



## Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

### Trabajo de fin de Máster

Sostenibilidad y  
Contabilidad

Un estudio del impacto de las medidas de diversidad e inclusión en el desempeño de las empresas de la UE

Sostibilidade e  
Contabilidade

Un estudo do impacto das medidas de diversidade e inclusión no desempeño das empresas da UE

Sustainability &  
Accounting

A study of the impact of diversity and inclusion measures on the performance of EU companies

Autor: Ismael Cabodevila Pividal

Tutorización: Andrea Martínez Salgueiro

Convocatoria de Julio de 2023

Trabajo de Fin de Máster presentado en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidade de Santiago de Compostela para la obtención del Máster en Dirección de Empresas (MBA)

## ÍNDICE

Índice.....	1
Lista de acrónimos.....	2
Índice de tablas.....	3
Índice de figuras .....	4
Resumen ejecutivo .....	5
Palabras clave .....	6
Planificación del trabajo.....	7
1. Introducción .....	8
2. Marco teórico.....	9
2.1. Sostenibilidad y ESG .....	9
2.1.1. Relación entre ESG y rentabilidad empresarial.....	11
2.1.2. Marco normativo de la Unión Europea en materia ESG.....	12
2.2. Diversidad e inclusión (D&I).....	18
2.2.1. Índice de D&I.....	18
2.2.2. Relación entre los índices de D&I y ESG.....	21
2.2.3. Relevancia del índice de D&I frente al índice ESG para estudiar la Re..	22
2.2.4. Relación entre D&I y la rentabilidad empresarial .....	23
2.2.5. Desarrollo de hipótesis .....	26
3. Datos y metodología.....	26
3.1. Base de datos utilizada.....	26
3.2. Caracterización de la muestra empleada.....	27
3.2.1. Periodo temporal considerado .....	27
3.2.2. Ámbito geográfico considerado.....	28
3.2.3. Sectores considerados .....	28
3.3. Variables del modelo econométrico .....	29
3.3.1. Variable dependiente.....	29
3.3.2. Variables independientes .....	30
3.3.3. Variables de control.....	30
3.4. Modelo econométrico propuesto.....	31
4. Resultados.....	32
4.1. Análisis exploratorio inicial: estadísticos descriptivos y correlaciones.....	32
4.2. Resultados del modelo econométrico .....	36
4.3. Diferencias y similitudes por regiones.....	42
5. Limitaciones y posibles líneas de investigación .....	43
6. Conclusiones .....	44
7. Referencias bibliográficas.....	46

## LISTA DE ACRÓNIMOS

BAIT: Beneficios Antes de Intereses e Impuestos  
BBDD: Base de datos  
CSRD: Corporate Sustainability Reporting Directive 2022/2464/UE  
D&I: Diversidad e Inclusión  
EBITDA: Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization  
EFRAG: European Financial Reporting Advisory Group  
ESG: Environmental, Social and Governance  
ESRS: European Sustainability Reporting Standards  
FP: Firm Performance  
GEI: Gender-Equality Index  
GRI: Global Reporting Initiative  
ISR: Inversión Socialmente Responsable  
LSEG: London Stock Exchange Group  
NFRD: Non-Financial Reporting Directive 2014/95/UE  
ODS: Objetivos de Desarrollo Sostenible  
ONU: Organización de Naciones Unidas  
Re: Rentabilidad Económica  
Rf: Rentabilidad Financiera  
ROA: Return On Assets  
RSC: Responsabilidad Social Corporativa  
RSE: Responsabilidad Social Empresarial  
TRBC: The Refinitiv Business Classification  
UE: Unión Europea  
VIF: Variance Inflation Factor

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Planificación del trabajo. ....	7
Tabla 2. Medidas de rendimiento ESG. ....	10
Tabla 3. Correspondencia regiones y países del ámbito geográfico europeo. ....	28
Tabla 4. Sectores industriales por regiones geográficas. ....	29
Tabla 5. Definición de variables del modelo econométrico. ....	29
Tabla 6. Autores/as que sugieren el uso de la Re como variable dependiente. ....	30
Tabla 7. Autores/as que sugieren el uso de cada variable de control. ....	31
Tabla 8. Estadísticos descriptivos de las variables. ....	33
Tabla 9. Matriz de correlaciones entre variables consideradas en el modelo. ....	35
Tabla 10. Estadísticas de colinealidad. ....	36
Tabla 11. Resultados en el territorio de la UE en su conjunto. ....	38
Tabla 12. Resultados en el territorio del norte de la UE. ....	39
Tabla 13. Resultados en el territorio del sur de la UE. ....	40
Tabla 14. Resultados en el territorio del oeste de la UE. ....	42

## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. ODS.....	13
Figura 2. “Timeline” normativo sobre ESG en Europa.....	17
Figura 3. Métricas del índice de D&I de Refinitiv separadas por pilares.....	20
Figura 4. Métricas del índice ESG de Refinitiv por categorías.....	21
Figura 5. Número de empresas con calificación en el índice de D&I por años.....	27

## RESUMEN EJECUTIVO

Mundialmente y, en particular, en la UE (Unión Europea) hay un clima de creciente preocupación social en temática medioambiental y de sostenibilidad. Esto se ha traducido en un conjunto de iniciativas y esfuerzos legislativos, tanto por parte de las empresas como de las instituciones gubernamentales, en aras de fomentar la sostenibilidad empresarial. La repercusión de estas medidas en el desarrollo de políticas ESG (Environmental, Social and Governance), dentro de las que se incluyen la D&I (Diversidad e Inclusión), es indudable. En el marco teórico de este trabajo se analizan en profundidad estos conceptos, su relación con el rendimiento empresarial y los índices que cuantifican su desempeño. Dado el interés generado por este tema y el hecho de que todavía quedan cuestiones sin respuesta unánime, la parte empírica de este estudio analiza la relación existente entre los resultados de las empresas de la UE y sus medidas de D&I. Concretamente, se utilizan cinco modelos econométricos de efectos aleatorios para evaluar esta relación en el conjunto de la UE y, de manera más desagregada, en las zonas norte, sur y oeste de esta.

