

## ¿LA SOSTENIBILIDAD GENERA VALOR? UN ANÁLISIS DE LOS BANCOS EUROPEOS COTIZADOS EN EL DOW JONES SUSTAINABILITY INDEX EN EL PERIODO 2003-2013

**Elisa Aracil Fernández**

*Doctora. Profesora de la Universidad Pontificia Comillas-ICADE*

**Francisco Forcadell Martínez**

**Joaquín López Pascual**

*Doctores. Profesores de la Universidad Rey Juan Carlos*

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: doña Ana María MARTÍNEZ PINA, don Hilario ALBARRACÍN SANTA CRUZ, don Manuel GAGO ARECES, doña Susana GAGO RODRÍGUEZ y don Manuel VILLASALERO DÍAZ.

---

### EXTRACTO

Este artículo examina si la Responsabilidad Social Corporativa (RSC en lo sucesivo) conduce hacia una mejora del rendimiento en el sector bancario europeo, pretendiendo además determinar si esta relación es estable durante los distintos ciclos económicos. Este documento proporciona evidencia sobre la relación entre la RSC y el rendimiento en el sector bancario, incluyendo datos desde el 2003 hasta el 2013. La sostenibilidad corporativa o RSC se mide por la pertenencia al Dow Jones Sustainability Index Europe (DJSI). El artículo se centra, además, en el efecto de la RSC sobre la rentabilidad económica en comparación con otros estudios que estiman el impacto de la RSC en el precio de las acciones.

Aunque existe una gran cantidad de literatura que vincula la RSC y el ROAA, este no es el caso para el sector bancario. La mayoría de los estudios se han realizado sobre múltiples industrias, pero muy pocos se han dedicado específicamente al sector bancario. Esta industria está inmersa en una campaña destinada a mejorar su imagen y la percepción de sus clientes, en especial después de la crisis financiera y los escándalos relacionados con la gestión de ciertas entidades. Es necesaria una mejora de la reputación de la industria, y la RSC puede constituir una vía interesante para recuperar la confianza del público en el corto plazo. En el medio plazo, la RSC es una estrategia esencial para la supervivencia de cualquier negocio, una fuente de ventaja competitiva, además de un detonante de mejoras en los resultados económicos, tal y como indican nuestras conclusiones.

Las conclusiones de nuestro análisis sugieren que las políticas de RSC tienen un impacto positivo en los retornos de los bancos. En otras palabras, la adopción de políticas que se centran en responsabilidad social mejoran directamente el desempeño de los bancos europeos. También tomamos en consideración los efectos de la crisis financiera en dicha relación. Nuestros resultados presentan implicaciones interesantes a tener en cuenta tanto por los equipos gestores de estas compañías como por el resto de partes interesadas, o *stakeholders*.

**Palabras claves:** RSC, bancos, Dow Jones Sustainability, desempeño económico y ROA.

---

*Fecha de entrada: 30-04-2015 / Fecha de aceptación: 30-06-2015*

## SUSTAINABILITY AND VALUE CREATION: AN ANALYSIS OF EUROPEAN BANKS LISTED IN DJSI OVER THE PERIOD 2003-2013

Elisa Aracil Fernández

Francisco Forcadell Martínez

Joaquín López Pascual

---

### ABSTRACT

This article examines if Corporate Social Responsibility (CSR hereafter) leads to improved performance in the European banking sector. Additionally, it seeks to answer whether this relationship is stable over economic cycles. This paper provides evidence on the link between CSR and performance in the banking sector, including data from 2003 to 2013. Corporate Sustainability or CSR is measured by the membership of the Dow Jones Sustainability Index Europe (DJSI). In addition, it focuses on the effect of CSR over economic returns in comparison to other studies that estimate the impact of CSR on stock prices.

Even though there is a vast amount of literature linking CSR and CFP, this is not the case for the banking sector. Most studies have been done over multiple industries, and very few are specifically set on the banking sector. This industry is increasingly focusing on boosting its public image and client perception, especially after the recent economic crisis and management scandals. A shift in reputation is needed and CSR may be an interesting tool to recover public confidence in the short term. In the medium term, CSR is an essential key strategy to survive and a source of competitive advantage, leading to improved returns as suggested by our results.

Our findings suggest that CSR policies do have a positive contribution to banks' returns. In other words, the adoption of policies that focus on social responsibility directly improves European banks performance. We also take into consideration the effects of the financial crisis on the relationship. Our results have implications in terms of banks' management and stakeholder approach to these institutions.

**Keywords:** CSR, banks, Dow Jones Sustainability, economic return and ROA.

---

---

## Sumario

1. Introducción
2. RSC y rendimiento
3. Sostenibilidad, *benchmarking* y bancos
4. Análisis
5. Conclusiones

### Bibliografía

## 1. INTRODUCCIÓN

Desde principios de este siglo han surgido numerosos estudios vinculando la RSC y la evolución financiera, pero pocos de ellos están dedicados exclusivamente al sector bancario. Hace unos años, la RSC no estaba en la lista de prioridades, ya que la actividad bancaria es, en principio, neutra desde el punto de vista social y medioambiental. Hoy en día, tras una de las crisis económicas más profundas de la historia moderna, que fue iniciada por los problemas del sector financiero, los bancos perciben la RSC como un medio idóneo para restaurar su imagen y credibilidad. En la actualidad, la RSC para el sector financiero debe ser un mandato indispensable, y no una opción. El objetivo de este estudio es el análisis de la relación entre estrategias de RSC y retornos en el sector financiero. Los resultados económicos deberían mejorar tras aplicar políticas de RSC, como consecuencia de una mejora de las ventas debido a nuevos clientes, atracción de talento, o debido a una reducción de costes y mejora en la gestión de riesgos. Adicionalmente, CARROLL (1979), BRAMMER y PAVELIN (2005), MINOR y MORGAN (2011), y HUR, KIM y WOO, (2014) justificaron que la RSC tiene un impacto sobre la reputación.

Los estudios disponibles sobre la relación entre RSC y retornos dedicados al sector financiero son reducidos y enfocan la cuestión desde un punto de vista diferente. Nuestro análisis empírico sugiere que los bancos involucrados en políticas de RSC se benefician de una mejora en términos de ROAA. Adicionalmente, hemos tomado en consideración los efectos de la desaceleración económica iniciada en 2008, que modificó la estructura de la industria, para estudiar la vinculación entre RSC y retornos. El resultado es que las políticas sostenibles durante el periodo 2008-2013 no contribuyeron a una mejora en el ROAA de los bancos.

La estructura de este estudio se describe a continuación. En el siguiente epígrafe se tratará la relación entre RSC y retornos económicos en los diferentes estudios publicados. Posteriormente se expondrán los diferentes motivos por los que tiene sentido que un banco sea sostenible. Seguidamente se presentarán las proposiciones, composición de la muestra y datos seleccionados para delimitar la relación entre RSC y retornos. Finalmente, concluimos con los resultados más importantes de nuestra investigación y sus implicaciones, además de sugerir futuras áreas de análisis que pueden considerarse a partir de los datos de este estudio.

