair, L., 1997. Introduction: Corporate global citizenship –Why now? En: N.M. Tichy, A.R. McGill y L. St. Clair, (Eds.), *Corporate Global Citizenship: Doing Business in the Public Eye*. New Lexington Press, San Francisco.
- Tsoutsoura, M., 2004. Corporate social responsibility and financial performance, Center for Responsible Business, WP series nº 7.
- Travers, F.J., 1997. Socially responsible investing on a global basis: Mixing money and morality outside the U.S., *Journal of Investing* 6, 50-56.
- Vance, S.C., 1975. Are socially responsible corporations good investment risks?, *Management Review* 64, 18-24.

- Van Beurden, P. y Gössling T., 2008. The worth of values: A literature review on the relation between corporate social and financial performance, *Journal of Business Ethics* 82, 407-424.
- Van de Velde, E., Vermeir, W. y Corten, F., 2005. Finance and accounting: Corporate social responsibility and financial performance, *Corporate Governance* 5, 129-137.
- Van der Lann, G., Van Ees, H. y Van Witteloostuijn, A., 2008. Corporate social and financial performance: An extended stakeholder theory, and empirical test with accounting measures, *Journal of Business Ethics*, 79, 299-310.
- Varadarajan, P.R. y Menon A., 1988. Cause-related marketing: a coalignment of marketing strategy and corporate philanthropy, *Journal of Marketing* 52, 58-74.
- 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, 1509-1516.
- Verschoor, C.C., 1999. Corporate performance is closely linked to a strong ethical commitment, *Business and Society Review* 104, 407-415.
- Waddock, S. y Graves, S.B., 1997. The corporate social performance-financial performance link, *Strategic Management Journal* 18, 303-319.
- Waddock, S. y Graves, S.B., 2000. Performance characteristics of social and traditional investments, *Journal of Investing* 9, 27-38.
- Wagner, M. y Schaltegger, S., 2004. The effect of corporate environmental strategy choice and environmental performance on competitiveness and economic performance, *European Management Journal* 22, 557-572.
- Wagner, M., Van Phu, N., Azomahou, T. y Wehrmeyer, W., 2002. The relationship between the environmental and economic performance of firms: an empirical analysis of the European paper industry, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 9, 133-146,
- White, M.A., 1991. *Green Investing: The Recent Performance of Environmentally-Oriented Mutual Funds*. University of Virginia, Charlottesville (VA).
- White, M.A., 1996. *Corporate Environmental Performance and Shareholder Value*. University of Virginia, Charlottesville (VA).
- Wier, P., 1983. The costs of anti-merger lawsuits: evidence from the stock market, *Journal of Financial Economics* 11, 207-224.
- 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, 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, 272-287.

- Wright, P. y Ferris, S., 1997. Agency conflict and corporate strategy: The effect of divestment on corporate value, *Strategic Management Journal* 18, 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, 163-171.
- Yang, F., Lin, C. y Chang, Y., 2010. The linkage between corporate social performance and corporate financial performance, *African Journal of Business Management* 4, 406-413.

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

DOCUMENTOS DE TRABAJO

Últimos números publicados

- 159/2000 Participación privada en la construcción y explotación de carreteras de peaje
Ginés de Rus, Manuel Romero y Lourdes Trujillo
- 160/2000 Errores y posibles soluciones en la aplicación del *Value at Risk*
Mariano González Sánchez
- 161/2000 Tax neutrality on saving assets. The spanish case before and after the tax reform
Cristina Ruza y de Paz-Curbera
- 162/2000 Private rates of return to human capital in Spain: new evidence
F. Barceinas, J. Oliver-Alonso, J.L. Raymond y J.L. Roig-Sabaté
- 163/2000 El control interno del riesgo. Una propuesta de sistema de límites
riesgo neutral
Mariano González Sánchez
- 164/2001 La evolución de las políticas de gasto de las Administraciones Públicas en los años 90
Alfonso Utrilla de la Hoz y Carmen Pérez Esparrells
- 165/2001 Bank cost efficiency and output specification
Emili Tortosa-Ausina
- 166/2001 Recent trends in Spanish income distribution: A robust picture of falling income inequality
Josep Oliver-Alonso, Xavier Ramos y José Luis Raymond-Bara
- 167/2001 Efectos redistributivos y sobre el bienestar social del tratamiento de las cargas familiares en
el nuevo IRPF
Nuria Badenes Plá, Julio López Laborda, Jorge Onrubia Fernández
- 168/2001 The Effects of Bank Debt on Financial Structure of Small and Medium Firms in some Euro-
pean Countries
Mónica Melle-Hernández
- 169/2001 La política de cohesión de la UE ampliada: la perspectiva de España
Ismael Sanz Labrador
- 170/2002 Riesgo de liquidez de Mercado
Mariano González Sánchez
- 171/2002 Los costes de administración para el afiliado en los sistemas de pensiones basados en cuentas
de capitalización individual: medida y comparación internacional.
José Enrique Devesa Carpio, Rosa Rodríguez Barrera, Carlos Vidal Meliá
- 172/2002 La encuesta continua de presupuestos familiares (1985-1996): descripción, representatividad
y propuestas de metodología para la explotación de la información de los ingresos y el gasto.
Llorenç Pou, Joaquín Alegre
- 173/2002 Modelos paramétricos y no paramétricos en problemas de concesión de tarjetas de crédito.
Rosa Puertas, María Bonilla, Ignacio Olmeda

- 174/2002 Mercado único, comercio intra-industrial y costes de ajuste en las manufacturas españolas.
José Vicente Blanes Cristóbal
- 175/2003 La Administración tributaria en España. Un análisis de la gestión a través de los ingresos y de los gastos.
Juan de Dios Jiménez Aguilera, Pedro Enrique Barrilao González
- 176/2003 The Falling Share of Cash Payments in Spain.
Santiago Carbó Valverde, Rafael López del Paso, David B. Humphrey
Publicado en "Moneda y Crédito" nº 217, pags. 167-189.
- 177/2003 Effects of ATMs and Electronic Payments on Banking Costs: The Spanish Case.
Santiago Carbó Valverde, Rafael López del Paso, David B. Humphrey
- 178/2003 Factors explaining the interest margin in the banking sectors of the European Union.
Joaquín Maudos y Juan Fernández Guevara
- 179/2003 Los planes de stock options para directivos y consejeros y su valoración por el mercado de valores en España.
Mónica Melle Hernández
- 180/2003 Ownership and Performance in Europe and US Banking – A comparison of Commercial, Co-operative & Savings Banks.
Yener Altunbas, Santiago Carbó y Phil Molyneux
- 181/2003 The Euro effect on the integration of the European stock markets.
Mónica Melle Hernández
- 182/2004 In search of complementarity in the innovation strategy: international R&D and external knowledge acquisition.
Bruno Cassiman, Reinhilde Veugelers
- 183/2004 Fijación de precios en el sector público: una aplicación para el servicio municipal de suministro de agua.
M^a Ángeles García Valiñas
- 184/2004 Estimación de la economía sumergida en España: un modelo estructural de variables latentes.
Ángel Alañón Pardo, Miguel Gómez de Antonio
- 185/2004 Causas políticas y consecuencias sociales de la corrupción.
Joan Oriol Prats Cabrera
- 186/2004 Loan bankers' decisions and sensitivity to the audit report using the belief revision model.
Andrés Guiral Contreras and José A. Gonzalo Angulo
- 187/2004 El modelo de Black, Derman y Toy en la práctica. Aplicación al mercado español.
Marta Tolentino García-Abadillo y Antonio Díaz Pérez
- 188/2004 Does market competition make banks perform well?.
Mónica Melle
- 189/2004 Efficiency differences among banks: external, technical, internal, and managerial
Santiago Carbó Valverde, David B. Humphrey y Rafael López del Paso

- 190/2004 Una aproximación al análisis de los costes de la esquizofrenia en España: los modelos jerárquicos bayesianos
F. J. Vázquez-Polo, M. A. Negrín, J. M. Cavasés, E. Sánchez y grupo RIRAG
- 191/2004 Environmental proactivity and business performance: an empirical analysis
Javier González-Benito y Óscar González-Benito
- 192/2004 Economic risk to beneficiaries in notional defined contribution accounts (NDCs)
Carlos Vidal-Meliá, Inmaculada Domínguez-Fabian y José Enrique Devesa-Carpio
- 193/2004 Sources of efficiency gains in port reform: non parametric malmquist decomposition tfp index for Mexico
Antonio Estache, Beatriz Tovar de la Fé y Lourdes Trujillo
- 194/2004 Persistencia de resultados en los fondos de inversión españoles
Alfredo Ciriaco Fernández y Rafael Santamaría Aquilué
- 195/2005 El modelo de revisión de creencias como aproximación psicológica a la formación del juicio del auditor sobre la gestión continuada
Andrés Guiral Contreras y Francisco Esteso Sánchez
- 196/2005 La nueva financiación sanitaria en España: descentralización y prospectiva
David Cantarero Prieto
- 197/2005 A cointegration analysis of the Long-Run supply response of Spanish agriculture to the common agricultural policy
José A. Mendez, Ricardo Mora y Carlos San Juan
- 198/2005 ¿Refleja la estructura temporal de los tipos de interés del mercado español preferencia por la liquidez?
Magdalena Massot Perelló y Juan M. Nave
- 199/2005 Análisis de impacto de los Fondos Estructurales Europeos recibidos por una economía regional: Un enfoque a través de Matrices de Contabilidad Social
M. Carmen Lima y M. Alejandro Cardenete
- 200/2005 Does the development of non-cash payments affect monetary policy transmission?
Santiago Carbó Valverde y Rafael López del Paso
- 201/2005 Firm and time varying technical and allocative efficiency: an application for port cargo handling firms
Ana Rodríguez-Álvarez, Beatriz Tovar de la Fe y Lourdes Trujillo
- 202/2005 Contractual complexity in strategic alliances
Jeffrey J. Reuer y Africa Ariño
- 203/2005 Factores determinantes de la evolución del empleo en las empresas adquiridas por opa
Nuria Alcalde Fradejas y Inés Pérez-Soba Aguilar
- 204/2005 Nonlinear Forecasting in Economics: a comparison between Comprehension Approach versus Learning Approach. An Application to Spanish Time Series
Elena Olmedo, Juan M. Valderas, Ricardo Gimeno and Lorenzo Escot