Los resultados obtenidos ponen de manifiesto la importancia de las medidas de D&I sobre el rendimiento corporativo, al provocar un efecto mayoritariamente positivo sobre la rentabilidad económica. Aun así, se observa que la influencia sobre el desempeño empresarial del índice de D&I y sus pilares varía en función del territorio concreto sujeto a estudio. Este análisis empírico ofrece información de interés para que los equipos de dirección de las empresas y/o los gobiernos europeos puedan observar los resultados concretos de cada territorio y avanzar hacia políticas adecuadas para fomentar el rendimiento empresarial sostenible.

## RESUMO EXECUTIVO

En todo o mundo e, en particular, na UE existe un clima de crecente preocupación social en materia de medio ambiente e sostibilidade. Isto ten dado lugar a un conxunto de iniciativas e esforzos lexislativos, tanto por parte das empresas como das institucións gobernamentais, co obxectivo de fomentar a sostibilidade empresarial. A repercusión destas medidas no desenvolvemento das políticas ESG, dentro das que se inclúen a D&I, é innegable. Dentro do marco teórico deste traballo analízanse en profundidade estes conceptos, a súa relación cos resultados empresariais e os índices que cuantifican o seu rendemento. Dado o interese xerado por este tema e o feito de que aínda quedan cuestións sen resposta unánime, a parte empírica deste estudo analiza a relación existente entre os resultados das sociedades da UE e as súas medidas de D&I. Concretamente, utilízanse cinco modelos econométricos de efectos aleatorios para avaliar esta relación no conxunto da UE e, de xeito máis desagregado, no norte, sur e oeste desta.

Os resultados obtidos mostran a importancia das medidas de D&I no rendemento corporativo, xa que provocan un efecto maioritariamente positivo na rendibilidade económica. Aínda así, obsérvase que a influencia no rendemento empresarial do índice de D&I e dos seus piares varía segundo o territorio específico obxecto de estudo. Esta análise empírica ofrece información de interese para que os equipos directivos de empresas e/ou gobernos europeos poidan observar os resultados específicos de cada territorio e avanzar cara a políticas adecuadas para promover o rendemento empresarial sostible.

## EXECUTIVE SUMMARY

Globally, and particularly in the European Union, there is a climate of growing social concern about environmental and sustainability issues. This context has given rise to a set of initiatives and legislative efforts of both companies and government institutions in pursuance of fostering corporate sustainability. The impact of these measures on the development of ESG policies, including D&I, is undeniable. The theoretical framework of this paper analyzes these concepts, their relationship with business performance and the indexes that quantify their performance in depth. Given the growing importance of this topic and the fact that many questions remain still unanswered, the empirical part of this study analyzes the relationship between the performance of those companies operating in the European Union and their D&I measures. Five random-effects econometric models are used to evaluate this relationship for the European Union as a whole, as well as for the northern, southern and western parts of this area.

The results attained show the importance of D&I measures on firm performance, as they have a mostly positive effect on the return on assets. Even so, it is observed that the influence on corporate performance of the D&I index and its pillars varies according to the specific territory under study. This empirical analysis provides information of interest so that corporate management teams and/or European governments can observe the specific results of each territory and move towards appropriate policies to promote sustainable corporate performance.

## PALABRAS CLAVE

Sostenibilidad, ESG, diversidad, inclusión, rentabilidad, UE.

## PALABRAS CHAVE

Sostibilidade, ESG, diversidade, inclusão, rendibilidade, UE.

## KEY WORDS

Sustainability, ESG, diversity, inclusion, ROA, UE.

## PLANIFICACIÓN DEL TRABAJO

**Tabla 1. Planificación del trabajo.**

Fecha	Actividades
03/02/2023	Reunión inicial para abordar las posibles temáticas concretas del trabajo
23/02/2023	Reunión de seguimiento para decidir temática concreta y abordar un posible índice
07/03/2023	Elaboración de documentación sobre los objetivos del trabajo
14/04/2023	Reunión de seguimiento de progresos del trabajo
04/05/2023	Reunión de seguimiento de progresos y resolución de dudas surgidas en la elaboración del trabajo
02/06/2023	Reunión para comentar las primeras correcciones del trabajo
14/06/2023	Reunión para establecer pasos a seguir en la elaboración del trabajo y comentar documentación compartida
21/06/2023	Reunión de seguimiento, comentario de correcciones y aclaración de dudas
23/06/2023	Reunión para solucionar de problemas con el modelo econométrico
26/06/2023	Reunión para compartir dudas sobre las correcciones del documento
28/06/2023	Aclaración de dudas relacionadas con el modelo econométrico
30/06/2023	Envío del documento para últimas correcciones