## 2. RSC Y RENDIMIENTO

El principal problema con respecto a la idoneidad de las políticas de RSC radica en la medida de sus beneficios, y cómo conducen a mejorar los rendimientos económicos. De hecho, la razón

última por la que las empresas consideran la RSC como estratégica son los beneficios económicos que debería proporcionar. Por tanto, la RSC debe constituir una estrategia de crecimiento para los próximos años. La literatura existente ha señalado múltiples vías por las cuales la RSC puede conducir hacia un mejor desempeño. PORTER y KRAMER (2006) sostienen que la RSC lleva aparejada una serie de ventajas competitivas. SEN y BHATTACHARYA (2001) destacan que, bajo ciertas condiciones, la RSC provoca reacciones positivas del consumidor, creando una nueva forma de diferenciarse de la competencia y ganar cuota de mercado entre aquellos individuos que valoran las cuestiones ambientales y sociales al tomar una decisión de compra. LII y LEE (2012) concluyeron que ciertas actividades de RSC afectan a la percepción del cliente hacia la empresa y mejoran la imagen de marca. Además, en caso de crisis producto-daño, KLEIN y DAWAR (2004) demostraron que los consumidores favorecen a aquellas empresas comprometidas con políticas de RSC. La Responsabilidad Social Corporativa también tiene beneficios en términos de empleo, reclutamiento y retención de talento, como demostraron TURBAN y GREENING (1996) y más recientemente GLAVAS y KELLEY (2014). Asimismo, las estrategias de RSC permiten el acceso a mejores condiciones de financiación según CHENG, IOANNOU y SERAFEIM (2014). Más específicamente, JIRAPORN *et al.* (2014) demostró que las políticas de RSC tienen una influencia en la mejora de las calificaciones crediticias de la firma. Además, es una herramienta para mejorar la gestión y reducir los riesgos, ya que tiene un efecto «asegurador» (GODFREY, MERRILL y HANSEN, 2009). Como MARGOLIS *et al.* (2009) señalan, «la mala gestión, en caso de ser descubierta, tiene un efecto más pronunciado en el rendimiento financiero que la buena gestión (...). Las empresas por lo tanto, serán penalizadas al tomar decisiones incorrectas, por lo que puede tener sentido minimizar la posibilidad de incurrir en errores costosos».

Los estudios empíricos en este ámbito han adoptado criterios heterogéneos para medir la sostenibilidad y el rendimiento económico y financiero (diferentes enfoques de la RSC y también diferentes ratios contables o financieros para medir el desempeño financiero, así como diferente horizonte temporal al considerar RSC y retornos). A pesar de ello, la mayoría de los estudios parecen confirmar un vínculo positivo entre la RSC y el resultado económico. Para analizar la relación entre la RSC y resultados, RAZA *et al.* (2012) publicaron un metaanálisis de la literatura en esta área desde 1972 hasta el 2012. Otro metaestudio de ORLITZKY, SCHMIDT y RYNES (2003) muestra una asociación positiva entre RSC y retornos. La misma conclusión fue alcanzada por VAN BEURDEN y GOSSLING (2008) en su estudio de la literatura, indicando que «la buena ética es un buen negocio». Una revisión más extensa de literatura es la realizada por MARGOLIS *et al.* (2007, 2009), que revisaron 251 estudios, encontrando una pequeña, pero positiva, relación entre RSC y retornos. De hecho, los estudios que muestran una relación positiva entre RSC y retornos son compatibles con el concepto de «hacerlo bien para hacer el bien» (GODFREY, 2005; PORTER y KRAMER, 2011). Esto se basa en la idea de que teniendo en cuenta las necesidades de un amplio grupo de partes interesadas, incluyendo no solo los clientes, empleados y accionistas sino un grupo más amplio como comunidad, gobierno, ONG y medios de comunicación, se crea valor para el accionista debido a mejores resultados económicos o a una reducción de los riesgos.

ECCLES *et al.* (2012) evidenció que las empresas altamente sostenibles superan significativamente a los competidores que aplican leves o nulas políticas de sostenibilidad. Este estudio sugiere que las empresas pueden adoptar políticas de RSC sin sacrificar la rentabilidad económica.

ca, y, además, demuestra que el desarrollo de una cultura empresarial sostenible puede ser una fuente de ventaja competitiva en el largo plazo.

La literatura sobre este asunto también ha demostrado (VAN DER LAAN *et al.*, 2008) que hay un efecto asimétrico en la relación RSC y desempeño. Los impactos negativos derivados de la ausencia o formulación incorrecta de las políticas de RSC tienen un efecto mucho mayor en los resultados (negativamente) que los efectos positivos de la RSC, que influyen de manera mucho más reducida a los resultados. Además, hay autores que concluyen que la relación entre la RSC y el desempeño no es lineal sino que tiene una forma de U invertida (BARNETT y SALOMON, 2006). En este caso, existe un nivel óptimo de RSC y cualquier desviación respecto a ese punto lleva aparejada una reducción en los resultados económicos.

A raíz de los argumentos anteriores, sugerimos que existe un vínculo positivo entre la RSC y el desempeño de un banco. Sin embargo, la mayoría de la literatura existente deliberadamente excluye el sector financiero, afirmando que su modelo de negocio es diferente. Como consecuencia, hay pocos estudios que investigan la relación entre la RSC y el desempeño en el sector bancario, como es el caso de SIMPSON y KOHERS (2002), SOANA (2011), CARNEVALE y MAZZUCA (2014). SCHOLTENS (2009) desarrolló un marco analítico para evaluar la conducta de responsabilidad social de los bancos internacionales. CHIH *et al.* (2010) también hizo una contribución interesante centrándose en los factores determinantes de la RSC dentro de la industria bancaria. SAN JOSÉ (2011) propuso un nuevo indicador para diferenciar los bancos éticos del resto de bancos. SOANA (2011) investigó las correlaciones entre RSC y ratios bancarios económicos y contables. Por su parte, CARNEVALE y MAZZUCA (2014) sostienen que los bancos que proporcionan memorias de sostenibilidad obtienen una mejor evolución en el precio de sus acciones.

### 3. SOSTENIBILIDAD, *BENCHMARKING* Y BANCOS

Según el programa UNEP de Naciones Unidas, la inversión responsable explícitamente reconoce la relevancia de los factores ambiental, social y de gobernabilidad (comúnmente denominados ESG por sus siglas *Environmental, Social and Governance*) como una parte fundamental a la hora de determinar los componentes y el rendimiento de una inversión en el medio y largo plazo<sup>1</sup>. Los fondos de Inversión Socialmente Responsables (ISR de ahora en adelante) se gestionan incluyendo en las decisiones criterios extrafinancieros. Esta es una de las áreas de más rápido crecimiento en la industria de gestión de activos<sup>2</sup>, ya que los mercados descuentan que las

<sup>1</sup> UNEP *United Nations Environment Programme*, traducido al castellano como PNUMA, Programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente. Principios de inversión responsable (PRI), del Pacto Mundial de las Naciones Unidas *Global Compact*.

<sup>2</sup> *Eurosif* afirma en su estudio sobre ISR en Europa 2014 que las inversiones socialmente responsables continúan creciendo a un ritmo más rápido que las inversiones tradicionales.

políticas de RSC pueden crear valor a largo plazo y, por tanto, constituyen una buena estrategia de inversión. MACKAY, MACKAY y BARNEY (2007) sostienen que una mejora en las prácticas socialmente responsables de una compañía aumenta el potencial alcista de sus acciones, debido, entre otras razones, al aumento de la demanda de este tipo de activos. De hecho, el interés de los inversores hacia la categoría de activos ISR muestra la creciente importancia de las políticas de RSC en el ámbito financiero. Por tanto, la ISR puede ser considerada como una prueba del apoyo que confieren los mercados financieros a las estrategias de RSC.

Como resultado de la creciente demanda de los inversores, en los últimos años se han creado índices bursátiles relacionados con este tema de inversión, que incluyen por tanto empresas gestionadas según los criterios de RSC. *Dow Jones Sustainable Index* es un ejemplo de estos índices, que recoge la evolución de las empresas que cumplen con los estándares financieros y de ESG previamente definidos.