- 205/2005 Precio de la tierra con presión urbana: un modelo para España
Esther Decimavilla, Carlos San Juan y Stefan Sperlich
- 206/2005 Interregional migration in Spain: a semiparametric analysis
Adolfo Maza y José Villaverde
- 207/2005 Productivity growth in European banking
Carmen Murillo-Melchor, José Manuel Pastor y Emili Tortosa-Ausina
- 208/2005 Explaining Bank Cost Efficiency in Europe: Environmental and Productivity Influences.
Santiago Carbó Valverde, David B. Humphrey y Rafael López del Paso
- 209/2005 La elasticidad de sustitución intertemporal con preferencias no separables intratemporalmente: los casos de Alemania, España y Francia.
Elena Márquez de la Cruz, Ana R. Martínez Cañete y Inés Pérez-Soba Aguilar
- 210/2005 Contribución de los efectos tamaño, book-to-market y momentum a la valoración de activos: el caso español.
Begoña Font-Belaire y Alfredo Juan Grau-Grau
- 211/2005 Permanent income, convergence and inequality among countries
José M. Pastor and Lorenzo Serrano
- 212/2005 The Latin Model of Welfare: Do 'Insertion Contracts' Reduce Long-Term Dependence?
Luis Ayala and Magdalena Rodríguez
- 213/2005 The effect of geographic expansion on the productivity of Spanish savings banks
Manuel Illueca, José M. Pastor and Emili Tortosa-Ausina
- 214/2005 Dynamic network interconnection under consumer switching costs
Ángel Luis López Rodríguez
- 215/2005 La influencia del entorno socioeconómico en la realización de estudios universitarios: una aproximación al caso español en la década de los noventa
Marta Rahona López
- 216/2005 The valuation of spanish ipos: efficiency analysis
Susana Álvarez Otero
- 217/2005 On the generation of a regular multi-input multi-output technology using parametric output distance functions
Sergio Perelman and Daniel Santin
- 218/2005 La gobernanza de los procesos parlamentarios: la organización industrial del congreso de los diputados en España
Gonzalo Caballero Miguez
- 219/2005 Determinants of bank market structure: Efficiency and political economy variables
Francisco González
- 220/2005 Agresividad de las órdenes introducidas en el mercado español: estrategias, determinantes y medidas de performance
David Abad Díaz

- 221/2005 Tendencia post-anuncio de resultados contables: evidencia para el mercado español
Carlos Forner Rodríguez, Joaquín Marhuenda Fructuoso y Sonia Sanabria García
- 222/2005 Human capital accumulation and geography: empirical evidence in the European Union
Jesús López-Rodríguez, J. Andrés Faiña y Jose Lopez Rodríguez
- 223/2005 Auditors' Forecasting in Going Concern Decisions: Framing, Confidence and Information Processing
Waymond Rodgers and Andrés Guiral
- 224/2005 The effect of Structural Fund spending on the Galician region: an assessment of the 1994-1999 and 2000-2006 Galician CSFs
José Ramón Cancelo de la Torre, J. Andrés Faiña and Jesús López-Rodríguez
- 225/2005 The effects of ownership structure and board composition on the audit committee activity: Spanish evidence
Carlos Fernández Méndez and Rubén Arrondo García
- 226/2005 Cross-country determinants of bank income smoothing by managing loan loss provisions
Ana Rosa Fonseca and Francisco González
- 227/2005 Incumplimiento fiscal en el irpf (1993-2000): un análisis de sus factores determinantes
Alejandro Estellér Moré
- 228/2005 Region versus Industry effects: volatility transmission
Pilar Soriano Felipe and Francisco J. Climent Diranzo
- 229/2005 Concurrent Engineering: The Moderating Effect Of Uncertainty On New Product Development Success
Daniel Vázquez-Bustelo and Sandra Valle
- 230/2005 On zero lower bound traps: a framework for the analysis of monetary policy in the 'age' of central banks
Alfonso Palacio-Vera
- 231/2005 Reconciling Sustainability and Discounting in Cost Benefit Analysis: a methodological proposal
M. Carmen Almansa Sáez and Javier Calatrava Requena
- 232/2005 Can The Excess Of Liquidity Affect The Effectiveness Of The European Monetary Policy?
Santiago Carbó Valverde and Rafael López del Paso
- 233/2005 Inheritance Taxes In The Eu Fiscal Systems: The Present Situation And Future Perspectives.
Miguel Angel Barberán Lahuerta
- 234/2006 Bank Ownership And Informativeness Of Earnings.
Víctor M. González
- 235/2006 Developing A Predictive Method: A Comparative Study Of The Partial Least Squares Vs Maximum Likelihood Techniques.
Waymond Rodgers, Paul Pavlou and Andres Guiral.
- 236/2006 Using Compromise Programming for Macroeconomic Policy Making in a General Equilibrium Framework: Theory and Application to the Spanish Economy.
Francisco J. André, M. Alejandro Cardenete y Carlos Romero.

- 237/2006 Bank Market Power And Sme Financing Constraints.
Santiago Carbó-Valverde, Francisco Rodríguez-Fernández y Gregory F. Udell.
- 238/2006 Trade Effects Of Monetary Agreements: Evidence For Oecd Countries.
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero y José Antonio Martínez-Serrano.
- 239/2006 The Quality Of Institutions: A Genetic Programming Approach.
Marcos Álvarez-Díaz y Gonzalo Caballero Miguez.
- 240/2006 La interacción entre el éxito competitivo y las condiciones del mercado doméstico como determinantes de la decisión de exportación en las Pymes.
Francisco García Pérez.
- 241/2006 Una estimación de la depreciación del capital humano por sectores, por ocupación y en el tiempo.
Inés P. Murillo.
- 242/2006 Consumption And Leisure Externalities, Economic Growth And Equilibrium Efficiency.
Manuel A. Gómez.
- 243/2006 Measuring efficiency in education: an analysis of different approaches for incorporating non-discretionary inputs.
Jose Manuel Cordero-Ferrera, Francisco Pedraja-Chaparro y Javier Salinas-Jiménez
- 244/2006 Did The European Exchange-Rate Mechanism Contribute To The Integration Of Peripheral Countries?.
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero y José Antonio Martínez-Serrano
- 245/2006 Intergenerational Health Mobility: An Empirical Approach Based On The Echp.
Marta Pascual and David Cantarero
- 246/2006 Measurement and analysis of the Spanish Stock Exchange using the Lyapunov exponent with digital technology.
Salvador Rojí Ferrari and Ana Gonzalez Marcos
- 247/2006 Testing For Structural Breaks In Variance With additive Outliers And Measurement Errors.
Paulo M.M. Rodrigues and Antonio Rubia
- 248/2006 The Cost Of Market Power In Banking: Social Welfare Loss Vs. Cost Inefficiency.
Joaquín Maudos and Juan Fernández de Guevara
- 249/2006 Elasticidades de largo plazo de la demanda de vivienda: evidencia para España (1885-2000).
Desiderio Romero Jordán, José Félix Sanz Sanz y César Pérez López
- 250/2006 Regional Income Disparities in Europe: What role for location?.
Jesús López-Rodríguez and J. Andrés Faña
- 251/2006 Funciones abreviadas de bienestar social: Una forma sencilla de simultaneizar la medición de la eficiencia y la equidad de las políticas de gasto público.
Nuria Badenes Plá y Daniel Santín González
- 252/2006 "The momentum effect in the Spanish stock market: Omitted risk factors or investor behaviour?".
Luis Muga and Rafael Santamaría
- 253/2006 Dinámica de precios en el mercado español de gasolina: un equilibrio de colusión tácita.
Jordi Perdiguero García

- 254/2006 Desigualdad regional en España: renta permanente versus renta corriente.
José M. Pastor, Empar Pons y Lorenzo Serrano
- 255/2006 Environmental implications of organic food preferences: an application of the impure public goods model.
Ana Maria Aldanondo-Ochoa y Carmen Almansa-Sáez
- 256/2006 Family tax credits versus family allowances when labour supply matters: Evidence for Spain.
José Felix Sanz-Sanz, Desiderio Romero-Jordán y Santiago Álvarez-García
- 257/2006 La internacionalización de la empresa manufacturera española: efectos del capital humano genérico y específico.
José López Rodríguez
- 258/2006 Evaluación de las migraciones interregionales en España, 1996-2004.
María Martínez Torres
- 259/2006 Efficiency and market power in Spanish banking.
Rolf Färe, Shawna Grosskopf y Emili Tortosa-Ausina.
- 260/2006 Asimetrías en volatilidad, beta y contagios entre las empresas grandes y pequeñas cotizadas en la bolsa española.
Helena Chuliá y Hipòlit Torró.
- 261/2006 Birth Replacement Ratios: New Measures of Period Population Replacement.
José Antonio Ortega.
- 262/2006 Accidentes de tráfico, víctimas mortales y consumo de alcohol.
José M^a Arranz y Ana I. Gil.
- 263/2006 Análisis de la Presencia de la Mujer en los Consejos de Administración de las Mil Mayores Empresas Españolas.
Ruth Mateos de Cabo, Lorenzo Escot Mangas y Ricardo Gimeno Nogués.
- 264/2006 Crisis y Reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Las Limitaciones de la Política Económica en Europa.
Ignacio Álvarez Peralta.
- 265/2006 Have Child Tax Allowances Affected Family Size? A Microdata Study For Spain (1996-2000).
Jaime Vallés-Giménez y Anabel Zárate-Marco.
- 266/2006 Health Human Capital And The Shift From Foraging To Farming.
Paolo Rungo.
- 267/2006 Financiación Autonómica y Política de la Competencia: El Mercado de Gasolina en Canarias.
Juan Luis Jiménez y Jordi Perdiguero.
- 268/2006 El cumplimiento del Protocolo de Kyoto para los hogares españoles: el papel de la imposición sobre la energía.
Desiderio Romero-Jordán y José Félix Sanz-Sanz.
- 269/2006 Banking competition, financial dependence and economic growth
Joaquín Maudos y Juan Fernández de Guevara
- 270/2006 Efficiency, subsidies and environmental adaptation of animal farming under CAP
Werner Kleinhanß, Carmen Murillo, Carlos San Juan y Stefan Sperlich