*Fuente: elaboración propia.*

## 1. INTRODUCCIÓN

En los últimos tiempos, la importancia de la sostenibilidad empresarial no ha dejado de crecer. Tan es así que este tema ha cobrado un papel esencial en la agenda política de la UE (Unión Europea), que ha promulgado una serie de directivas y reglamentos encaminados a, entre otros aspectos, fomentar la inclusión de políticas ESG (Environmental, Social and Governance) en el ámbito corporativo y promover la divulgación de este tipo de información, comúnmente denominada información no financiera. Con ello, la UE no solo busca que las empresas mejoren su estrategia en materia de sostenibilidad, sino también, y de manera específica, que la den a conocer para que los/as inversionistas y demás usuarios/as de este tipo de información puedan valorar los esfuerzos corporativos por promover una sociedad más justa, igualitaria y respetuosa. Como consecuencia, han aparecido distintas métricas ESG que tratan de cuantificar el grado de sostenibilidad de una empresa, y que han dado impulso a una prolífica rama de investigación que analiza la relación entre la calificación ESG y el desempeño empresarial. De manera más específica, también han sido varios los estudios que en los últimos años han evaluado el efecto de las políticas de diversidad en el rendimiento corporativo, normalmente enfocándose en uno o varios tipos de diversidad y estudiando su efecto de manera separada. Sin embargo, apenas existen artículos que hayan examinado la relación entre las políticas de D&I (Diversidad e Inclusión) de manera global y el desempeño empresarial. Precisamente, este estudio aborda este tema de investigación con un doble objetivo: 1) determinar si las medidas de D&I desarrolladas por las empresas de la UE en el marco de las políticas ESG tienen repercusión en la denominada por sus siglas en inglés FP (Firm Performance) o, lo que es lo mismo, el rendimiento empresarial; y 2) evaluar si existen diferencias territoriales al respecto en el ámbito de la UE.

Para orientar de forma correcta a las personas que leyeren este documento, se puede decir que este se divide en dos grandes secciones. La primera parte se corresponde con un marco teórico sobre la temática de estudio de esta investigación y la segunda aborda el análisis empírico. Ambas son necesarias para poder conseguir el objetivo propuesto en este trabajo fin de máster.

En la sección del marco teórico, concretamente en el punto 2.1, se presenta el contexto actual de aumento de preocupación social por la sostenibilidad corporativa, que se traduce en la aplicación de medidas RSC (Responsabilidad Social Corporativa) en la gestión de las empresas como parte de sus políticas ESG. En este apartado también se revisa la literatura que ha analizado el efecto de la calificación ESG en el rendimiento empresarial. Los resultados señalan que, la repercusión es fundamentalmente positiva, si bien su magnitud depende del sector y/o región geográfica analizada. Además, en este punto también se explican las diferentes normativas aprobadas por la UE, así como los hitos más importantes para las empresas en relación con sus obligaciones de divulgar la información sobre sostenibilidad. Con todo lo anterior, queda patente que el grado de desarrollo de políticas ESG en las organizaciones es de importancia trascendental para determinar cuáles son las ISR (Inversión Socialmente Responsable) más adecuadas para los/as que invierten, así como para el cumplimiento corporativo con la normativa europea cada vez más exigente a este aspecto.

El marco teórico continúa en el apartado 2.2 analizando el concepto y la importancia

actual de la D&I en las sociedades. Por este motivo, se busca un índice que recoja fielmente la situación de las empresas en relación con la D&I. En este sentido, se detallan las métricas y la construcción del índice de D&I de Refinitiv, que es el que se emplea en este trabajo. Es importante destacar que las medidas en D&I se encuadran dentro de la política ESG, concretamente, dentro de los pilares social y de gobernanza. Es por ello por lo que se analiza en este apartado la relación existente entre los índices de D&I y ESG, así como la relevancia que tiene el utilizar el primer índice para estudiar el desempeño empresarial frente al segundo, que ha sido el tradicionalmente empleado en la mayoría de la literatura existente. Se termina este apartado del trabajo analizando la escasa literatura que evalúa la relación existente entre las medidas de D&I y el desempeño empresarial, siguiendo una línea de investigación de especial relevancia en los últimos años.

La segunda sección del trabajo incluye los apartados 3, 4, 5 y 6. Se comienza en el punto 3 analizando las características de la BBDD (base de datos) de Refinitiv utilizada en este estudio, así como los datos contenidos en ella. A continuación, se especifican y definen las variables dependiente, independientes y de control de los modelos econométricos propuestos. Se termina el capítulo 3 planteando el modelo econométrico que permitirá estudiar la relación existente entre las puntuaciones de las organizaciones de la UE en el índice de D&I de Refinitiv y los resultados empresariales, representados por la Re (Rentabilidad Económica). En el apartado 4 se analizan de forma detallada los resultados obtenidos de la aplicación de los modelos econométricos en el conjunto de la UE, así como en la zona norte, sur y oeste de la misma, para así poder determinar si existen diferencias territoriales dentro de la propia UE. Se continúa con el punto 5, donde se indican las limitaciones del estudio y las posibles líneas de investigación futuras. Se concluye el trabajo con el capítulo 6, en el que se detallan las conclusiones alcanzadas una vez analizados los resultados derivados de la aplicación de los modelos econométricos planteados.