Desde el punto de vista de las compañías, la inclusión en estos índices es difícil, y se subordina a la evaluación de las políticas de RSC por un calificador externo a la empresa, en este caso, la gestora de índices *Dow Jones*. Las empresas incluidas en estos índices son reconocidas como líderes de sostenibilidad en sus respectivos sectores y se benefician de la creciente demanda de productos relacionados con la sostenibilidad (LO y SHEU, 2007). El apetito inversor hacia este tipo de productos sostenibles puede conducir, *ceteris paribus*, a un mejor desempeño de las acciones frente a la evolución de los precios de empresas no sostenibles.

La literatura existente respecto a la banca sostenible y los resultados no es extensa, ya que la adopción de iniciativas de gestión sostenible por parte del sector financiero es relativamente reciente. La razón principal obedece a que las actividades bancarias tradicionales son, en principio, neutrales con respecto al medio ambiente, ya que se trata de la producción de servicios no contaminantes. Recordemos que el negocio bancario tradicional se basa en la intermediación entre unidades económicas deficitarias (faltas de recursos) y excedentarias (unidades ahorradoras o con superávit de recursos). Es decir, los bancos toman depósitos del público, vía cuentas corrientes e imposiciones a plazo fundamentalmente, para posteriormente transformarlos en préstamos. La banca constituye un sector muy relevante en las economías modernas ya que influye en el grado de desarrollo económico de un país (CULL, DEMIRGÜÇ-KUNT y LIN, 2013), debido, entre otros motivos, a que el acceso a la financiación conduce a la creación de empresas y, con ello, a un mayor crecimiento económico. La labor de intermediación que desarrollan los bancos explica que este sector determine, en mayor medida, la composición sectorial del PIB, ya que deciden cómo distribuir los recursos financieros. Consecuentemente, el concepto de banca sostenible puede ser examinado desde una doble perspectiva: interna y externa. En el primer caso nos referimos a los factores económicos, sociales y de buen gobierno que deben ser implementados en la gestión diaria de cualquier empresa. En el segundo caso, se trata de un concepto más amplio que incluye el impacto social y ambiental de los bancos al asignar recursos financieros. Los Principios del Ecuador o *Equator Principles*, 2003, son un conjunto de principios y normas para promover la financiación hacia actividades socialmente responsables y

respetuosas con el medio ambiente<sup>3</sup>. Los bancos que voluntariamente los suscriben se comprometen a integrar criterios sociales y medioambientales en sus decisiones de financiación y evaluación de riesgos. WRIGHT, C. (2012) cuantifica el impacto de los Principios del Ecuador sobre las prácticas en materia social, medioambiental y de gobierno de los bancos internacionales. En la misma línea, ZEIDAN *et al.* (2015) presentaron una herramienta que permite mejorar las prácticas de concesión de préstamos por parte de las instituciones financieras, basada en aspectos ambientales y sociales. Adicionalmente, los principios GRI (*Global Reporting Initiative*) de la ONU incluyen normas específicas de publicación de memorias de sostenibilidad, denominadas SPI-Finance 2002 (*Social Performance Indicators*). Por otra parte, tras la reciente desaceleración económica, la imagen y reputación de estas entidades se ha deteriorado drásticamente, de tal forma que la opinión pública en general considera que los bancos han sido la principal causa de la crisis, y por el contrario, lejos de pagar por ello, han recibido ayudas. La idea que subyace en general es que los bancos estaban mal gestionados e infravaloraron sus riesgos, causando la crisis económica que hemos padecido, y, a pesar de ello, recibieron inyecciones de capital masivas. Entretanto, la economía real empezó a resentirse debido a la desaceleración del crédito y, como resultado, el desempleo creció rápidamente hasta las elevadas tasas que estamos padeciendo hoy. Por todo lo expuesto, hay un claro problema de imagen y reputación en el sector, que ha empujado a los bancos a adoptar políticas de RSC para rehabilitar su imagen, en el corto plazo, y para mejorar los resultados en el medio plazo. Se hace necesaria una mejora en la reputación de estas entidades, y la RSC puede ser una de las herramientas para conseguirlo. Hoy en día, prácticamente todo el sector presenta informes sobre cuestiones no financieras, como se demuestra por el creciente número de bancos que publican informes de sostenibilidad. Esta situación contrasta profundamente con el *statu quo* de hace unos años, cuando RSC no estaba en la agenda para la mayoría de los bancos.

#### 4. ANÁLISIS

En línea con los argumentos anteriores, proponemos la siguiente cuestión relacionada con RSC y rendimiento:

**Proposición 1.** *Las actividades de RSC tienen un efecto positivo sobre el desempeño de los bancos.*

Adicionalmente, nuestro objetivo es investigar los efectos de la recesión económica sobre la relación entre RSC y retornos económicos. Al principio de la crisis, algunos académicos debatieron respecto al impacto que el nuevo contexto macroeconómico provocaría sobre la inversión en RSC (por ejemplo, FERNÁNDEZ-FEIJÓO, 2009). Algunos consideraron que, al atravesar

<sup>3</sup> Equator Principles, 2003 (revisados en 2006 y 2013).



importantes dificultades económicas, las empresas tenderían a reducir costes redundantes para preservar la rentabilidad, incluyendo el recorte de presupuesto para actividades relacionadas con la RSC, por considerarse superflua. Paralelamente, otros autores pronosticaron que las empresas estratégicamente comprometidas con la gestión socialmente responsable mantendrían el gasto en esta área, a pesar de las dificultades relacionadas con el entorno económico. Específicamente en el sector financiero no hay estudios previos sobre el efecto de la RSC en los retornos durante las depresiones económicas, con la excepción de CARNEVALE y MAZZUCA (2014), quienes sí estudiaron, para los bancos europeos, el impacto de la RSC en el desempeño en entornos de crisis, hasta el segundo trimestre de 2011. La posibilidad de que las políticas de RSC permitan preservar el valor de mercado de la empresa en periodos de crisis fue analizada por DUCASSY (2013), sobre empresas francesas cotizadas desde 2007 hasta mediados de 2009. En nuestro caso, consideramos que debe tenerse en cuenta la influencia de la crisis cuando se vincula RSC y desempeño económico, especialmente en relación con el sector bancario que tan duramente ha sido golpeado por la recesión económica. De acuerdo a estas consideraciones, proponemos dos cuestiones alternativas sobre la influencia de la crisis económica en la relación entre RSC y retornos:

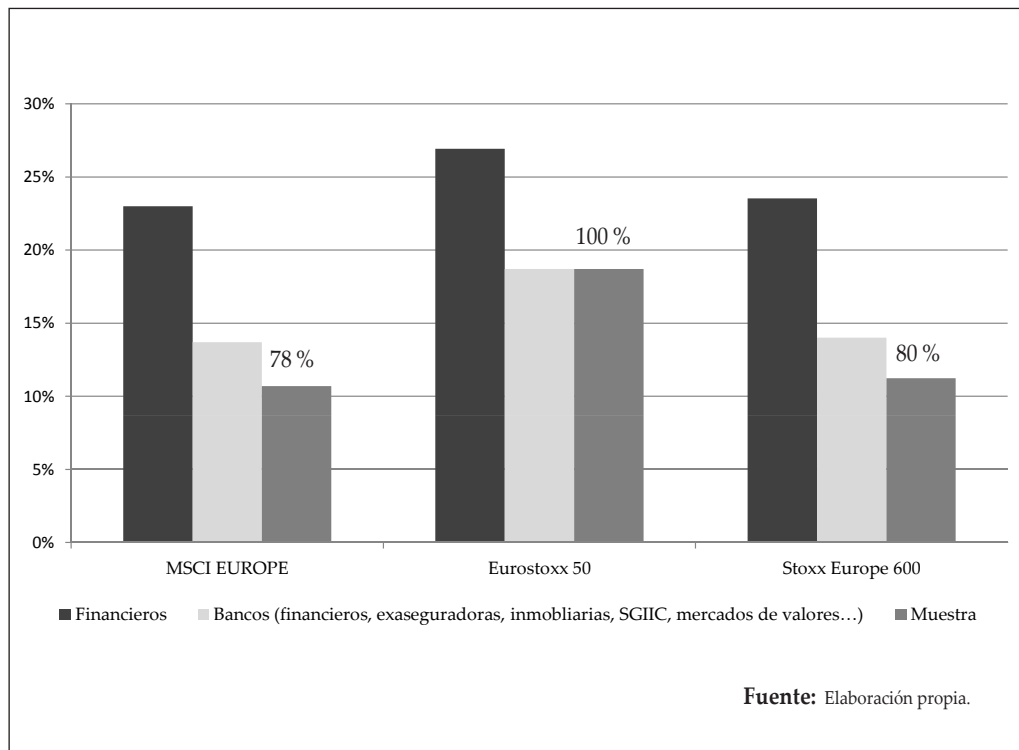
**Proposición 2.A.** *En un periodo de recesión económica, las actividades de RSC tienen un efecto positivo sobre el desempeño del banco.*

**Proposición 2.B.** *En un periodo de recesión económica, las actividades de RSC tienen un efecto negativo sobre el desempeño del banco.*

Al objeto de verificar las cuestiones anteriores hemos elegido 18 bancos europeos cotizados que además han formado parte del índice *Dow Jones Sustainability* (DJSI) en la última década. Los motivos por los que solo incluimos entidades cotizadas son dos: en primer lugar porque las entidades cotizadas proveen una mayor cantidad de datos y, en segundo lugar y más importante, porque la mayoría de las empresas del sector están cotizadas. En el contexto de la industria financiera hemos analizado los bancos comerciales y de inversión, dejando aparte aseguradoras, Reit, conglomerados, bolsas de valores y otras instituciones que formalmente están comprendidas dentro de la clasificación de sector financiero, pero que consideramos no relevantes a los efectos de este artículo.

Es importante señalar que los bancos europeos incluidos en la muestra son las 18 mayores instituciones del sector que han formado parte de los DJSI durante al menos un periodo en la última década. Estas empresas están diversificadas geográficamente, todas ellas están sometidas a la normativa bancaria de Basilea y, muy recientemente, todas comparten un supervisor común tras la Unión Bancaria en la UE (octubre de 2014). Los bancos que componen nuestro universo representan una muestra uniforme que permite extrapolar las conclusiones de este estudio al resto de bancos europeos cotizados. Si bien el número de entidades puede parecer escaso, la representatividad de esta muestra es elevada ya que explica el 80% de la capitalización bursátil del DJSI y el 80% y 100% de los índices Stoxx Europe 600 y MSCI Europe, respectivamente, como recoge la **figura 1**.

Figura 1. Representatividad de la muestra



Por su parte, la **tabla 1** compara las entidades de nuestro análisis en términos de tamaño, resultados operativos, evolución de valor de mercado, valoración, riesgo, calidad de los activos y grado de eficacia. El valor de mercado combinado de toda la muestra en 2013 es 885.200mn€, con unos activos totales de 19.800bn€ en el mismo año. El ROAA baja desde un 0,59% de media en 2007 (antes de la crisis) hasta un 0,02% de media en el 2013 (después de la crisis).

Nuestro estudio abarca 11 años, correspondientes al periodo 2003-2013. Esta elección no es al azar, sino que pretende capturar los efectos de la crisis financiera y de los periodos de expansión sobre la relación RSC y desempeño económico. Estudios anteriores sobre dicha relación aplicada al sector bancario no incluyen datos relacionados con el ciclo completo. Por ejemplo, CARNEVALE y MAZZUCA (2014) tienen un modelo de regresión que acaba al final de 2011. En nuestro caso, consideramos todas las variables hasta final del año 2013. La muestra incluye también datos de 2008 a 2013, periodo marcado por la caída sin precedentes del PIB en Europa. Estas condiciones macroeconómicas extremas podrían causar un cambio en la contribución global de la RSC al desempeño de los bancos.

Tabla 1. Principales indicadores de rendimiento para nuestra muestra de bancos europeos

Bancos	Tamaño		Desempeño	Valoración de mercado	Retornos		Resultados operativos	Calidad de activos	Riesgo	Eficiencia
	Capitalización bursátil '13 (% del sector)*	Activos totales '13 (% del sector)*			ROAA '07 (precrisis)	ROAA '13 (postcrisis)				
Banco Santander .....	8,33	5,75	17,12	1,0x	0,9 %	0,4 %	-13,97	3,73 %	D	50 %
Bardays .....	5,95	8,14	32,97	0,8x	0,4 %	0,0 %	-2,84	0,84 %	D	71 %
BBVA .....	5,85	3,00	36,52	1,2x	1,3 %	0,1 %	-3,37	4,37 %	D	52 %
BNP Paribas .....	7,96	9,28	33,32	0,8x	0,5 %	0,2 %	-5,28	2,52 %	D	67 %
Commerzbank .....	1,51	2,83	59,48	0,5x	0,3 %	0,0 %	-5,23	2,83 %		73 %
Credit Agricole .....	2,63	7,93	53,16	0,5x	0,3 %	0,2 %	-6,12	0,99 %		70 %
Credit Suisse .....	4,01	3,67	45,73	1,0x	0,6 %	0,2 %	12,03	0,21 %	D	82 %
Deutsche Bank .....	3,99	8,31	15,42	0,6x	0,4 %	0,0 %	-6,65	0,63 %	D	89 %
HSBC .....	16,94	10,00	1,74	1,1x	0,9 %	0,6 %	-9,74	1,88 %	D	60 %
ING .....	4,41	5,57	41,62	0,8x	0,7 %	0,2 %	0,79	1,47 %	D	57 %
Intesa .....	3,30	3,23	37,96	0,7x	0,6 %	(0,7 %)	-13,76	9,19 %		51 %
Lloyds Banking Group	7,65	5,25	62,83	1,4x	0,9 %	(0,1 %)	2,68	3,17 %		53 %
Nordea Bank .....	4,48	3,25	35,23	1,3x	0,8 %	0,5 %	-3,95	1,04 %	D	51 %

.../...

Bancos	Tamaño		Activos totales '13 (% del sector)*	Desempeño de la acción 2012-2013 %	Valoración de mercado P/BV '13	Retornos		Resultados operativos Margen de intermediación '12-'13 (%)	Calidad de activos NPL/Activos totales '13 (%)	Riesgo Pago de dividendo '03-'13**	Eficiencia Costes/ingresos '13
	Capitalización bursátil '13 (% del sector)*	ROAA '07 (precrisis)				ROAA '13 (poscrisis)					
.../...											
Royal Bank of Scotland	5,19	6,37	2,78	0,7x	0,6 %	(0,7 %)	-8,37	3,19 %		64 %	
Societe Generale .....	3,81	6,26	52,49	0,6x	0,1 %	0,1 %	-7,42	2,05 %		72 %	
Standard Chartered .....	4,48	2,52	-15,19	1,2x	0,9 %	0,7 %	-3,05	1,32 %	D	54 %	
UBS .....	5,99	4,25	16,98	1,3x	(0,2 %)	0,3 %	-4,94	0,19 %		88 %	
Unicredit .....	3,52	4,36	45,17	0,7x	0,6 %	(1,5 %)	-9,07	10,11 %		62 %	
	100,00	100,00			0,595 %	0,027 %					
					(media)	(media)					

\* Como si nuestro universo fuera 100 % del sector.