- 271/2006 Interest Groups, Incentives to Cooperation and Decision-Making Process in the European Union
A. Garcia-Lorenzo y Jesús López-Rodríguez
- 272/2006 Riesgo asimétrico y estrategias de momentum en el mercado de valores español
Luis Muga y Rafael Santamaría
- 273/2006 Valoración de capital-riesgo en proyectos de base tecnológica e innovadora a través de la teoría de opciones reales
Gracia Rubio Martín
- 274/2006 Capital stock and unemployment: searching for the missing link
Ana Rosa Martínez-Cañete, Elena Márquez de la Cruz, Alfonso Palacio-Vera and Inés Pérez-Soba Aguilar
- 275/2006 Study of the influence of the voters' political culture on vote decision through the simulation of a political competition problem in Spain
Sagrario Lantarón, Isabel Lillo, M^a Dolores López and Javier Rodrigo
- 276/2006 Investment and growth in Europe during the Golden Age
Antonio Cubel and M^a Teresa Sanchis
- 277/2006 Efectos de vincular la pensión pública a la inversión en cantidad y calidad de hijos en un modelo de equilibrio general
Robert Meneu Gaya
- 278/2006 El consumo y la valoración de activos
Elena Márquez y Belén Nieto
- 279/2006 Economic growth and currency crisis: A real exchange rate entropic approach
David Matesanz Gómez y Guillermo J. Ortega
- 280/2006 Three measures of returns to education: An illustration for the case of Spain
María Arrazola y José de Hevia
- 281/2006 Composition of Firms versus Composition of Jobs
Antoni Cunyat
- 282/2006 La vocación internacional de un holding tranviario belga: la Compagnie Mutuelle de Tramways, 1895-1918
Alberte Martínez López
- 283/2006 Una visión panorámica de las entidades de crédito en España en la última década.
Constantino García Ramos
- 284/2006 Foreign Capital and Business Strategies: a comparative analysis of urban transport in Madrid and Barcelona, 1871-1925
Alberte Martínez López
- 285/2006 Los intereses belgas en la red ferroviaria catalana, 1890-1936
Alberte Martínez López
- 286/2006 The Governance of Quality: The Case of the Agrifood Brand Names
Marta Fernández Barcala, Manuel González-Díaz y Emmanuel Raynaud
- 287/2006 Modelling the role of health status in the transition out of malthusian equilibrium
Paolo Rungo, Luis Currais and Berta Rivera
- 288/2006 Industrial Effects of Climate Change Policies through the EU Emissions Trading Scheme
Xavier Labandeira and Miguel Rodríguez

- 289/2006 Globalisation and the Composition of Government Spending: An analysis for OECD countries
Norman Gemmell, Richard Kneller and Ismael Sanz
- 290/2006 La producción de energía eléctrica en España: Análisis económico de la actividad tras la liberalización del Sector Eléctrico
Fernando Hernández Martínez
- 291/2006 Further considerations on the link between adjustment costs and the productivity of R&D investment: evidence for Spain
Desiderio Romero-Jordán, José Félix Sanz-Sanz and Inmaculada Álvarez-Ayuso
- 292/2006 Una teoría sobre la contribución de la función de compras al rendimiento empresarial
Javier González Benito
- 293/2006 Agility drivers, enablers and outcomes: empirical test of an integrated agile manufacturing model
Daniel Vázquez-Bustelo, Lucía Avella and Esteban Fernández
- 294/2006 Testing the parametric vs the semiparametric generalized mixed effects models
María José Lombardía and Stefan Sperlich
- 295/2006 Nonlinear dynamics in energy futures
Mariano Matilla-García
- 296/2006 Estimating Spatial Models By Generalized Maximum Entropy Or How To Get Rid Of W
Esteban Fernández Vázquez, Matías Mayor Fernández and Jorge Rodríguez-Valez
- 297/2006 Optimización fiscal en las transmisiones lucrativas: análisis metodológico
Félix Domínguez Barrero
- 298/2006 La situación actual de la banca online en España
Francisco José Climent Diranzo y Alexandre Momparler Pechuán
- 299/2006 Estrategia competitiva y rendimiento del negocio: el papel mediador de la estrategia y las capacidades productivas
Javier González Benito y Isabel Suárez González
- 300/2006 A Parametric Model to Estimate Risk in a Fixed Income Portfolio
Pilar Abad and Sonia Benito
- 301/2007 Análisis Empírico de las Preferencias Sociales Respecto del Gasto en Obra Social de las Cajas de Ahorros
Alejandro Esteller-Moré, Jonathan Jorba Jiménez y Albert Solé-Ollé
- 302/2007 Assessing the enlargement and deepening of regional trading blocs: The European Union case
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero y José Antonio Martínez-Serrano
- 303/2007 ¿Es la Franquicia un Medio de Financiación?: Evidencia para el Caso Español
Vanessa Solís Rodríguez y Manuel González Díaz
- 304/2007 On the Finite-Sample Biases in Nonparametric Testing for Variance Constancy
Paulo M.M. Rodrigues and Antonio Rubia
- 305/2007 Spain is Different: Relative Wages 1989-98
José Antonio Carrasco Gallego

- 306/2007 Poverty reduction and SAM multipliers: An evaluation of public policies in a regional framework
Francisco Javier De Miguel-Vélez y Jesús Pérez-Mayo
- 307/2007 La Eficiencia en la Gestión del Riesgo de Crédito en las Cajas de Ahorro
Marcelino Martínez Cabrera
- 308/2007 Optimal environmental policy in transport: unintended effects on consumers' generalized price
M. Pilar Socorro and Ofelia Betancor
- 309/2007 Agricultural Productivity in the European Regions: Trends and Explanatory Factors
Roberto Ezcurra, Belen Iraizoz, Pedro Pascual and Manuel Rapún
- 310/2007 Long-run Regional Population Divergence and Modern Economic Growth in Europe: a Case Study of Spain
María Isabel Ayuda, Fernando Collantes and Vicente Pinilla
- 311/2007 Financial Information effects on the measurement of Commercial Banks' Efficiency
Borja Amor, María T. Tascón and José L. Fanjul
- 312/2007 Neutralidad e incentivos de las inversiones financieras en el nuevo IRPF
Félix Domínguez Barrero
- 313/2007 The Effects of Corporate Social Responsibility Perceptions on The Valuation of Common Stock
Waymond Rodgers , Helen Choy and Andres Guiral-Contreras
- 314/2007 Country Creditor Rights, Information Sharing and Commercial Banks' Profitability Persistence across the world
Borja Amor, María T. Tascón and José L. Fanjul
- 315/2007 ¿Es Relevante el Déficit Corriente en una Unión Monetaria? El Caso Español
Javier Blanco González y Ignacio del Rosal Fernández
- 316/2007 The Impact of Credit Rating Announcements on Spanish Corporate Fixed Income Performance: Returns, Yields and Liquidity
Pilar Abad, Antonio Díaz and M. Dolores Robles
- 317/2007 Indicadores de Lealtad al Establecimiento y Formato Comercial Basados en la Distribución del Presupuesto
Cesar Augusto Bustos Reyes y Óscar González Benito
- 318/2007 Migrants and Market Potential in Spain over The XXth Century: A Test Of The New Economic Geography
Daniel A. Tirado, Jordi Pons, Elisenda Paluzie and Javier Silvestre
- 319/2007 El Impacto del Coste de Oportunidad de la Actividad Emprendedora en la Intención de los Ciudadanos Europeos de Crear Empresas
Luis Miguel Zapico Aldeano
- 320/2007 Los belgas y los ferrocarriles de vía estrecha en España, 1887-1936
Alberte Martínez López
- 321/2007 Competición política bipartidista. Estudio geométrico del equilibrio en un caso ponderado
Isabel Lillo, M^a Dolores López y Javier Rodrigo
- 322/2007 Human resource management and environment management systems: an empirical study
M^a Concepción López Fernández, Ana M^a Serrano Bedía and Gema García Piqueres

- 323/2007 Wood and industrialization. evidence and hypotheses from the case of Spain, 1860-1935.
Iñaki Iriarte-Goñi and María Isabel Ayuda Bosque
- 324/2007 New evidence on long-run monetary neutrality.
J. Cunado, L.A. Gil-Alana and F. Perez de Gracia
- 325/2007 Monetary policy and structural changes in the volatility of us interest rates.
Juncal Cuñado, Javier Gomez Biscarri and Fernando Perez de Gracia
- 326/2007 The productivity effects of intrafirm diffusion.
Lucio Fuentelsaz, Jaime Gómez and Sergio Palomas
- 327/2007 Unemployment duration, layoffs and competing risks.
J.M. Arranz, C. García-Serrano and L. Toharia
- 328/2007 El grado de cobertura del gasto público en España respecto a la UE-15
Nuria Rueda, Begoña Barruso, Carmen Calderón y M^a del Mar Herrador
- 329/2007 The Impact of Direct Subsidies in Spain before and after the CAP'92 Reform
Carmen Murillo, Carlos San Juan and Stefan Sperlich
- 330/2007 Determinants of post-privatisation performance of Spanish divested firms
Laura Cabeza García and Silvia Gómez Ansón
- 331/2007 ¿Por qué deciden diversificar las empresas españolas? Razones oportunistas versus razones económicas
Almudena Martínez Campillo
- 332/2007 Dynamical Hierarchical Tree in Currency Markets
Juan Gabriel Brida, David Matesanz Gómez and Wiston Adrián Risso
- 333/2007 Los determinantes sociodemográficos del gasto sanitario. Análisis con microdatos individuales
Ana María Angulo, Ramón Barberán, Pilar Egea y Jesús Mur
- 334/2007 Why do companies go private? The Spanish case
Inés Pérez-Soba Aguilar
- 335/2007 The use of gis to study transport for disabled people
Verónica Cañal Fernández
- 336/2007 The long run consequences of M&A: An empirical application
Cristina Bernad, Lucio Fuentelsaz and Jaime Gómez
- 337/2007 Las clasificaciones de materias en economía: principios para el desarrollo de una nueva clasificación
Valentín Edo Hernández
- 338/2007 Reforming Taxes and Improving Health: A Revenue-Neutral Tax Reform to Eliminate Medical and Pharmaceutical VAT
Santiago Álvarez-García, Carlos Pestana Barros y Juan Prieto-Rodríguez
- 339/2007 Impacts of an iron and steel plant on residential property values
Celia Bilbao-Terol
- 340/2007 Firm size and capital structure: Evidence using dynamic panel data
Victor M. González and Francisco González