## 2. MARCO TEÓRICO

En este punto se realiza una revisión de la literatura sobre los términos de sostenibilidad, RSC, ESG y D&I en lo que a la empresa se refiere, dada su importancia en el desarrollo de este trabajo. Con este objetivo, se explican de modo detallado los distintos conceptos para continuar analizando su importancia legal y social. Se termina revisando la relación entre el FP o, lo que es igual, el rendimiento empresarial evaluado con medidas de rentabilidad, como la Re y/o Rf (Rentabilidad Financiera) y estos términos.

### 2.1. SOSTENIBILIDAD Y ESG

La sostenibilidad hace hincapié en la gestión medioambiental y comunitaria (Porter & Kramer, 2006). La Organización de Naciones Unidas (ONU, 1987, p.41) ofrece una excelente definición de sostenibilidad o desarrollo sostenible como la habilidad de “satisfacer las necesidades del presente sin comprometer la capacidad de las generaciones futuras para satisfacer sus propias necesidades”. Posteriormente, esta definición fue usada por el World Business Council para el desarrollo sostenible (Porter & Kramer, 2006).

De modo más específico, la sostenibilidad empresarial puede definirse como la gestión de la triple cuenta de resultados, es decir, la gestión de riesgos financieros, sociales y

medioambientales (Armstrong & Sweeney, 2001; Armstrong et al., 2001). Por ello, parece lógica la aparición del concepto de RSC en el ámbito empresarial, también conocido como RSE (Responsabilidad Social Empresarial). La RSC es la respuesta a cuestiones, como el cambio climático, el crecimiento demográfico y el impacto de las actividades empresariales en las comunidades en las que operan (Armstrong, 2020).

Ciertos hechos, como el aumento del efecto invernadero inducido por la humanidad y el consiguiente problema del cambio climático, fueron significativos en el crecimiento de la preocupación social por temas medioambientales y de sostenibilidad durante la segunda mitad del siglo pasado (Armstrong, 2020). Además, Clark et al. (2015, p.9) afirmaban que “la sostenibilidad es una de las tendencias más significativas en los mercados financieros desde hace décadas”. Por su parte, las medidas ESG describen los puntos relacionados con los ámbitos o pilares medioambiental, social y de gobernanza que son considerados de influencia en las decisiones de inversión de las empresas e inversionistas (IFAC, 2012) y, por este motivo, tanto desde el deseo inversor de una ISR como desde el enfoque de la gestión de la empresa en términos de RSC, surge la necesidad de implementar acciones para fomentar una buena posición de las sociedades en ESG. En la Tabla 2 se ejemplifican algunas medidas ESG que pueden implementar las empresas y, además cada uno de estos pilares se refiere a (Armstrong, 2020):

- **Pilar medioambiental:** medidas para disminuir el impacto de la empresa en el entorno natural, aumentar la concienciación sobre el cambio climático y optimizar el aprovechamiento de recursos, es decir, se evalúan las prácticas de la empresa en relación con la conservación del medioambiente y reducción de su huella ecológica.
- **Pilar social:** engloba la RSC de la empresa centrada en mejorar las relaciones con sus “stakeholders”, es decir, se evalúa el impacto de la organización en el desarrollo social más inmediato.
- **Pilar de gobierno corporativo:** se refiere a los mecanismos de gobernanza externos e internos de la corporación, es decir, la legislación y los procesos internos de decisión, respectivamente. Trata de implementar mecanismos de independencia y control que aseguren la ética, la integridad y la honestidad en la gobernanza.

**Tabla 2. Medidas de rendimiento ESG.**

Pilar medioambiental	Pilar social	Pilar de gobierno corporativo
Emisiones de carbono	Cultura corporativa	Estructura del Consejo de Administración
Uso de recursos hídricos	Condiciones de trabajo	Independencia del Consejo de Administración
Contaminación	Formación de la fuerza de trabajo	Rendición de cuentas
Contribución al cambio climático	Motivación	Cumplimiento de la ley
Uso de energía	Recompensas	Gestión de riesgos
Gasto	Políticas de igualdad de género	Sistemas de reporte
Seguimiento de recomendaciones GRI (“Global Reporting Initiative”)	Seguridad y salud en el trabajo	Partes interesadas
	Comercio justo	Políticas de Dirección
	Políticas de diversidad	
	Impacto en la comunidad	

Fuente: elaboración propia a partir de Armstrong (2020).

En definitiva, se puede concluir que la sostenibilidad empresarial se traduce en la aplicación de medidas RSC en la gestión de las empresas. Los criterios ESG sirven para cuantificar o medir de algún modo el desempeño alcanzado por las acciones de RSC implementadas en las compañías. De este modo, el rendimiento en materia ESG sirve de guía para determinar las ISR más adecuadas para los/as inversionistas.

### 2.1.1. Relación entre ESG y rentabilidad empresarial

En este marco de sostenibilidad, RSC, ISR y ESG, parece obvio preguntarse por la relación entre la aplicación de estos términos y las consecuencias en la rentabilidad empresarial. A este respecto, el 88% de los estudios muestran un rendimiento operativo mejor en las empresas que siguen unas prácticas sólidas en materia ESG y, además, el 90% de las investigaciones indican que las normas en materia de sostenibilidad reducen el coste de capital de las compañías (Armstrong, 2020).

Según Bonini et al. (2009), el desarrollo de programas ESG tiene un efecto positivo y significativo en la valoración de las empresas. De tal forma que, un desempeño mayor en políticas ESG se asocia a múltiplos de beneficio más elevados y, por lo tanto, a mejores resultados financieros. En este sentido, las medidas ESG pueden crear valor para las compañías respaldando el crecimiento, incrementando el rendimiento del capital, reduciendo el riesgo y/o mejorando la calidad de la gestión.