\*\* D denota los bancos que nunca eliminaron el pago de dividendos durante el periodo 2003-2013. P/BV indica ratio precio sobre valor en libros; ROAA indica retorno sobre activos totales medios; NPL indica créditos dudosos y/o morosos.

Como se observa en la **tabla 1**, hemos analizado el rendimiento medido por el retorno sobre activos medios (ROAA). Los estudios previos adoptan diferentes criterios en la medida del desempeño financiero, ya sea con base en (ROA) o retorno sobre capital (ROE), o bien Q de Tobin como indicador del valor de la empresa y, por lo tanto, de sus retornos, o, finalmente, algunos análisis equiparan desempeño a la variación en el valor de mercado de la firma. Según RAZA *et al.* (2012), el 63 % de la literatura existente concluyó que RSC y desempeño están positivamente relacionados, sin embargo, este porcentaje varía dependiendo de la forma de medida de los retornos. De hecho, el 88 % de los estudios que midieron el desempeño a partir del ROE o ROA obtuvo un resultado positivo, mientras que utilizando la evolución del valor en bolsa este resultado cae a 28 %. Finalmente, no hay evidencia suficiente sobre los resultados que se obtienen utilizando otras medidas como valor de mercado sobre valor en libros o Q de Tobin, ya que el número de estudios publicados es limitado.

Según los hallazgos de SIMPSON y KOHERS (2002), el retorno sobre la media de los activos (ROAA) es un medio adecuado para determinar la rentabilidad de los bancos. El rendimiento sobre activos mide la capacidad del equipo gestor de conseguir financiación, fundamentalmente vía depósitos, a un coste razonable, y transformar dichos fondos en inversiones y préstamos rentables. Para la mayoría de los bancos, los préstamos constituyen el grueso de los activos totales, y los intereses sobre préstamos explican una elevada proporción de sus ingresos (SIMPSON y KOHERS, 2002). No utilizamos ROE porque, como SIMPSON y KOHERS destacan, en el sector bancario el ROE muestra la misma información financiera que el ROA (SIMPSON y KOHERS, 2002). En consecuencia, para determinar la relación entre la RSC y el rendimiento económico, analizaremos el ROAA como variable dependiente. Este indicador se ha empleado con anterioridad por BARNETT y SALOMON (2012), GÓMEZ y UCIEDA (2012), MARTÍNEZ (2011), SOANA (2011), VAN DER LAAN (2008), SIMPSON y KOHERS (2002), ERDMANN y CARROLL (1985).

Por otra parte, considerando la situación del sector financiero tal y como se describió anteriormente, se hace evidente el riesgo de políticas de RSC «cosméticas» en contraposición a políticas de verdadero compromiso con los aspectos sociales, medioambientales y de gobierno. Por lo tanto, a los efectos de este estudio, no se considera banco sostenible aquel que presenta informes de sostenibilidad (puesto que a día de hoy la mayoría de ellos lo hace), sino que delegamos en una empresa externa la valoración de las políticas de sostenibilidad de cada entidad. Los índices de sostenibilidad *Dow Jones* califican el grado de sostenibilidad de cada firma mediante un análisis de sus políticas sostenibles, configurando así los índices de sostenibilidad *Dow Jones* (DJSI). Las compañías incluidas en estos índices se consideran una referencia en cuanto a las mejores prácticas sostenibles en todos los sectores.

Los índices de sostenibilidad *Dow Jones* recogen la evolución de las acciones de empresas líderes mundiales en aspectos económicos, ambientales y sociales. En particular, los miembros del índice DJSI Europe son empresas europeas incluidas en el índice Dow Jones Stoxx 600 que cuentan con las puntuaciones más altas en la valoración de RSC. La reputación de los índices DJSI es ampliamente reconocida por la industria, de forma que numerosos inversores institucionales adoptan estos índices como referencia de rentabilidad para carteras de inversión en compa-

ñías sostenibles. Adicionalmente, DJSI es líder en cuanto a índices bursátiles sostenibles, como denota, por ejemplo, los activos bajo gestión de las ETF que replican dichos índices.

Para determinar la pertenencia al índice, DJSI elige a las mejores compañías de cada sector de acuerdo a diferentes criterios publicados anualmente por RobecoSAM que es la compañía que gestiona sus índices sostenibles. Por tanto, para formar parte o permanecer en el índice, las empresas tienen que intensificar continuamente sus iniciativas en materia de sostenibilidad.

De esta forma, nuestra variable de interés, la RSC, se ha medido tomando como proxy la pertenencia anual al DJSI Europe<sup>4</sup>. Sin embargo, como no existe una definición única de RSC, es posible cuantificar esta variable de acuerdo a otros indicadores. Otros estudios que vinculan la RSC con los retornos se basan en diversos recursos y criterios para determinar qué empresas son sostenibles. Por ejemplo, algunos autores consideran sostenibles aquellas empresas que presentan memorias de sostenibilidad, o, más aún, aquellas que elaboran las memorias de sostenibilidad de acuerdo a las directrices de los principios internacionales GRI. Esta metodología tenía sentido en el pasado, cuando no estaba muy extendida la elaboración de informes de RSC, sin embargo, en la actualidad es un criterio difícil de justificar ante la existencia de un número creciente de empresas que elaboran sus informes de sostenibilidad según GRI. Además, una reciente directiva de la UE<sup>5</sup> obliga a las «entidades de interés público» con más de 500 empleados a publicar un informe sobre prácticas sostenibles a partir del año 2018.

Otros criterios ampliamente utilizados en este tipo de estudios son el uso de clasificaciones por parte de consultores externos tales como los índices de reputación proporcionados por KLD *indicadores sostenibles*, que se utilizan para determinar los componentes y composición de *MSCI KLD 400 Social Index* y *FTSE KLD Europa Asia Pacifico Sustainability Index* (BARNETT y SALOMON, 2012; GODFREY *et al.*, 2009; VAN DER LAAN *et al.*, 2008). La clasificación de la revista *Fortune* (GRIFFIN y MAHON, 1997) es otra medida de RSC proporcionada por terceros, así como el *ranking 100 mejores ciudadanos* publicado por la revista *CR* (SABBAGHI y XU, 2013) o el *Índice de reputación corporativa* calculado por la *Revista Forbes*. No compartimos estos criterios ya que es importante diferenciar reputación de RSC. Aunque ambos aspectos están interconectados, reputación depende de la percepción pública mientras que la RSC depende de la voluntad de la compañía.

Algunos autores definen la sostenibilidad por la inclusión en índices éticos tales como *Índices sostenible Ethibel* (SOANA, 2011). Creemos que, aunque estos índices son interesantes, los DJSI son más rigurosos y relevantes en la industria, y, en consecuencia, clasificamos nuestro universo de compañías en bancos con sostenibilidad elevada y reducida de acuerdo a sus criterios. Por último, existen estudios que cuantifican el grado de RSC según el contenido de

<sup>4</sup> Los datos para la construcción de la muestra de bancos sostenibles al final de cada año han sido amablemente proporcionados por *Dow Jones Sustainable Indices*.