- 341/2007 ¿Cómo organizar una cadena hotelera? La elección de la forma de gobierno
Marta Fernández Barcala y Manuel González Díaz
- 342/2007 Análisis de los efectos de la decisión de diversificar: un contraste del marco teórico “Agencia-
Stewardship”
Almudena Martínez Campillo y Roberto Fernández Gago
- 343/2007 Selecting portfolios given multiple eurostoxx-based uncertainty scenarios: a stochastic goal pro-
gramming approach from fuzzy betas
Enrique Ballester, Blanca Pérez-Gladish, Mar Arenas-Parra and Amelia Bilbao-Terol
- 344/2007 “El bienestar de los inmigrantes y los factores implicados en la decisión de emigrar”
Anastasia Hernández Alemán y Carmelo J. León
- 345/2007 Governance Decisions in the R&D Process: An Integrative Framework Based on TCT and
Knowledge View of The Firm.
Andrea Martínez-Noya and Esteban García-Canal
- 346/2007 Diferencias salariales entre empresas públicas y privadas. El caso español
Begoña Cueto y Nuria Sánchez- Sánchez
- 347/2007 Effects of Fiscal Treatments of Second Home Ownership on Renting Supply
Celia Bilbao Terol and Juan Prieto Rodríguez
- 348/2007 Auditors’ ethical dilemmas in the going concern evaluation
Andres Guiral, Waymond Rodgers, Emiliano Ruiz and Jose A. Gonzalo
- 349/2007 Convergencia en capital humano en España. Un análisis regional para el periodo 1970-2004
Susana Morales Sequera y Carmen Pérez Esparrells
- 350/2007 Socially responsible investment: mutual funds portfolio selection using fuzzy multiobjective pro-
gramming
Blanca M^a Pérez-Gladish, Mar Arenas-Parra , Amelia Bilbao-Terol and M^a Victoria Rodríguez-
Uría
- 351/2007 Persistencia del resultado contable y sus componentes: implicaciones de la medida de ajustes por
devengo
Raúl Iñiguez Sánchez y Francisco Poveda Fuentes
- 352/2007 Wage Inequality and Globalisation: What can we Learn from the Past? A General Equilibrium
Approach
Concha Betrán, Javier Ferri and Maria A. Pons
- 353/2007 Eficacia de los incentivos fiscales a la inversión en I+D en España en los años noventa
Desiderio Romero Jordán y José Félix Sanz Sanz
- 354/2007 Convergencia regional en renta y bienestar en España
Robert Meneu Gaya
- 355/2007 Tributación ambiental: Estado de la Cuestión y Experiencia en España
Ana Carrera Poncela
- 356/2007 Salient features of dependence in daily us stock market indices
Luis A. Gil-Alana, Juncal Cuñado and Fernando Pérez de Gracia
- 357/2007 La educación superior: ¿un gasto o una inversión rentable para el sector público?
Inés P. Murillo y Francisco Pedraja

- 358/2007 Effects of a reduction of working hours on a model with job creation and job destruction
Emilio Domínguez, Miren Ullibarri y Idoya Zabaleta
- 359/2007 Stock split size, signaling and earnings management: Evidence from the Spanish market
José Yagüe, J. Carlos Gómez-Sala and Francisco Poveda-Fuentes
- 360/2007 Modelización de las expectativas y estrategias de inversión en mercados de derivados
Begoña Font-Belaire
- 361/2008 Trade in capital goods during the golden age, 1953-1973
M^a Teresa Sanchis and Antonio Cubel
- 362/2008 El capital económico por riesgo operacional: una aplicación del modelo de distribución de pérdidas
Enrique José Jiménez Rodríguez y José Manuel Fera Domínguez
- 363/2008 The drivers of effectiveness in competition policy
Joan-Ramon Borrell and Juan-Luis Jiménez
- 364/2008 Corporate governance structure and board of directors remuneration policies: evidence from Spain
Carlos Fernández Méndez, Rubén Arrondo García and Enrique Fernández Rodríguez
- 365/2008 Beyond the disciplinary role of governance: how boards and donors add value to Spanish foundations
Pablo De Andrés Alonso, Valentín Azofra Palenzuela y M. Elena Romero Merino
- 366/2008 Complejidad y perfeccionamiento contractual para la contención del oportunismo en los acuerdos de franquicia
Vanessa Solís Rodríguez y Manuel González Díaz
- 367/2008 Inestabilidad y convergencia entre las regiones europeas
Jesús Mur, Fernando López y Ana Angulo
- 368/2008 Análisis espacial del cierre de explotaciones agrarias
Ana Aldanondo Ochoa, Carmen Almansa Sáez y Valero Casanovas Oliva
- 369/2008 Cross-Country Efficiency Comparison between Italian and Spanish Public Universities in the period 2000-2005
Tommaso Agasisti and Carmen Pérez Esparrells
- 370/2008 El desarrollo de la sociedad de la información en España: un análisis por comunidades autónomas
María Concepción García Jiménez y José Luis Gómez Barroso
- 371/2008 El medioambiente y los objetivos de fabricación: un análisis de los modelos estratégicos para su consecución
Lucía Avella Camarero, Esteban Fernández Sánchez y Daniel Vázquez-Bustelo
- 372/2008 Influence of bank concentration and institutions on capital structure: New international evidence
Víctor M. González and Francisco González
- 373/2008 Generalización del concepto de equilibrio en juegos de competición política
M^a Dolores López González y Javier Rodrigo Hitos
- 374/2008 Smooth Transition from Fixed Effects to Mixed Effects Models in Multi-level regression Models
María José Lombardía and Stefan Sperlich

- 375/2008 A Revenue-Neutral Tax Reform to Increase Demand for Public Transport Services
Carlos Pestana Barros and Juan Prieto-Rodríguez
- 376/2008 Measurement of intra-distribution dynamics: An application of different approaches to the European regions
Adolfo Maza, María Hierro and José Villaverde
- 377/2008 Migración interna de extranjeros y ¿nueva fase en la convergencia?
María Hierro y Adolfo Maza
- 378/2008 Efectos de la Reforma del Sector Eléctrico: Modelización Teórica y Experiencia Internacional
Ciro Eduardo Bazán Navarro
- 379/2008 A Non-Parametric Independence Test Using Permutation Entropy
Mariano Matilla-García and Manuel Ruiz Marín
- 380/2008 Testing for the General Fractional Unit Root Hypothesis in the Time Domain
Uwe Hassler, Paulo M.M. Rodrigues and Antonio Rubia
- 381/2008 Multivariate gram-charlier densities
Esther B. Del Brio, Trino-Manuel Níguez and Javier Perote
- 382/2008 Analyzing Semiparametrically the Trends in the Gender Pay Gap - The Example of Spain
Ignacio Moral-Arce, Stefan Sperlich, Ana I. Fernández-Saínz and Maria J. Roca
- 383/2008 A Cost-Benefit Analysis of a Two-Sided Card Market
Santiago Carbó Valverde, David B. Humphrey, José Manuel Liñares Zegarra and Francisco Rodríguez Fernandez
- 384/2008 A Fuzzy Bicriteria Approach for Journal Deselection in a Hospital Library
M. L. López-Avello, M. V. Rodríguez-Uría, B. Pérez-Gladish, A. Bilbao-Terol, M. Arenas-Parra
- 385/2008 Valoración de las grandes corporaciones farmacéuticas, a través del análisis de sus principales intangibles, con el método de opciones reales
Gracia Rubio Martín y Prosper Lamothe Fernández
- 386/2008 El marketing interno como impulsor de las habilidades comerciales de las pyme españolas: efectos en los resultados empresariales
M^a Leticia Santos Vijande, M^a José Sanzo Pérez, Nuria García Rodríguez y Juan A. Trespalacios Gutiérrez
- 387/2008 Understanding Warrants Pricing: A case study of the financial market in Spain
David Abad y Belén Nieto
- 388/2008 Aglomeración espacial, Potencial de Mercado y Geografía Económica: Una revisión de la literatura
Jesús López-Rodríguez y J. Andrés Faíña
- 389/2008 An empirical assessment of the impact of switching costs and first mover advantages on firm performance
Jaime Gómez, Juan Pablo Maícas
- 390/2008 Tender offers in Spain: testing the wave
Ana R. Martínez-Cañete y Inés Pérez-Soba Aguilar

- 391/2008 La integración del mercado español a finales del siglo XIX: los precios del trigo entre 1891 y 1905
Mariano Matilla García, Pedro Pérez Pascual y Basilio Sanz Carnero
- 392/2008 Cuando el tamaño importa: estudio sobre la influencia de los sujetos políticos en la balanza de bienes y servicios
Alfonso Echazarra de Gregorio
- 393/2008 Una visión cooperativa de las medidas ante el posible daño ambiental de la desalación
Borja Montaña Sanz
- 394/2008 Efectos externos del endeudamiento sobre la calificación crediticia de las Comunidades Autónomas
Andrés Leal Marcos y Julio López Laborda
- 395/2008 Technical efficiency and productivity changes in Spanish airports: A parametric distance functions approach
Beatriz Tovar & Roberto Rendeiro Martín-Cejas
- 396/2008 Network analysis of exchange data: Interdependence drives crisis contagion
David Matesanz Gómez & Guillermo J. Ortega
- 397/2008 Explaining the performance of Spanish privatised firms: a panel data approach
Laura Cabeza Garcia and Silvia Gomez Anson
- 398/2008 Technological capabilities and the decision to outsource R&D services
Andrea Martínez-Noya and Esteban García-Canal
- 399/2008 Hybrid Risk Adjustment for Pharmaceutical Benefits
Manuel García-Goñi, Pere Ibern & José María Inoriza
- 400/2008 The Team Consensus–Performance Relationship and the Moderating Role of Team Diversity
José Henrique Dieguez, Javier González-Benito and Jesús Galende
- 401/2008 The institutional determinants of CO₂ emissions: A computational modelling approach using Artificial Neural Networks and Genetic Programming
Marcos Álvarez-Díaz , Gonzalo Caballero Miguez and Mario Soliño
- 402/2008 Alternative Approaches to Include Exogenous Variables in DEA Measures: A Comparison Using Monte Carlo
José Manuel Cordero-Ferrera, Francisco Pedraja-Chaparro and Daniel Santín-González
- 403/2008 Efecto diferencial del capital humano en el crecimiento económico andaluz entre 1985 y 2004: comparación con el resto de España
M^a del Pópulo Pablo-Romero Gil-Delgado y M^a de la Palma Gómez-Calero Valdés
- 404/2008 Análisis de fusiones, variaciones conjeturales y la falacia del estimador en diferencias
Juan Luis Jiménez y Jordi Perdiguero
- 405/2008 Política fiscal en la ue: ¿basta con los estabilizadores automáticos?
Jorge Uxó González y M^a Jesús Arroyo Fernández
- 406/2008 Papel de la orientación emprendedora y la orientación al mercado en el éxito de las empresas
Óscar González-Benito, Javier González-Benito y Pablo A. Muñoz-Gallego
- 407/2008 La presión fiscal por impuesto sobre sociedades en la unión europea
Elena Fernández Rodríguez, Antonio Martínez Arias y Santiago Álvarez García