Además, Horrigan (2010) afirma que, actualmente, el mayor activo de las empresas es la reputación, que puede perderse en un instante con una simple noticia. En cambio, el establecimiento de políticas ESG en las compañías, que satisfagan las necesidades de sus grupos de interés o “stakeholders” y, especialmente, si tienen objetivos más ambiciosos que los establecidos por ley o costumbre sectorial, repercuten de forma muy positiva en la reputación empresarial.

Desde el principio de la década de los 70, ha cobrado importancia la línea de investigación que analiza de forma específica el efecto del desempeño ESG en el rendimiento financiero empresarial, medido por medio de indicadores del beneficio, como el BAIT (Beneficios Antes de Intereses e Impuestos) y, cada vez más comúnmente, por medidas de rentabilidad empresarial basadas en la contabilidad de la empresa, como la Re y Rf, o en el mercado, como la Q de Tobin. A pesar de obtener resultados diversos acerca de la magnitud, sentido y significatividad del efecto, la mayor parte de la literatura señala que una mayor calificación ESG tiene una repercusión positiva en el desempeño financiero empresarial. Entre los estudios cuyos resultados destacan la importancia de fomentar las medidas ESG se encuentra el de Carnini Pulino et al. (2022). Empleando una muestra de las mayores empresas italianas cotizadas en bolsa, estas autoras analizan el impacto de la divulgación de las políticas ESG en el rendimiento empresarial, medido por medio del BAIT. Sus resultados señalan la existencia de una relación positiva entre ambos factores. Asimismo, dado el importante crecimiento de esta línea de investigación y el gran volumen de literatura al respecto, existen varios estudios que han realizado metaanálisis de la literatura vigente, encontrando que, en su mayoría, los resultados señalan la existencia de una relación positiva entre ESG y el desempeño financiero empresarial. Entre estos metaanálisis se encuentra el de Friede et al. (2015), que, empleando una muestra de 2.200 estudios individuales, señala que más del 90% de los mismos encuentran una relación no negativa ESG-rendimiento empresarial. En un estudio posterior, Busch & Friede (2018)

realizan un metaanálisis de segundo orden basado en una muestra que combina 25 metaanálisis previos, resultando en un total de un millón de observaciones. Sus resultados demuestran la existencia de una relación altamente significativa, positiva, robusta y bilateral entre el desempeño ESG y el rendimiento financiero de las organizaciones empresariales. En otro metaanálisis de segundo orden, y partiendo de 21 metaanálisis previos, Huang (2021) concluye de forma similar, indicando que existe un vínculo positivo y estadísticamente significativo, pero económicamente modesto, entre el desempeño ESG y el rendimiento financiero empresarial.

Así y todo, también resulta interesante abordar algunos de los estudios que señalan algún efecto menos positivo, negativo o con resultados ambiguos con relación al impacto de las políticas ESG. En esta línea, Buallay (2020) indica que el sentido positivo o negativo de la relación entre ESG y el rendimiento operativo, financiero y de mercado depende del sector. De esta forma, los resultados empíricos de este estudio demuestran que el desempeño ESG influye positivamente en el sector manufacturero y en sentido negativo en el sector bancario. Por su parte, Kumar & Firoz (2022), partiendo de una muestra de compañías de India, confirman la hipótesis de que una mejor política ESG tiene un efecto positivo y significativo en la  $Re$  y  $Rf$ . Sin embargo, estos autores también señalan que, si se analiza cada uno de los pilares por separado, el social no afecta de igual forma. Del mismo modo, Naeem & Çankaya (2022) estudian la relación entre desempeño en materia ESG y el rendimiento empresarial, medido por medio de la  $Re$ ,  $Rf$  y la  $Q$  de Tobin, en este caso centrándose en las corporaciones del sector energético y de generación de electricidad. Según sus resultados, se observa un impacto positivo y significativo sobre las rentabilidades, pero negativo sobre el valor de mercado de las empresas.

En suma, a la luz de los resultados queda claro que la calificación ESG repercute de manera positiva en el desempeño empresarial, si bien la magnitud del efecto depende del sector y/o región geográfica analizada. Por ello, se puede concluir que los aspectos relacionados con ESG deben ser tomados en cuenta en las decisiones de inversión tanto desde la dirección de las empresas como desde las entidades de inversión, debido a su relación con el rendimiento empresarial. En este sentido y, enlazando con lo comentado en el punto anterior, los criterios ESG son vitales para guiar las ISR y las acciones de RSC de las compañías.

### 2.1.2. Marco normativo de la Unión Europea en materia ESG

En puntos anteriores, se han explicado diferentes conceptos relacionados con el creciente interés de la sociedad por la temática relativa a la sostenibilidad, en general, y a la sostenibilidad empresarial, en particular. De igual modo, se ha comentado como esta preocupación social influye en la toma de decisiones de inversión en la empresa mediante la implantación de medidas RSC. Dicha preocupación influye también en la comunidad inversora que, cada vez más, busca ISR. Surge entonces la necesidad de garantizar la disponibilidad de información en esta materia para, en base a ella, poder discernir la más adecuada de entre las diferentes posibilidades de inversión. Por ello, existe cada vez más información relativa a ESG tanto por parte de las propias empresas como de terceros especializados en recopilar dicha información. En definitiva, se puede concluir que estamos inmersos en un cambio social que implica que, cada vez más, las empresas deben incluir aspectos sobre sostenibilidad en sus modelos de negocio y sus planes a largo plazo.