<sup>5</sup> Directiva sobre divulgación de servicios financieros e información de diversidad, septiembre de 2014.

los informes anuales, o los resultados de encuestas y cuestionarios. Frente a dicha metodología, consideramos que los datos proporcionados por una agencia calificadoradora suponen una forma menos subjetiva de medir la RSC.

De hecho, la metodología de RobecoSAM se basa en la aplicación de criterios para evaluar las oportunidades y los riesgos derivados de las dimensiones económicas, ambientales y sociales de cada una de las empresas elegibles. La guía DJSI 2014<sup>6</sup> presenta el conjunto de políticas que deben adoptar las empresas para convertirse en miembros del DJSI y, por lo tanto, para ser incluidas en nuestro grupo de bancos con sostenibilidad elevada. La distribución sectorial y geográfica de los índices se recoge en la **tabla 2**.

Tabla 2. Distribución geográfica y sectorial de DJSI Europe

Distribución geográfica	Distribución sectorial
Reino Unido 28,94 %	Finanzas 23,78 %
Suiza 19,61 %	Bienes de consumo 21,46 %
Alemania 16,58 %	Salud 13,94 %
Francia 10,13 %	Industria 12,18 %
España 8,18 %	Materiales básicos 6,90 %
Países Bajos 5,87 %	Petróleo y Gas 6,55 %
Italia 5,27 %	Servicios al consumo 6,20 %
Dinamarca 2,62 %	Telecomunicaciones 3,89 %
Suecia 1,47 %	Tecnología 2,86 %
Finlandia 0,47 %	Eléctricas 2,23 %
Noruega 0,40 %	
Portugal 0,36 %	
Bélgica 0,09 %	
<b>Fuente:</b> DJSI (enero de 2015).	

<sup>6</sup> Para obtener más información sobre la guía DJSI, consulte <http://www.sustainability-indices.com>

BELEO *et al.* (2004) resaltaron la bondad de los DJSI como proxy de la RSC, considerando el grupo RobecoSAM líder en calificación de responsabilidad social corporativa (ARTIACH *et al.*, 2010). Un elevado número de estudios sobre la vinculación RSC y desempeño financiero utiliza la pertenencia al DJSI como método para determinar la sostenibilidad de las compañías (COSTA *et al.*, 2012; ECCLES *et al.*, 2012; CHIH, *et al.*, 2010; CONSOLANDI *et al.*, 2009; LO y SHEU, 2007; LÓPEZ *et al.*, 2007). Otros estudios basados en los índices DJSI sobre la relación entre RSC y retornos agruparon la muestra de empresas distinguiendo entre baja y alta sostenibilidad. Siguiendo esa misma línea, vamos a centrar nuestro estudio en el sector bancario, que representa más del 20% de la capitalización del mercado europeo<sup>7</sup>.

Es importante destacar que la composición del DJSI se revisa anualmente, y, como tal, hemos incluido en nuestro modelo el efecto de los cambios en la composición del índice a lo largo del tiempo. En la última publicación de los integrantes del índice DJSI Europe, es notable la ausencia de bancos franceses y alemanes y la del banco HSBC, uno de los mayores en el sector. En cualquier caso, es interesante señalar que en el sector bancario los componentes han sido bastante estables durante los últimos años.

Adicionalmente, nuestro objetivo es determinar la relación entre RSC y desempeño económico durante el periodo de crisis financiera. Consideramos periodo 2003-2007 como precrisis y el periodo 2008-2013 como crisis<sup>8</sup>. De esta forma se pretende determinar el efecto que la RSC produce en los resultados del banco dependiendo de la fase del ciclo económico (crisis o no) en el año considerado.

Al analizar el desempeño económico o ROAA de las entidades objeto de estudio deben considerarse otras variables que influyen en dicha magnitud aunque no representan el centro de interés de nuestro estudio. A estos efectos, presentan especial relevancia el tamaño y el riesgo en línea con la literatura existente (MCWILLIAMS y SIEGEL, 2001; ANDERSEN y DEJOY, 2011). El riesgo es un factor importante a la hora de determinar el ROAA de una entidad financiera. Estudios previos emplean diferentes medidas de riesgo, que en nuestro caso medimos como proxy al pago de dividendo, en línea con LO y SHEU (2007). Dentro del sector bancario europeo varias instituciones han cancelado el pago de dividendos en los últimos años, a medida que aumentaba el riesgo de negocio y su situación financiera empeoraba. En efecto, durante el periodo considerado (2003-2013), el 45% de los bancos en nuestro universo no distribuyó dividendos durante uno o más años, como muestra la **tabla 1**.

En relación con el tamaño, es evidente que las grandes empresas pueden tener mayores recursos dedicados a las actividades de RSC, pero también pueden tener la tentación de ob-

<sup>7</sup> El índice DJSI Europe tenía un peso del 23,74% representado por el sector financiero (enero de 2015).

<sup>8</sup> El 18 de julio de 2007 marcó el inicio de la crisis financiera cuando el banco de inversión americano Bear Sterns suspendió reembolsos en dos de sus fondos de cobertura.



viar sus responsabilidades, actuando bajo la filosofía de *demasiado grande para quebrar*. WU (2006) publicó un metaanálisis vinculando RSC, retornos y tamaño de la empresa, encontrando una relación pequeña pero positiva en cuanto a tamaño. La mayoría de los estudios revisados incluyen activos totales o logaritmo natural de los activos totales como medida de tamaño (WADDOCK y GRAVES, 1997; SIMPSON y KOHERS, 2002; LO y SHEU, 2007; ROSSI, 2009; ECCLES *et al.* 2012; CARNEVALE y MAZZUCA, 2014), salvo algunas excepciones que aproximan tamaño al número de empleados (DUCASSY, 2013; BARNETT y SALOMON, 2011; SCHOLTENS, 2009; VAN DER LAAN, 2008). En nuestro caso analizamos el tamaño tomando como referencia los activos totales como consta en la **tabla 1**<sup>9</sup>.

## 5. CONCLUSIONES

Los bancos intermedian entre unidades económicas que presentan déficit y superávit de recursos. Aparentemente su actividad no es dañina desde el punto de vista social o medioambiental. Sin embargo, debido a que los bancos financian actividades económicas que tienen un impacto social y ambiental, indirectamente, tienen una responsabilidad relacionada con estos aspectos.

Desde esta perspectiva, las entidades financieras emergen como uno de los sectores donde la RSC es clave para favorecer actividades socialmente responsables, preservando las rentabilidades financieras. Un enfoque socialmente responsable por parte de este sector tendría un efecto multiplicador en la economía, así como una mejora en la reputación de estas entidades, sin olvidar el objetivo de maximizar los beneficios.

Este estudio permite avanzar en la comprensión del efecto de las políticas de RSC sobre los retornos de la industria financiera. En general, concluimos que la RSC tiene una influencia positiva en los retornos, en línea con la proposición 1. Además, consideramos el impacto de la recesión económica en dicha relación, mientras que los estudios previos en su mayoría se realizan antes de la crisis, lo que se traduce en un análisis más completo, que mide la relación de la RSC y los resultados de la banca a través del ciclo.