- 408/2008 The environment as a determinant factor of the purchasing and supply strategy: an empirical analysis
Dr. Javier González-Benito y MS Duilio Reis da Rocha
- 409/2008 Cooperation for innovation: the impact on innovatory effort
Gloria Sánchez González and Liliana Herrera
- 410/2008 Spanish post-earnings announcement drift and behavioral finance models
Carlos Forner and Sonia Sanabria
- 411/2008 Decision taking with external pressure: evidence on football manager dismissals in argentina and their consequences
Ramón Flores, David Forrest and Juan de Dios Tena
- 412/2008 Comercio agrario latinoamericano, 1963-2000: aplicación de la ecuación gravitacional para flujos desagregados de comercio
Raúl Serrano y Vicente Pinilla
- 413/2008 Voter heuristics in Spain: a descriptive approach elector decision
José Luís Sáez Lozano and Antonio M. Jaime Castillo
- 414/2008 Análisis del efecto área de salud de residencia sobre la utilización y acceso a los servicios sanitarios en la Comunidad Autónoma Canaria
Ignacio Abásolo Alessón, Lidia García Pérez, Raquel Aguiar Ibáñez y Asier Amador Robayna
- 415/2008 Impact on competitive balance from allowing foreign players in a sports league: an analytical model and an empirical test
Ramón Flores, David Forrest & Juan de Dios Tena
- 416/2008 Organizational innovation and productivity growth: Assessing the impact of outsourcing on firm performance
Alberto López
- 417/2008 Value Efficiency Analysis of Health Systems
Eduardo González, Ana Cárcaba & Juan Ventura
- 418/2008 Equidad en la utilización de servicios sanitarios públicos por comunidades autónomas en España: un análisis multinivel
Ignacio Abásolo, Jaime Pinilla, Miguel Negrín, Raquel Aguiar y Lidia García
- 419/2008 Piedras en el camino hacia Bolonia: efectos de la implantación del EEES sobre los resultados académicos
Carmen Florido, Juan Luis Jiménez e Isabel Santana
- 420/2008 The welfare effects of the allocation of airlines to different terminals
M. Pilar Socorro and Ofelia Betancor
- 421/2008 How bank capital buffers vary across countries. The influence of cost of deposits, market power and bank regulation
Ana Rosa Fonseca and Francisco González
- 422/2008 Analysing health limitations in Spain: an empirical approach based on the European Community household panel
Marta Pascual and David Cantarero

- 423/2008 Regional productivity variation and the impact of public capital stock: an analysis with spatial interaction, with reference to Spain
Miguel Gómez-Antonio and Bernard Fingleton
- 424/2008 Average effect of training programs on the time needed to find a job. The case of the training schools program in the south of Spain (Seville, 1997-1999).
José Manuel Cansino Muñoz-Repiso and Antonio Sánchez Braza
- 425/2008 Medición de la eficiencia y cambio en la productividad de las empresas distribuidoras de electricidad en Perú después de las reformas
Raúl Pérez-Reyes y Beatriz Tovar
- 426/2008 Acercando posturas sobre el descuento ambiental: sondeo Delphi a expertos en el ámbito internacional
Carmen Almansa Sáez y José Miguel Martínez Paz
- 427/2008 Determinants of abnormal liquidity after rating actions in the Corporate Debt Market
Pilar Abad, Antonio Díaz and M. Dolores Robles
- 428/2008 Export led-growth and balance of payments constrained. New formalization applied to Cuban commercial regimes since 1960
David Matesanz Gómez, Guadalupe Fugarolas Álvarez-Ude and Isis Mañalich Gálvez
- 429/2008 La deuda implícita y el desequilibrio financiero-actuarial de un sistema de pensiones. El caso del régimen general de la seguridad social en España
José Enrique Devesa Carpio y Mar Devesa Carpio
- 430/2008 Efectos de la descentralización fiscal sobre el precio de los carburantes en España
Desiderio Romero Jordán, Marta Jorge García-Inés y Santiago Álvarez García
- 431/2008 Euro, firm size and export behavior
Silviano Esteve-Pérez, Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero and José Antonio Martínez-Serrano
- 432/2008 Does social spending increase support for free trade in advanced democracies?
Ismael Sanz, Ferran Martínez i Coma and Federico Steinberg
- 433/2008 Potencial de Mercado y Estructura Espacial de Salarios: El Caso de Colombia
Jesús López-Rodríguez y Maria Cecilia Acevedo
- 434/2008 Persistence in Some Energy Futures Markets
Juncal Cunado, Luis A. Gil-Alana and Fernando Pérez de Gracia
- 435/2008 La inserción financiera externa de la economía francesa: inversores institucionales y nueva gestión empresarial
Ignacio Álvarez Peralta
- 436/2008 ¿Flexibilidad o rigidez salarial en España?: un análisis a escala regional
Ignacio Moral Arce y Adolfo Maza Fernández
- 437/2009 Intangible relationship-specific investments and the performance of r&d outsourcing agreements
Andrea Martínez-Noya, Esteban García-Canal & Mauro F. Guillén
- 438/2009 Friendly or Controlling Boards?
Pablo de Andrés Alonso & Juan Antonio Rodríguez Sanz

- 439/2009 La sociedad Trenor y Cía. (1838-1926): un modelo de negocio industrial en la España del siglo XIX
Amparo Ruiz Llopis
- 440/2009 Continental bias in trade
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero & José Antonio Martínez Serrano
- 441/2009 Determining operational capital at risk: an empirical application to the retail banking
Enrique José Jiménez-Rodríguez, José Manuel Fera-Domínguez & José Luis Martín-Marín
- 442/2009 Costes de mitigación y escenarios post-kyoto en España: un análisis de equilibrio general para España
Mikel González Ruiz de Eguino
- 443/2009 Las revistas españolas de economía en las bibliotecas universitarias: ranking, valoración del indicador y del sistema
Valentín Edo Hernández
- 444/2009 Convergencia económica en España y coordinación de políticas económicas. un estudio basado en la estructura productiva de las CC.AA.
Ana Cristina Mingorance Arnáiz
- 445/2009 Instrumentos de mercado para reducir emisiones de co2: un análisis de equilibrio general para España
Mikel González Ruiz de Eguino
- 446/2009 El comercio intra e inter-regional del sector Turismo en España
Carlos Llano y Tamara de la Mata
- 447/2009 Efectos del incremento del precio del petróleo en la economía española: Análisis de cointegración y de la política monetaria mediante reglas de Taylor
Fernando Hernández Martínez
- 448/2009 Bologna Process and Expenditure on Higher Education: A Convergence Analysis of the EU-15
T. Agasisti, C. Pérez Esparrells, G. Catalano & S. Morales
- 449/2009 Global Economy Dynamics? Panel Data Approach to Spillover Effects
Gregory Daco, Fernando Hernández Martínez & Li-Wu Hsu
- 450/2009 Pricing levered warrants with dilution using observable variables
Isabel Abinzano & Javier F. Navas
- 451/2009 Information technologies and financial performance: The effect of technology diffusion among competitors
Lucio Fuentelsaz, Jaime Gómez & Sergio Palomas
- 452/2009 A Detailed Comparison of Value at Risk in International Stock Exchanges
Pilar Abad & Sonia Benito
- 453/2009 Understanding offshoring: has Spain been an offshoring location in the nineties?
Belén González-Díaz & Rosario Gandoy
- 454/2009 Outsourcing decision, product innovation and the spatial dimension: Evidence from the Spanish footwear industry
José Antonio Belso-Martínez

- 455/2009 Does playing several competitions influence a team's league performance? Evidence from Spanish professional football
Andrés J. Picazo-Tadeo & Francisco González-Gómez
- 456/2009 Does accessibility affect retail prices and competition? An empirical application
Juan Luis Jiménez and Jordi Perdiguero
- 457/2009 Cash conversion cycle in smes
Sonia Baños-Caballero, Pedro J. García-Teruel and Pedro Martínez-Solano
- 458/2009 Un estudio sobre el perfil de hogares endeudados y sobreendeudados: el caso de los hogares vascos
Alazne Mujika Alberdi, Iñaki García Arrizabalaga y Juan José Gibaja Martíns
- 459/2009 Imposing monotonicity on outputs in parametric distance function estimations: with an application to the spanish educational production
Sergio Perelman and Daniel Santin
- 460/2009 Key issues when using tax data for concentration analysis: an application to the Spanish wealth tax
José M^a Durán-Cabré and Alejandro Esteller-Moré
- 461/2009 ¿Se está rompiendo el mercado español? Una aplicación del enfoque de feldstein –horioka
Saúl De Vicente Queijeiro□, José Luis Pérez Rivero□ y María Rosalía Vicente Cuervo□
- 462/2009 Financial condition, cost efficiency and the quality of local public services
Manuel A. Muñiz□ & José L. Zafra□□
- 463/2009 Including non-cognitive outputs in a multidimensional evaluation of education production: an international comparison
Marián García Valiñas & Manuel Antonio Muñiz Pérez
- 464/2009 A political look into budget deficits. The role of minority governments and oppositions
Albert Falcó-Gimeno & Ignacio Jurado
- 465/2009 La simulación del cuadro de mando integral. Una herramienta de aprendizaje en la materia de contabilidad de gestión
Elena Urquía Grande, Clara Isabel Muñoz Colomina y Elisa Isabel Cano Montero
- 466/2009 Análisis histórico de la importancia de la industria de la desalinización en España
Borja Montaña Sanz
- 467/2009 The dynamics of trade and innovation: a joint approach
Silviano Esteve-Pérez & Diego Rodríguez
- 468/2009 Measuring international reference-cycles
Sonia de Lucas Santos, Inmaculada Álvarez Ayuso & M^a Jesús Delgado Rodríguez
- 469/2009 Measuring quality of life in Spanish municipalities
Eduardo González Fidalgo, Ana Cárcaba García, Juan Ventura Victoria & Jesús García García
- 470/2009 ¿Cómo se valoran las acciones españolas: en el mercado de capitales doméstico o en el europeo?
Begoña Font Belaire y Alfredo Juan Grau Grau
- 471/2009 Patterns of e-commerce adoption and intensity. evidence for the european union-27
María Rosalía Vicente & Ana Jesús López