Por este motivo, en este apartado se va a realizar un repaso de las normas en materia de sostenibilidad que se fueron promulgando en el territorio de la UE (Unión Europea), así como de su evolución a lo largo de los años. Este resulta un tema relevante para el presente trabajo, ya que el auge de las medidas ESG y la creación de la legislación que las regula han tenido un fuerte impacto en las iniciativas de D&I en el ámbito corporativo. Para poder analizar los cambios legales que se han ido implementando, así como la influencia de dichas modificaciones legislativas en las empresas europeas, se consulta la información contenida en diversos documentos legislativos de la UE (Com. de la Comisión al PE, al Consejo, al Comité económico y social europeo y al Comité de las regiones, 25 de octubre de 2011; Dir. 2013/34/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013; Dir. 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de noviembre de 2014; RPE, de 22 de enero de 2016; R (UE) n.º 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019; Com. de la Comisión al PE, al Consejo Europeo, al Consejo, al Comité económico y social europeo y al Comité de las regiones, 11 de diciembre de 2019; R (UE) n.º 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2020; RPE, de 29 de octubre de 2021; Prop. Dir. del Parlamento Europeo y del Consejo, 21 de abril de 2021; Dir. 2022/2464/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2022). Toda esta información va a ser utilizada para la redacción de este apartado de forma combinada y conjunta.

Para comenzar, parece un paso lógico que las autoridades gubernamentales deban seguir la estela de su sociedad y recoger las preocupaciones sobre sostenibilidad en la legislación. En el caso de la UE, existe una preocupación clara de las autoridades por integrar la temática ESG en sus leyes. Se debe resaltar el compromiso de la UE y de sus Estados miembros con la aplicación de la Agenda 2030. Esta nace de la Asamblea general de la ONU, en la cual se adoptó un nuevo marco global para el desarrollo sostenible y se fijaron 17 objetivos denominados ODS (Objetivos de Desarrollo Sostenible) a través de los cuales poder alcanzar los objetivos de sostenibilidad propuestos en los planos medioambiental, social y económico (Figura 1).

**Figura 1. ODS.**



Fuente: elaboración propia a partir de United Nations, Dominio público, vía Wikimedia Commons.

Si bien habitualmente el inicio del desarrollo del marco regulatorio europeo en materia ESG se sitúa en la Directiva 2014/95/UE, este se remonta a unos años antes. Concretamente, el 25 de octubre de 2011 la UE adoptó la denominada “Estrategia renovada de la UE para 2011-2014 sobre la responsabilidad social de las empresas”, que incidía en la necesidad de presentar una propuesta que legislara la divulgación de información no financiera; esto es, en materia de sostenibilidad. En base a esta estrategia, el Parlamento Europeo señalaba en su “Resolución del 6 de febrero de 2013 sobre responsabilidad social de las empresas: comportamiento responsable y transparente de las empresas y crecimiento sostenible” la premura por garantizar la divulgación de esta tipología de información. Esto dio lugar a la inclusión del primer esfuerzo legislativo al respecto, que se materializó en la Directiva 2013/34/UE con la incorporación de la obligación para determinadas grandes empresas y grupos empresariales de incluir en sus informes de gestión información no financiera relativa a aspectos medioambientales, sociales y de personal, entre otros. Un año más tarde, se creó un texto legal que de manera específica regulaba la divulgación de información no financiera, la Directiva 2014/95/UE, conocida por sus siglas en inglés NFRD (Non-Financial Reporting Directive). Este texto modificó la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera, indicando de manera más precisa la información sobre las políticas ESG que determinadas grandes empresas y grupos empresariales debían divulgar.

Concretamente, la NFRD, cuyas normas son todavía de aplicación, afecta a grandes entidades de interés público con un número medio de personal superior a 500 y a sociedades matrices de un gran grupo con un número medio de personal superior a 500. Esta Directiva, por tanto, exige a las filiales de sus obligaciones de divulgar información si su matriz ya publica dicha información de todo el grupo. En total, la Directiva cubre un abanico de en torno a 11.700 empresas que están obligadas a divulgar información no financiera. Así y todo, queda patente la gran brecha existente entre la información disponible y las necesidades de los destinatarios, dado que muchas empresas quedan excluidas de la obligación de presentar información en materia de sostenibilidad. Esto ha puesto en evidencia la urgencia de ampliar el ámbito de aplicación de los requisitos de información a otras categorías de empresas. Sin embargo, esta no es la única cuestión que ha suscitado debate en relación con la divulgación de información no financiera, sino también la calidad de dicha información. Así, diferentes grupos de interés han propuesto la incorporación de la obligación de auditoría, con el fin de garantizar la veracidad y exactitud de los datos publicados en materia de sostenibilidad.

Precisamente, con el objetivo de solventar algunas de las debilidades de la legislación, la Comisión publicó en 2017 directrices de información no vinculantes para las empresas y, en 2019, directrices adicionales sobre la presentación de información acerca del clima. Todo ello, no mejoró de forma suficiente la calidad de la información publicada por las empresas. Es por este motivo que la Comisión Europea se comprometió a revisar las disposiciones relativas a la divulgación de información no financiera en el Pacto Verde Europeo del año 2019. Este pacto aspira a transformar la UE en una economía moderna, eficiente en el uso de los recursos y competitiva, sin emisiones netas de gases de efecto invernadero con el horizonte en 2050. Para cumplir este objetivo, ha quedado patente la necesidad de acometer reformas legislativas que armonicen y señalen a las organizaciones empresariales qué información en materia ESG deben publicar y poner al servicio de quienes pudieran necesitarla.