Concluimos que durante el periodo de crisis 2008-2013, las estrategias de RSC no condujeron a mejoras en los retornos, como resultado de la profunda crisis que hemos atravesado, verificando por tanto la proposición 2B. Sin embargo, existen limitaciones potenciales de este estudio como son los datos considerados y las medidas de ciertas variables. Por ejemplo, si la RSC se equipara a otros criterios, el modelo podría arrojar resultados diferentes. Otra limitación que es común a este trabajo y a muchos otros estudios realizados en la materia es el periodo de observación de la RSC y el rendimiento económico. En este modelo se consideran ambas

<sup>9</sup> Los datos relativos a los bancos de la muestra provienen de *Factset*. La información sobre el pago de dividendos se obtuvo de los informes anuales de las compañías.

variables referidas al mismo periodo de tiempo, sin embargo, del metaanálisis de MARGOLIS *et al.* (2007, 2009) se derivan mejores resultados en aquellos modelos que evalúan el efecto de la RSC en periodos posteriores. Desde un punto de vista empresarial, nuestro análisis global sugiere la conveniencia de invertir en políticas de RSC en el sector bancario europeo, apoyando la idea que subyace a la RSC de «hacer el bien al hacer un beneficio». Las conclusiones referentes al resultado de la RSC en tiempos de crisis pueden conducir a diferentes consideraciones. En primer lugar, en esos años las políticas de RSC no mejoraron los resultados, probablemente porque el coste de las mismas absorbió los retornos, sin embargo, es necesario medir el efecto de las mismas en periodos posteriores. En segundo lugar, se abre un debate respecto a la legitimidad de las políticas sostenibles de compañías incluidas en el índice, en el caso concreto del sector bancario cuya reputación se ha deteriorado en los años de crisis, reflejando el hecho de que quizás, a pesar de estar incluidos en un índice de sostenibilidad, no están haciendo los esfuerzos necesarios en cuanto a sostenibilidad.

Somos conscientes de la necesidad de mayores esfuerzos en el estudio de esta área, que exceden el propósito de este artículo. Futuras investigaciones deberían considerar el uso de medidas alternativas de sostenibilidad, como es la Rentabilidad Social de la Inversión (SROI).

La Inversión Socialmente Responsable es otra área interesante donde nuestros resultados pueden ser útiles para llegar a conclusiones adicionales. La importancia de estos fondos es creciente, y se hace necesario un análisis relacionado con las sociedades gestoras de estos instrumentos, que seleccionan inversiones de acuerdo a los criterios ESG y, sin embargo, podrían estar descuidando las prácticas sostenibles internamente.

## Bibliografía

- ABREU, M. y MENDES, V. [2002]: «Commercial banks interest margins and profitability: Evidence from some EU countries», *CISEP*, n.º 830.
- AMBEC, S. y LANOIE, P. [2008]: «Does it pay to be green? A systematic overview», *Academy of Management Perspectives*, 22, págs. 45-62.
- ANDERSEN, M. L. y DEJOY J. S. [2011]: «Corporate social and financial performance: The role of size, industry, risk, R&D and advertising expenses as control variables», *Business and Society Review*, 116:2, págs. 237-256.
- ARTIACH, T.; LEE, D.; NELSON, D. y WALKER, J. [2010]: «The determinants of corporate sustainability performance», *Accounting and Finance*, 50, págs. 31-51.
- AUPPERLE, K.; CARROLL, A. y HATFIELD, J. [1985]: «An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability», *Academy of Management Journal*, 28:2, págs. 446-463.
- BARNETT, M. y SALOMON, R. [2006]: «Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance», *Strategic Management Journal*, 33, págs. 1.304-1.320.
- BELEO, S. *et al.* [2004]: «Values for money: reviewing the quality of SRI research», 1<sup>st</sup> edn., SustainAbility, Londres.
- BLODGETT, M.; HOITASH, R. y MARKELEVICH, A. [2014]: «Sustaining the Financial Value of Global CSR: Reconciling Corporate and Stakeholder Interests in a Less Regulated Environment», *Business and Society Review*, 119:1, págs. 95-124.
- BOWEN, H. [1953]: *Social responsibilities of businessman*, Harper and Brothers. Nueva York.
- BRAMMER, S. y PAVELIN, S. [2005]: «Corporate Reputation and an Insurance Motivation for Corporate Social Investment», *Journal of Corporate Citizenship*, 20, págs. 39-51.
- CARNEVALE, C. y MAZZUCA, M. [2014]: «Sustainability report and bank valuation: evidence from European stock markets», *Business Ethics: A European Review*, 23:1, págs. 69-90.
- CARROLL, A. [1999]: «Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct», *Business & Society*, 38:3, págs. 268-295.
- CHENG, B.; IOANNOU, I. y SERAFEIM, G. [2014]: «Corporate social responsibility and access to finance», *Strategic Management Journal*, 35, págs. 1-23.
- CHIH, H. L.; CHIH, H. H. y CHEN, T. [2010]: «On the Determinants of Corporate Social Responsibility: International Evidence on the Financial Industry», *Journal of Business Ethics*, 93, págs. 115-135.
- CONSOLANDI, C.; JAISWAL-DALE, A.; POGGIANI, E. y VERCELLI, A. [2009]: «Global standards and ethical stock indexes: The case of the Dow Jones Sustainability Stoxx Index», *Journal of Business Ethics*, 87:1, págs. 185-197.
- COSTA, I.; CASTELO, M. y CURTO, J. [2012]: «How does the market value corporate sustainability performance?», *Journal of Business Ethics*, 118:4, págs. 417-428.
- CULL, R.; DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y LIN, J. [2013]: «Financial structure and economic development: A reassessment», *The World Bank Economic Review*, 27:3, págs. 470-475.
- DAHLSTRUD, A. [2008]: «How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions», *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15, págs. 1-13.

- DRUCKER, P. [1984]: «A new look at Corporate Social Responsibility», *McKinsey Quarterly*. Autumn 1984:4, págs. 17-28.
- DUCASSY, I. [2013]: «Does corporate social responsibility pay off in times of crisis? An alternative perspective on the relationship between financial and corporate social performance», *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20, págs. 157-167.
- ECCLES, R.; IOANNOU, I. y SERAFEIM, G. [2012]: «The Impact of a Corporate Culture of Sustainability on Corporate Behaviour and Performance», *Harvard Business School, Working Paper*, págs. 12-035.
- ELKINGTON, J. [1994]: «Towards the sustainable corporation: win-win-win business strategies for sustainable development», *California Management Review*, 36, págs. 90-100.
- FERNÁNDEZ-FEIJÓO, B. [2009]: «Crisis and Corporate Social Responsibility: Threat or Opportunity?», *International Journal of Economic Sciences & Applied Research*, 2:1, págs. 36-60.
- FLAMMER, C. [2013]: «Corporate Social Responsibility and shareholder reaction: The environmental awareness of investors», *Academy of Management Journal*, 56:3, págs. 758-781.
- FREEMAN, R. [1984]: *Strategic management: a stakeholder approach*, Pitman Press. Boston.
- FRIEDMAN, M. [1970]: «The social responsibility of business is to increase its profits», *New York Times Magazine*, 13 de septiembre de 1970, págs. 122-126.
- GLAVAS, A. y KELLEY, K. [2014]: «The Effects of Perceived Corporate Social Responsibility on Employee Attitudes», *Business Ethics Quarterly*, 24:2, págs. 165-202.
- GLOBAL ALLIANCE FOR BANKING VALUES [2012]: *Strong, Straightforward and Sustainable Banking*, Nueva York.
- GODFREY, P. [2005]: «The Relationship between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth: A Risk Management Perspective», *The Academy of Management Review*, 30:4, págs. 777-798.
- GODFREY, P.; MERRILL, C. y HANSEN, J. [2009]: «The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: an empirical test of the risk management hypothesis», *Strategic Management Journal*, 30, págs. 425-445.
- GÓMEZ CARRASCO, P. y UCIEDA BLANCO, J. L. [2012]: *La relación entre responsabilidad social y desempeño financiero. Un estudio transversal en los países de la Unión Europea*, Universidad Autónoma de Madrid.
- GREGORY, A. y WHITTAKER, J. [2013]: «Exploring the Valuation of Corporate Social Responsibility-A Comparison of Research Methods», *Journal of Business Ethics*, 116, págs. 1-20.
- GRIFFIN, J. y MAHON, J. [1997]: «The corporate social performance and corporate social responsibility debate: twenty-five years of incomparable research», *Business & Society*, págs. 36, págs. 5-31.
- HUR, W.; KIM, H. y WOO, J. [2014]: «How CSR Leads to Corporate Brand Equity: Mediating Mechanisms of Corporate Brand Credibility and Reputation», *Journal of Business Ethics*, 125:1, págs. 75-86.
- JAMAL, A.; KARIM, M. y HAMIDI, M. [2012]: «Determinants of commercial banks' return on assets: Evidence from panel in Malaysia», *International Journal of Commerce, Business and Management*, 1:3, págs. 55-62.
- JEUCKEN, M. [2001]: *Sustainable Finance and Banking*, Londres: Earthscan.
- JIRAPORN, P.; JIRAPORN, N.; BOEPRASERT, A. y CHANG, K. [2014]: «Does Corporate Social Responsibility (CSR) Improve Credit Ratings? Evidence from Geographic Identification», *Financial Management*.