- 472/2009 On measuring the effect of demand uncertainty on costs: an application to port terminals
Ana Rodríguez-Álvarez, Beatriz Tovar & Alan Wall
- 473/2009 Order of market entry, market and technological evolution and firm competitive performance
Jaime Gomez, Gianvito Lanzolla & Juan Pablo Maicas
- 474/2009 La Unión Económica y Monetaria Europea en el proceso exportador de Castilla y León (1993-2007): un análisis de datos de panel
Almudena Martínez Campillo y M^a del Pilar Sierra Fernández
- 475/2009 Do process innovations boost SMEs productivity growth?
Juan A. Mañez, María E. Rochina Barrachina, Amparo Sanchis Llopis & Juan A. Sanchis Llopis
- 476/2009 Incertidumbre externa y elección del modo de entrada en el marco de la inversión directa en el exterior
Cristina López Duarte y Marta M^a Vidal Suárez
- 477/2009 Testing for structural breaks in factor loadings: an application to international business cycle
José Luis Cendejas Bueno, Sonia de Lucas Santos, Inmaculada Álvarez Ayuso & M^a Jesús Delgado Rodríguez
- 478/2009 ¿Esconde la rigidez de precios la existencia de colusión? El caso del mercado de carburantes en las Islas Canarias
Juan Luis Jiménez□ y Jordi Perdiguero
- 479/2009 The poni test with structural breaks
Antonio Aznar & María-Isabel Ayuda
- 480/2009 Accuracy and reliability of Spanish regional accounts (CRE-95)
Verónica Cañal Fernández
- 481/2009 Estimating regional variations of R&D effects on productivity growth by entropy econometrics
Esteban Fernández-Vázquez y Fernando Rubiera-Morollón
- 482/2009 Why do local governments privatize the provision of water services? Empirical evidence from Spain
Francisco González-Gómez, Andrés J. Picazo-Tadeo & Jorge Guardiola
- 483/2009 Assessing the regional digital divide across the European Union-27
María Rosalía Vicente & Ana Jesús López
- 484/2009 Measuring educational efficiency and its determinants in Spain with parametric distance functions
José Manuel Cordero Ferrera, Eva Crespo Cebada & Daniel Santín González
- 485/2009 Spatial analysis of public employment services in the Spanish provinces
Patricia Suárez Cano & Matías Mayor Fernández
- 486/2009 Trade effects of continental and intercontinental preferential trade agreements
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero & José Antonio Martínez-Serrano
- 487/2009 Testing the accuracy of DEA for measuring efficiency in education under endogeneity
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero & José Antonio Martínez-Serrano
- 488/2009 Measuring efficiency in primary health care: the effect of exogenous variables on results
José Manuel Cordero Ferrera, Eva Crespo Cebada & Luis R. Murillo Zamorano

- 489/2009 Capital structure determinants in growth firms accessing venture funding
Marina Balboa, José Martí & Álvaro Tresierra
- 490/2009 Determinants of debt maturity structure across firm size
Victor M. González
- 491/2009 Análisis del efecto de la aplicación de las NIIF en la valoración de las salidas a bolsa
Susana Álvarez Otero y Eduardo Rodríguez Enríquez
- 492/2009 An analysis of urban size and territorial location effects on employment probabilities: the spanish case
Ana Viñuela-Jiménez, Fernando Rubiera-Morollón & Begoña Cueto
- 493/2010 Determinantes de la estructura de los consejos de administración en España
Isabel Acero Fraile□ y Nuria Alcalde Fradejas
- 494/2010 Performance and completeness in repeated inter-firm relationships: the case of franchising
Vanessa Solis-Rodriguez & Manuel Gonzalez-Diaz
- 495/2010 A Revenue-Based Frontier Measure of Banking Competition
Santiago Carbó, David Humphrey & Francisco Rodríguez
- 496/2010 Categorical segregation in social networks
Antoni Rubí-Barceló
- 497/2010 Beneficios ambientales no comerciales de la directiva marco del agua en condiciones de escasez: análisis económico para el Guadalquivir
Julia Martin-Ortega, Giacomo Giannoccaro y Julio Berbel Vecino
- 498/2010 Monetary integration and risk diversification in eu-15 sovereign debt markets
Juncal Cuñado & Marta Gómez-Puig
- 499/2010 The Marshall Plan and the Spanish autarky: A welfare loss analysis
José Antonio Carrasco Gallego
- 500/2010 The role of learning in firm R&D persistence
Juan A. Mañez, María E. Rochina-Barrachina, Amparo Sanchis-Llopis & Juan A. Sanchis-Llopis
- 501/2010 Is venture capital more than just money?
Marina Balboa, José Martí & Nina Zieling
- 502/2010 On the effects of supply strategy on business performance: do the relationships among generic competitive objectives matter?
Javier González-Benito
- 503/2010 Corporate cash holding and firm value
Cristina Martínez-Sola, Pedro J. García-Teruel & Pedro Martínez-Solano
- 504/2010 El impuesto de flujos de caja de sociedades: una propuesta de base imponible y su aproximación contable en España
Lourdes Jerez Barroso y Joaquín Texeira Quirós
- 505/2010 The effect of technological, commercial and human resources on the use of new technology
Jaime Gómez & Pilar Vargas

- 506/2010 ¿Cómo ha afectado la fiscalidad a la rentabilidad de la inversión en vivienda en España?
Un análisis para el periodo 1996 y 2007
Jorge Onrubia Fernández y María del Carmen Rodado Ruiz
- 507/2010 Modelización de flujos en el análisis input-output a partir de la teoría de redes
Ana Salomé García Muñiz
- 508/2010 Export-led-growth hypothesis revisited. a balance of payments approach for Argentina, Brazil,
Chile and Mexico
David Matesanz Gómez & Guadalupe Fugarolas Álvarez-Ude
- 509/2010 Realised hedge ratio properties, performance and implications for risk management: evidence
from the spanish ibex 35 spot and futures markets
David G McMillan & Raquel Quiroga García
- 510/2010 Do we sack the manager... or is it better not to? Evidence from Spanish professional football
Francisco González-Gómez, Andrés J. Picazo-Tadeo & Miguel Á. García-Rubio
- 511/2010 Have Spanish port sector reforms during the last two decades been successful? A cost frontier
approach
Ana Rodríguez-Álvarez & Beatriz Tovar
- 512/2010 Size & Regional Distribution of Financial Behavior Patterns in Spain
Juan Antonio Maroto Acín, Pablo García Estévez & Salvador Roji Ferrari
- 513/2010 The impact of public reforms on the productivity of the Spanish ports: a parametric distance
function approach
Ramón Núñez-Sánchez & Pablo Coto-Millán
- 514/2010 Trade policy versus institutional trade barriers: an application using “good old” ols
Laura Márquez-Ramos, Inmaculada Martínez-Zarzoso & Celestino Suárez-Burguet
- 515/2010 The “Double Market” approach in venture capital and private equity activity: the case of Europe
Marina Balboa & José Martí
- 516/2010 International accounting differences and earnings smoothing in the banking industry
Marina Balboa, Germán López-Espinosa & Antonio Rubia
- 517/2010 Convergence in car prices among European countries
Simón Sosvilla-Rivero & Salvador Gil-Pareja
- 518/2010 Effects of process and product-oriented innovations on employee downsizing
José David Vicente-Lorente & José Ángel Zúñiga-Vicente
- 519/2010 Inequality, the politics of redistribution and the tax-mix
Jenny De Freitas
- 520/2010 Efectos del desajuste educativo sobre el rendimiento privado de la educación: un análisis para el
caso español (1995-2006)
Inés P. Murillo, Marta Rahona y M^a del Mar Salinas
- 521/2010 Structural breaks and real convergence in opec countries
Juncal Cuñado
- 522/2010 Human Capital, Geographical location and Policy Implications: The case of Romania
Jesús López-Rodríguez, Andres Faiña y Bolea Cosmin-Gabriel