A la luz de las debilidades de la legislación actual, la UE ha seguido haciendo esfuerzos por desarrollar los requisitos de divulgación, que obliguen a las empresas a publicar información fiable, comparable y pertinente, en la que se informe sobre los riesgos, oportunidades e impactos en materia ESG. Otro de los objetivos perseguidos se relaciona con el acceso a la información publicada. Se busca que ésta sea fácil de encontrar y utilizar mediante tecnologías digitales. Estas ambiciones se derivan de que los principales problemas que existen en la actualidad para utilizar la información sobre sostenibilidad están precisamente relacionados con los puntos en los que la UE pone el foco. Así, los esfuerzos por solventar estos obstáculos no han cesado. El 21 de abril de 2021, la Comisión Europea presentó su propuesta de Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad. En este documento, se proponía ampliar el abanico de empresas obligadas a divulgar información financiera y se establecía la obligación de incluir en los informes de sostenibilidad información sobre la gestión de los riesgos y oportunidades relacionados con la sostenibilidad, así como sobre las políticas y resultados en términos de sostenibilidad. Asimismo, se garantizaba el acceso digital a la información no financiera y se establecía la auditoría obligatoria de los informes por parte de un auditor independiente. También se incluían disposiciones relativas al uso de normas comunes y a la estandarización de los informes. Concretamente, y en relación con este último punto, la propuesta de Directiva, que posteriormente se materializaría en la Directiva (UE) 2022/2464, exigía que las compañías divulgasen información no financiera cumpliendo los denominados ESRS (European Sustainability Reporting Standards), cuyo desarrollo fue encomendado al Grupo Asesor Europeo de Información Financiera, oficialmente denominado EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group). Los ESRS son estándares comunes en toda la UE que se organizan en torno a tres grandes bloques (medioambiente, plano social y gobernanza), es decir, los pilares ESG. Estos estándares establecen de forma clara la información que los informes exigidos en la propuesta de Directiva y, por ende, posteriormente en la Directiva (UE) 2022/2464, han de contener. En la actualidad, los ESRS están todavía en desarrollo. El 23 de noviembre de 2022, el EFRAG presentó el primer conjunto de borradores de ESRS. Antes de adoptar los estándares finales en junio de 2023, la Comisión Europea ha estado consultando con las instituciones de la UE y los Estados miembros este conjunto de estándares (EFRAG, n.d.; Centro de información sobre Empresas y Derechos Humanos, n.d.).

En paralelo al desarrollo de los ESRS, el Parlamento Europeo aprobó el 10 de noviembre de 2022 la propuesta de Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad, que se materializó en la Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo (Parlamento Europeo, 2022). Esta Directiva, conocida por sus siglas en inglés CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive), nace con el objetivo de poner solución a los problemas que se han comentado sobre la información en materia de sostenibilidad. Para recapitular, y a modo de resumen, se exponen las problemáticas principales que son el germen de la CSRD:

- El uso del término de “información no financiera” en vez de una nomenclatura más adecuada como “información sobre sostenibilidad”, que no reste importancia a la información de forma implícita en la propia denominación.
- Una normativa poco clara para la divulgación de la información sobre sostenibilidad por parte de las organizaciones debido a la falta de estándares de “reporting” oficiales.