- KLEIN, J. y DAWAR, N. [2004]: «Corporate social responsibility and consumers' attributions and brand evaluations in a product-harm crisis», *International Journal of Research in Marketing*, 21:3, págs. 203-217.
- LEV, B.; PETROVITS, C. y RADHAKRISHNAN, S. [2010]: «Is doing good good for you? How corporate charitable contributions enhance revenue growth», *Strategic Management Journal*, 31, págs. 182-200.
- LIU, Y. y LEE, M. [2012]: «Doing right leads to doing well: When the type of CSR and reputation interact to affect consumer evaluations of the firm», *Journal of Business Ethics*, 105, págs. 69-81.
- LO, S. y SHEU, H. [2007]: «Is Corporate Sustainability a Value-Increasing Strategy for Business?», *Corporate Governance*, 15:2, págs. 268-305.
- LÓPEZ, 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, págs. 285-300.
- MACKEY, A.; MACKEY, T. y BARNEY, J. [2007]: «Corporate Social Responsibility and firm performance: Investor preferences and corporate strategies», *Academy of Management Review*, 32:3, págs. 817-835.
- MARGOLIS, J. *et al.* [2007]: «Does it pay to be good? A meta-analysis and redirection of research on the relationship between corporate social and financial performance», *Harvard Business School. Working Paper*.
- MARGOLIS, J.; ELFENBEIN, H. y WALSH, J. [2009]: *Does it pay to be good... and does it matter? A meta-analysis of the relationship between corporate social and financial performance*, Social Science Electronic Publishing (SSRN Electronic Journal). 03/2009.
- MARTÍNEZ CAMPILLO, A. [2013]: «Responsabilidad social corporativa y resultado financiero: evidencia sobre la doble dirección de la causalidad en el sector de las cajas de ahorros», *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 16, págs. 54-68.
- MCWILLIAMS, A. y SIEGEL, D. [2001]: «Corporate social responsibility a Theory to the Firm perspective», *Academy of Management Review*, 26:1, págs. 117-127.
- MINOR, D. y MORGAN, J. [2011]: «CSR as Reputation Insurance: PRIMUM NON NOCERE», *California Management review*, 53:3.
- ORLITZKY, M.; SCHMIDT, F. y RYNES, S. [2003]: «Corporate social and financial performance: a meta-analysis», *Organization Studies*, 24, págs. 403-441.
- PORTER, M. y KRAMER, M. [2006]: «The link between competitive advantage and corporate social responsibility», *Harvard Business Review*, diciembre 2006.
- RAZA, A.; ILYAS, M.; RAUF, R. y QAMAR, R. [2012]: «Relationship between Corporate social responsibility (CSR) and Corporate Financial Performance (CFP) literature review approach», *Elixir International Journal, Finance Management*, 46, págs. 8.404-8.409.
- ROSSI, J. L. [2009]: «What is the Value of Corporate Social Responsibility? An Answer from the Brazilian Sustainability Index», *Social Science Electronic Publishing*.
- SABBAGHI, O. y XU, M. [2013]: «ROE and Corporate Social Responsibility: Is There a Return On Ethics?», *Journal of Accounting & Finance*, 13:4, págs. 82-95.
- SAN JOSÉ, L. *et al.* [2011]: «Are ethical Banks different? A comparative analysis using the radical affinity index», *Journal of Business Ethics*, 100, págs. 151-173.
- SCHOLTENS, B. [2009]: «Corporate Social Responsibility in the International Banking Industry», *Journal of Business Ethics*, 86, págs. 159-175.

- SCHWARTZ, M. y SAHA, D. [2012]: «Should Firms Go 'Beyond Profits'? Milton FRIEDMAN versus Broad CSR», *Business & Society Review*, 117:1, págs. 1-31.
- SEN, S. y BHATTACHARYA, C. [2001]: «Does Doing Good Always Lead to Doing Better? Consumer Reactions to Corporate Social Responsibility», *Journal of Marketing Research*, 28, págs. 225-243.
- SIMPSON, G. y KOHERS, T. [2002]: «The Link Between Corporate Social and Financial Performance: Evidence from the Banking Industry», *Journal of Business Ethics*, 35, págs. 97-109.
- SOANA, M. G. [2011]: «The Relationship between Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance in the Banking Sector», *Journal of Business Ethics*, 104, págs. 133-148.
- STIGLITZ, E. et al. [2009]: *Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress*, Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress.
- TAIWO, L. y ADENIRAN, T. [2014]: «Does Corporate Social Responsibility improves an Organization's financial performance: evidence from the Nigerian banking sector», *IUP Journal of Corporate Governance*, 13:4.
- TURBAN, D. y GREENING, D. [1996]: «Corporate Social Performance and organizational attractiveness to prospective employees», *Academy of Management Journal*, 40:3, págs. 658-672.
- VAN BEURDEN, P. y GOSSLING, T. [2008]: «The worth of values-A literature review on the relationship between Corporate Social and Financial Performance», *Journal of Business Ethics*, 82, págs. 407-424.
- VAN DER LAAN, G.; VAN EES, H. y VAN WITTELOOSTUIJN, A. [2008]: «Corporate social and financial performance: an extended stakeholder theory, an empirical test with accounting measures», *Journal of Business Ethics*, 79, págs. 299-310.
- WADDOCK, S. y GRAVES, S. [1997]: «The Corporate social performance-financial performance link», *Strategic Management Journal*, 18:4, págs. 303-319.
- WANG, H. y CUI, Q. [2011]: «Corporate Philanthropy and corporate financial performance: The roles of stakeholder response and political access», *Academy of Management Journal*, 54:6, págs. 1.159-1.181.
- WRIGHT, C. [2012]: «Global Banks, the Environment, and Human Rights: The Impact of the Equator Principles on Lending Policies and Practices», *Global Environmental Politics Journal*, 12:1, 56-77.
- WU, M. [2006]: «Corporate Social Performance, Corporate Financial Performance, and Firm Size: A Meta-Analysis», *Journal of American Academy of Business*, Cambridge, 8:1, págs. 163-171.
- ZEIDAN, R.; BOECHAT, C. y FLEURY, A. [2015]: «Developing a Sustainability Credit Score System», *Journal of Business Ethics*, 127:2, págs. 283-296.