- 523/2010 Organizational unlearning context fostering learning for customer capital through time: lessons from SMEs in the telecommunications industry
Anthony K. P. Wensley, Antonio Leal-Millán, Gabriel Cepeda-Carrión & Juan Gabriel Cegarra-Navarro
- 524/2010 The governance threshold in international trade flows
Marta Felis-Rota
- 525/2010 The intensive and extensive margins of trade decomposing exports growth differences across Spanish regions
Asier Minondo Uribe-Etxeberria & Francisco Requena Silvente
- 526/2010 Why do firms locate r&d outsourcing agreements offshore? the role of ownership, location, and externalization advantages
Andrea Martínez-Noya, Esteban García-Canal & Mauro f. Guillén
- 527/2010 Corporate Taxation and the Productivity and Investment Performance of Heterogeneous Firms: Evidence from OECD Firm-Level Data
Norman Gemmell, Richard Kneller, Ismael Sanz & José Félix Sanz-Sanz
- 528/2010 Modelling Personal Income Taxation in Spain: Revenue Elasticities and Regional Comparisons
John Creedy & José Félix Sanz-Sanz
- 529/2010 Mind the Remoteness!. Income disparities across Japanese Prefectures
Jesús López-Rodríguez□, Daisuke Nakamura
- 530/2010 El nuevo sistema de financiación autonómica: descripción, estimación empírica y evaluación
Antoni Zabalza y Julio López Laborda
- 531/2010 Markups, bargaining power and offshoring: an empirical assessment
Lourdes Moreno & Diego Rodríguez
- 532/2010 The snp-dcc model: a new methodology for risk management and forecasting
Esther B. Del Brio, Trino-Manuel Níguez & Javier Perote
- 533/2010 El uso del cuadro de mando integral y del presupuesto en la gestión estratégica de los hospitales públicos
David Naranjo Gil
- 534/2010 Análisis de la efectividad de las prácticas de trabajo de alta implicación en las fábricas españolas
Daniel Vázquez-Bustelo□□ y Lucía Avella Camarero
- 535/2010 Energía, innovación y transporte: la electrificación de los tranvías en España, 1896-1935
Alberte Martínez López
- 536/2010 La ciudad como negocio: gas y empresa en una región española, Galicia 1850-1936
Alberte Martínez López y Jesús Mirás Araujo
- 537/2010 To anticipate or not to anticipate? A comparative analysis of opportunistic early elections and incumbents' economic performance
Pedro Riera Sagrera
- 538/2010 The impact of oil shocks on the Spanish economy
Ana Gómez-Loscós, Antonio Montañés & María Dolores Gadea

- 539/2010 The efficiency of public and publicly-subsidized high schools in Spain. evidence from pisa-2006
María Jesús Mancebón, Jorge Calero, Álvaro Choi & Domingo P. Ximénez-de-Embún
- 540/2010 Regulation as a way to force innovation: the biodiesel case
Jordi Perdigueró & Juan Luis Jiménez
- 541/2010 Pricing strategies of Spanish network carrier
Xavier Fageda, Juan Luis Jiménez & Jordi Perdigueró
- 542/2010 Papel del posicionamiento del distribuidor en la relación entre la marca de distribuidor y lealtad al establecimiento comercial
Oscar González-Benito y Mercedes Martos-Partal
- 543/2010 How Bank Market Concentration, Regulation, and Institutions Shape the Real Effects of Banking Crises
Ana I. Fernández, Francisco González & Nuria Suárez
- 544/2010 Una estimación del comercio interregional trimestral de bienes en España mediante técnicas de interpolación temporal
Nuria Gallego López, Carlos Llano Verduras y Julián Pérez García
- 545/2010 Puerto, empresas y ciudad: una aproximación histórica al caso de Las Palmas de Gran Canaria
Miguel Suárez, Juan Luis Jiménez y Daniel Castillo
- 546/2010 Multinationals in the motor vehicles industry: a general equilibrium analysis for a transition economy
Concepción Latorre & Antonio G. Gómez-Plana
- 547/2010 Core/periphery scientific collaboration networks among very similar researchers
Antoni Rubí-Barceló
- 548/2010 Basic R&D in vertical markets
Miguel González-Maestre & Luis M. Granero
- 549/2010 Factores condicionantes de la presión fiscal de las entidades de crédito españolas, ¿existen diferencias entre bancos y cajas de ahorros?
Ana Rosa Fonseca Díaz, Elena Fernández Rodríguez y Antonio Martínez Arias
- 550/2010 Analyzing an absorptive capacity: Unlearning context and Information System Capabilities as catalysts for innovativeness
Gabriel Cepeda-Carrión, Juan Gabriel Cegarra-Navarro & Daniel Jimenez-Jimenez
- 551/2010 The resolution of banking crises and market discipline: international evidence
Elena Cubillas, Ana Rosa Fonseca & Francisco González
- 552/2010 A strategic approach to network value in information markets
Lucio Fuentelsaz, Elisabet Garrido & Juan Pablo Maicas
- 553/2010 Accounting for the time pattern of remittances in the Spanish context
Alfonso Echazarra
- 554/2010 How to design franchise contracts: the role of contractual hazards and experience
Vanesa Solis-Rodriguez & Manuel Gonzalez-Diaz

- 555/2010 Una teoría integradora de la función de producción al rendimiento empresarial
Javier González Benito
- 556/2010 Height and economic development in Spain, 1850-1958
Ramón María-Dolores & José Miguel Martínez-Carrión
- 557/2010 Why do entrepreneurs use franchising as a financial tool? An agency explanation
Manuel González-Díaz & Vanesa Solís-Rodríguez
- 558/2010 Explanatory Factors of Urban Water Leakage Rates in Southern Spain
Francisco González-Gómez, Roberto Martínez-Espiñeira, Maria A. García-Valiñas & Miguel Á. García Rubio
- 559/2010 Los rankings internacionales de las instituciones de educación superior y las clasificaciones universitarias en España: visión panorámica y prospectiva de futuro.
Carmen Pérez-Esparrells y José M^a Gómez-Sancho.
- 560/2010 Análisis de los determinantes de la transparencia fiscal: Evidencia empírica para los municipios catalanes
Alejandro Esteller Moré y José Polo Otero
- 561/2010 Diversidad lingüística e inversión exterior: el papel de las barreras lingüísticas en los procesos de adquisición internacional
Cristina López Duarte y Marta M^a Vidal Suárez
- 562/2010 Costes y beneficios de la competencia fiscal en la Unión Europea y en la España de las autonomías
José M^a Cantos, Agustín García Rico, M^a Gabriela Lagos Rodríguez y Raquel Álamo Cerrillo
- 563/2010 Customer base management and profitability in information technology industries
Juan Pablo Maicas y Francisco Javier Sese
- 564/2010 Expansión internacional y distancia cultural: distintas aproximaciones —hofstede, schwartz, globe
Cristina López Duarte y Marta M^a Vidal Suárez
- 565/2010 Economies of scale and scope in service firms with demand uncertainty: An application to a Spanish port
Beatriz Tovar & Alan Wall
- 566/2010 Fiscalidad y elección entre renta vitalicia y capital único por los inversores en planes de pensiones: el caso de España
Félix Domínguez Barrero y Julio López Laborda
- 567/2010 Did the cooperative start life as a joint-stock company? Business law and cooperatives in Spain, 1869–1931
Timothy W. Guinnan & Susana Martínez-Rodríguez
- 568/2010 Predicting bankruptcy using neural networks in the current financial crisis: a study for US commercial banks
Félix J. López-Iturriaga, Óscar López-de-Foronda & Iván Pastor Sanz
- 569/2010 Financiación de los cuidados de larga duración en España
Raúl del Pozo Rubio y Francisco Escribano Sotos

- 570/2010 Is the Border Effect an Artefact of Geographic Aggregation?
Carlos Llano-Verduras, Asier Minondo-Urbe & Francisco Requena-Silvente
- 571/2010 Notes on using the hidden asset or the contribution asset to compile the actuarial balance for pay-as-you-go pension systems
Carlos Vidal-Meliá & María del Carmen Boado-Penas
- 572/2010 The Real Effects of Banking Crises: Finance or Asset Allocation Effects? Some International Evidence
Ana I. Fernández, Francisco González & Nuria Suárez Carlos
- 573/2010 Endogenous mergers of complements with mixed bundling
Ricardo Flores-Fillol & Rafael Moner-Colonques
- 574/2010 Redistributive Conflicts and Preferences for Tax Schemes in Europe
Antonio M. Jaime-Castillo & Jose L. Saez-Lozano
- 575/2010 Spanish emigration and the setting-up of a great company in Mexico: bimbo, 1903-2008
Javier Moreno Lázaro
- 576/2010 Mantenimiento temporal de la equidad horizontal en el sistema de financiación autonómica
Julio López Laborda y Antoni Zabalza
- 577/2010 Sobreeducación, Educación no formal y Salarios: Evidencia para España
Sandra Nieto y Raúl Ramos
- 578/2010 Dependencia y empleo: un análisis empírico con la encuesta de discapacidades y atención a la dependencia (edad) 2008.
David Cantarero-Prieto y Patricia Moreno-Mencía
- 579/2011 Environment and happiness: new evidence for Spain
Juncal Cuñado & Fernando Pérez de Gracia
- 580/2011 Aanalysis of emerging barriers for e-learning models. a case of study
Nuria Calvo & Paolo Rungo
- 581/2011 Unemployment, cycle and gender
Amado Peiró, Jorge Belaire-Franch, & Maria Teresa Gonzalo
- 582/2011 An Analytical Regions Proposal for the Study of Labour Markets: An Evaluation for the Spanish Territory
Ana Viñuela Jiménez & Fernando Rubiera Morollón
- 583/2011 The Efficiency of Performance-based-fee Funds
Ana C. Díaz-Mendoza, Germán López-Espinosa & Miguel A. Martínez-Sedano
- 584/2011 Green and good?. The investment performance of US environmental mutual funds
Francisco J. Climent-Diranzo & Pilar Soriano-Felipe
- 585/2011 El fracaso de Copenhague desde la teoría de juegos.
Yolanda Fernández Fernández, M^a Ángeles Fernández López y Blanca Olmedillas Blanco
- 586/2011 Tie me up, tie me down! the interplay of the unemployment compensation system, fixed-term contracts and rehiring
José M. Arranz & Carlos García-Serrano

- 587/2011 Corporate social performance, innovation intensity and their impacts on financial performance: evidence from lending decisions
Andrés Guiral
- 588/2011 Assessment of the programme of measures for coastal lagoon environmental restoration using cost-benefit analysis.
José Miguel Martínez Paz & Ángel Perni Llorente
- 589/2011 Illicit drug use and labour force participation: a simultaneous equations approach
Berta Rivera, Bruno Casal, Luis Currais & Paolo Rungo
- 590/2011 Influencia de la propiedad y el control en la puesta en práctica de la rsc en las grandes empresas españolas
José-Luis Godos-Díez, Roberto Fernández-Gago y Laura Cabeza-García
- 591/2011 Ownership, incentives and hospitals
Xavier Fageda & Eva Fiz
- 592/2011 La liberalización del ferrocarril de mercancías en europa: ¿éxito o fracaso?
Daniel Albalade del Sol, Maria Lluïsa Sort García y Universitat de Barcelona
- 593/2011 Do nonreciprocal preference regimes increase exports?
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero & José Antonio Martínez-Serrano
- 594/2011 Towards a dynamic analysis of multiple-store shopping: evidence from Spanish panel data
Noemí Martínez-Caraballo, Manuel Salvador, Carmen Berné & Pilar Gargallo
- 595/2011 Base imponible y neutralidad del impuesto de sociedades: alternativas y experiencias
Lourdes Jerez Barroso
- 596/2011 Cambio técnico y modelo de negocio: las compañías de transporte urbano en España, 1871-1989
Alberte Martínez López
- 597/2011 A modified dickey-fuller procedure to test for stationarity
Antonio Aznar, María-Isabel Ayuda
- 598/2011 Entorno institucional, estructura de propiedad e inversión en I+D: Un análisis internacional
Félix J. López Iturriaga y Emilio J. López Millán
- 599/2011 Factores competitivos y oferta potencial del sector lechero en Navarra
Valero L. Casanovas Oliva y Ana M. Aldanondo Ochoa
- 600/2011 Política aeroportuaria y su impacto sobre la calidad percibida de los aeropuertos
Juan Luis Jiménez y Ancor Suárez
- 601/2011 Regímenes de tipo de cambio y crecimiento económico en países en desarrollo
Elena Lasarte Navamuel y José Luis Pérez Rivero
- 602/2011 La supervivencia en las empresas de alta tecnología españolas: análisis del sector investigación y desarrollo
Evangelina Baltar Salgado, Sara Fernández López, Isabel Neira Gómez y Milagros Vivel Búa
- 603/2011 Análisis económico y de rentabilidad del sistema financiero español, por tipo de entidades y tamaño, después de cuatro años de crisis y ante los retos de la reestructuración financiera
Salvador Climent Serrano

- 604/2011 Does competition affect the price of water services? Evidence from Spain
Germà Bel, Francisco González-Gómez & Andrés J Picazo-Tadeo
- 605/2011 The Effects of Remoteness in Japanese Educational Levels
Jesús López-Rodríguez & Daisuke Nakamura
- 606/2011 The money market under information asymmetries and imperfectly competitive loan and deposit markets
Aday Hernández
- 607/2011 The effects of airline and high speed train integration
M. Pilar Socorro & M. Fernanda Viéens
- 608/2011 Consecuencias de la imbricación de los clientes en la dirección medioambiental: un análisis empírico
Jesús Ángel del Brío González, Esteban Fernández Sánchez y Beatriz Junquera Cimadevilla
- 609/2011 Revenue autonomy and regional growth: an analysis for the 25 year-process of fiscal decentralisation in Spain
Ramiro Gil-Serrate, Julio López-Laborda & Jesús Mur
- 610/2011 The accessibility to employment offices in the Spanish labor market: Implications in terms of registered unemployment
Patricia Suárez, Matías Mayor & Begoña Cueto
- 611/2011 Time-varying integration in European government bond markets
Pilar Abad, Helena Chuliá & Marta Gómez-Puig
- 612/2011 Production networks and EU enlargement: is there room for everyone in the automotive industry?
Leticia Blázquez, Carmen Díaz-Mora & Rosario Gandoy
- 613/2011 Los factores pronóstico económico, estructura productiva y capacidad de innovar en la valoración de activos españoles
M^a Begoña Font Belaire y Alfredo Juan Grau Grau
- 614/2011 Capital structure adjustment process in firms accessing venture funding
Marina Balboa, José Martí & Álvaro Tresierra
- 615/2011 Flexibilidad Contable en la Valoración de Instrumentos Financieros Híbridos
Jacinto Marabel-Romo, Andrés Guiral-Contreras & José Luis Crespo-Espert
- 616/2011 Why are (or were) Spanish banks so profitable?
Antonio Trujillo-Ponce
- 617/2011 Extreme value theory versus traditional garch approaches applied to financial data: a comparative evaluation
Dolores Furió & Francisco J. Climent
- 618/2011 La restricción de balanza de pagos en la España del euro. Un enfoque comparativo.
David Matesanz Gómez, Guadalupe Fugarolas Álvarez-Ude y Roberto Bande Ramudo
- 619/2011 Is inefficiency under control in the justice administration?
Marta Espasa & Alejandro Esteller-Moré
- 620/2011 The evolving patterns of competition after deregulation
Jaime Gómez Villascuerna, Raquel Orcos Sánchez & Sergio Palomas Doña

- 621/2011 Análisis pre y post-fusiones del sector compuesto por las cajas de ahorros españolas: el tamaño importa
Antonio A. Golpe, Jesús Iglesias y Juan Manuel Martín
- 622/2011 Evaluating three proposals for testing independence in non linear spatial processes
Fernando A. López-Hernández, M. Luz Maté-Sánchez-Val & Andrés Artal-Tur
- 623/2011 Valoración del Mercado de los Activos Éticos en España: una Aplicación del Método de los Precios Hedónicos
Celia Bilbao-Terol y Verónica Cañal-Fernández
- 624/2011 Happiness beyond Material Needs: The Case of the Mayan People
Jorge Guardiola, Francisco González-Gómez & Miguel A. García-Rubio
- 625/2011 Stock characteristics, investor type and market myopia
Cristina Del Rio-Solano & Rafael Santamaria-Aquilué
- 626/2011 Is mistrust under control in the justice administration?
Alejandro Esteller-Moré
- 627/2011 Working capital management, corporate performance, and financial constraints
Sonia Baños-Caballero, Pedro J. García-Teruel & Pedro Martínez-Solano
- 628/2011 On the optimal distribution of traffic of network airlines
Xavier Fageda & Ricardo Flores-Fillol
- 629/2011 Environmental tax and productivity in a subcentral context: new findings on the porter hypothesis
Jaime Vallés- Giménez & Anabel Zárate-Marco
- 630/2011 The impact of scale effects on the prevailing internet-based banking model in the US
Alexandre Momparlera, Francisco J. Climentb & José M. Ballesterb
- 631/2011 Student achievement in a cross-country perspective: a multilevel analysis of pisa2006 data for Italy and Spain
Tommaso Agasisti & Jose Manuel Cordero-Ferrera
- 632/2011 Banking liberalization and firms' debt structure: International evidence
Víctor M. González & Francisco González
- 633/2011 Public sector contingent liabilities in Spanish toll roads
Carlos Contreras
- 634/2011 Fiscal Sustainability and Immigration in the Madrid Region
Luis Miguel Doncel, Pedro Durá, Pilar Grau-Carles & Jorge Sainz
- 635/2011 Las desviaciones presupuestarias del gasto del estado en el periodo 1990-2009: un análisis desde las perspectivas agregada y de programas.
Valentín Edo Hernández
- 636/2011 A network approach to services internationalization
Stefano Visintin
- 637/2011 Factors behind the presence of agricultural credit cooperatives in Spain, 1900-1935: an econometric model
Ángel Pascual Martínez-Soto, Ildefonso Méndez- Martínez & Susana Martínez-Rodríguez.

- 638/2011 La eficiencia técnica en la industria de agua latinoamericana medida a través de la función de distancia
 Angel Higuerey Gómez , Lourdes Trujillo Castellano y María Manuela González Serrano
- 639/2011 Urban Patterns, Population Density and the Cost of Providing Basic Infrastructure: A Frontier Approach
 Inmaculada C. Álvarez, Ángel M. Prieto & José L. Zofío
- 640/2011 A comparison of national vs. multinational firms' performance using a general equilibrium perspective
 María C. Latorre
- 641/2011 A computable general equilibrium evaluation of market performance after the entry of multinationals
 María C. Latorre
- 642/2011 Competition for procurement shares
 José Alcalde & Matthias Dahm
- 643/2011 Air services on thin routes: regional versus low-cost airlines
 Xavier Fageda & Ricardo Flores-Fillol
- 644/2011 Efficiency and Stability in a Strategic Model of Hedonic Coalitions
 Antoni Rubí-Barceló
- 645/2011 An analysis of the cost of disability across Europe using the standard of living approach
 José-Ignacio Antón, Francisco-Javier Braña & Rafael Muñoz de Bustillo
- 646/2011 Estimating the gravity equation with the actual number of exporting firms
 Asier Minondo & Francisco Requena
- 647/2011 New public management-delivery forms, quality levels and political factors on solid management waste costs in Spanish local governments
 José Luis Zafra-Gómez, Diego Prior Jiménez, Ana María Plata Díaz & Antonio M López Hernández
- 648/2011 El sector financiero como factor desestabilizador para la economía a partir del análisis de Hyman Minsky
 Isabel Gimenez Zuriaga
- 649/2011 Determinantes de la prima de riesgo en las emisiones de bonos de titulización hipotecaria en España (1993-2011)
 Miguel Ángel Peña Cerezo, Arturo Rodríguez Castellanos y Francisco Jaime Ibáñez Hernández
- 650/2011 Does complexity explain the structure of trade?
 Asier Minondo & Francisco Requenz
- 651/2011 Supplementary pensions and saving: evidence from Spain
 José-Ignacio Antón, Rafael Muñoz de Bustillo & Enrique Fernández-Macías
- 652/2011 The role of destination spatial spillovers and technological intensity in the location of manufacturing and services firms
 Andrés Artal-Tur, José Miguel Navarro-Azorín & María Luisa Alamá-Sabater

- 653/2011 El papel de los márgenes extensivo e intensivo en el crecimiento de las exportaciones manufactureras españolas por sectores tecnológico
Juan A. Máñez, Francisco Requena-Silvente, María E. Rochina-Barrachina y Juan A. Sanchis-Llopis
- 654/2011 Incumbents and institutions: how the value of resources varies across markets
Lucio Fuentelsaz, Elisabet Garrido & Juan Pablo Maicas
- 655/2011 Price differences between domestic and international air markets: an empirical application to routes from Gran Canaria
Xavier Fageda, Juan Luis Jiménez & Carlos Díaz Santamaría
- 656/2012 The role of accruals quality in the access to bank debt
Pedro J. García-Teruel, Pedro Martínez-Solano and Juan P. Sánchez-Ballesta
- 657/2012 Trade Under Uncertainty: Legal Institutions Matter
Lisa Kolovich & Isabel Rodríguez-Tejedo
- 658/2012 La relación bidireccional entre la rsc y el resultado empresarial: conclusiones de un estudio empírico el sector de las cajas de ahorros
Almudena Martínez Campillo, Laura Cabeza García y Federico Marbella Sánchez