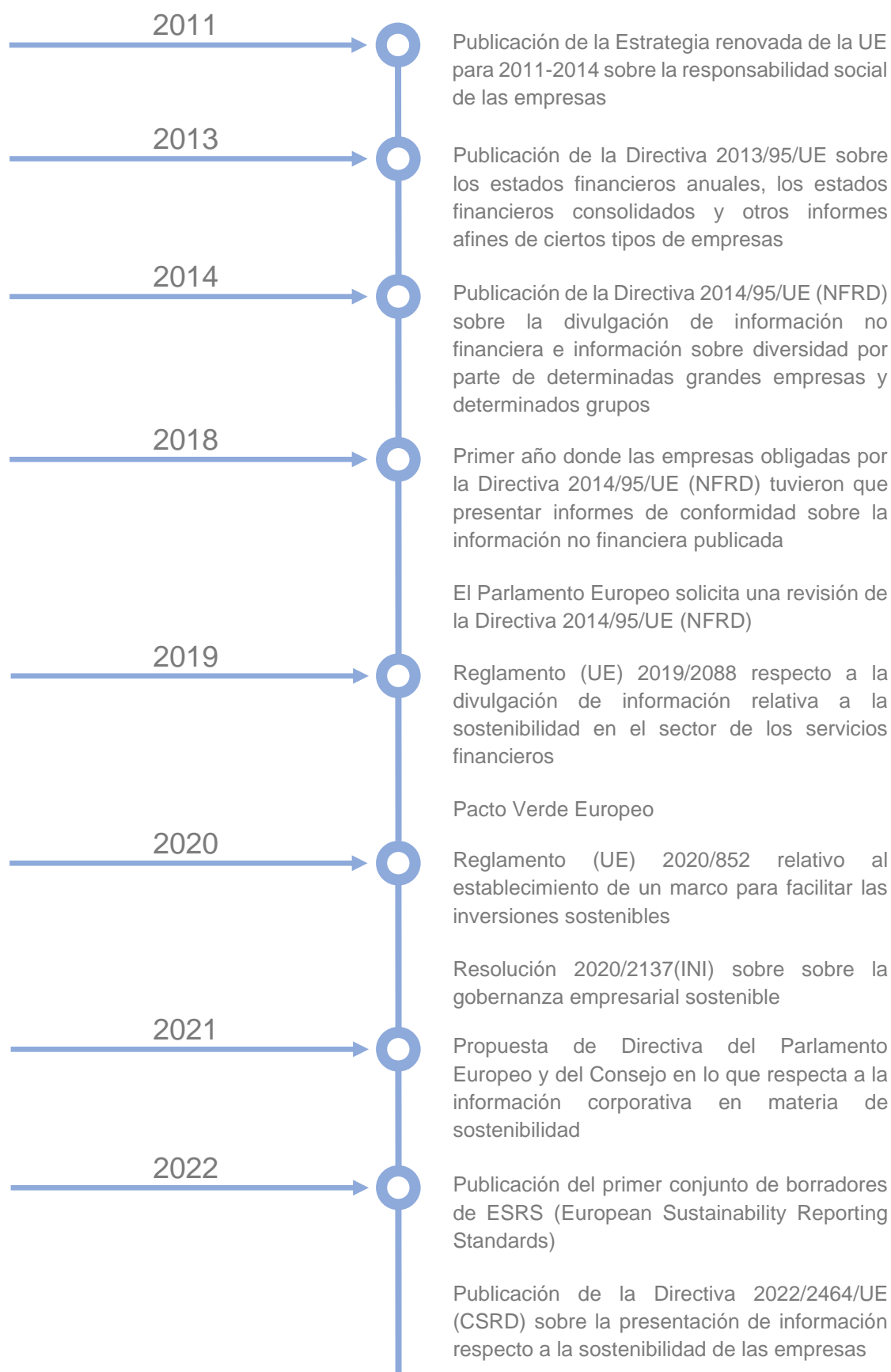
- Poca fiabilidad, exhaustividad, pertinencia y comparabilidad en la información sobre sostenibilidad publicada por las corporaciones al no existir obligación de auditoría.
- La falta de buena información, que complica la selección de ISR adecuadas y que los mercados de capitales avancen en este camino.
- El reducido espectro de empresas obligadas por la NFRD a difundir información en materia ESG, que provoca que muchos/as usuarios/as vean insatisfechas las necesidades de información en materia de sostenibilidad.

Con esta nueva directiva CSRD, en vigor desde enero de 2023, las instituciones europeas pretenden solucionar los obstáculos e inconvenientes que existían hasta su aprobación. Con la CSRD, la UE busca que la información en materia ESG sea coherente, creíble y representativa de la situación de las empresas en estos ámbitos. Además, gracias al incremento de obligaciones que supone la CSRD para las corporaciones, la UE pretende aumentar la importancia, el acceso y la uniformidad de la información divulgada, asegurando que pueda ser consultada con todas las garantías de comparabilidad y fiabilidad. Es importante resaltar que una de las principales modificaciones de la Directiva 2022/2464/UE es que aumenta el espectro de compañías obligadas a informar en materia ESG, estableciendo un calendario de aplicación de las normas contenidas en la CSRD según la tipología de las empresas. Así, hasta que lleguen las fechas establecidas para cada tipo de empresa, la NFRD sigue siendo de aplicación para las hasta ahora obligadas a divulgar información no financiera.

Siguiendo con la legislación de la UE en materia ESG, cabe hacer mención no sólo de las directivas relativas a la divulgación de información por parte de las empresas, sino también por parte de otros “stakeholders” relacionados. Así, destaca el Plan de Acción: “Financiar el crecimiento sostenible” de la UE, que busca fomentar el papel del sector financiero en los objetivos fijados en el Pacto Verde Europeo. Como resultado de este, el Reglamento (UE) 2019/2088 regula la forma en que los/as partícipes en los mercados financieros y el personal asesor financiero deben divulgar información sobre sostenibilidad para la comunidad inversora final y para la propiedad de los activos. Ello pretende que sirva para obligar de forma indirecta a las empresas a facilitar información más exhaustiva sobre los riesgos a los que están expuestas en materia ESG. Los actores financieros necesitan esta información para ofrecer a sus inversionistas productos que traten expresamente de cumplir determinadas normas de sostenibilidad o de alcanzar determinados objetivos de sostenibilidad, garantizando la coherencia con los objetivos, por ejemplo, del Acuerdo de París sobre el cambio climático. Esto permite al mercado de inversión justificar de forma fehaciente los hechos en materia ESG a sus inversionistas finales. Todo esto está en consonancia también con el Reglamento (UE) 2020/852, que crea un sistema de clasificación de las actividades económicas medioambientalmente sostenibles para evitar el llamado “blanqueo ecológico” de los productos financieros, es decir, ofertar productos que no cumplen los criterios de sostenibilidad como si efectivamente los cumplieran. Además, este reglamento establece un sistema de clasificación de actividades económicas sostenibles medioambientalmente. Todo ello busca seguir la tendencia social creciente que, cada vez más, demanda ISR con las garantías suficientes.

Para terminar, en la Figura 2 se presenta una línea de tiempo acerca de las diferentes normativas sobre sostenibilidad aprobadas por la UE y los principales hitos para las empresas acerca de sus obligaciones de divulgación de información en esta materia.

**Figura 2. "Timeline" normativo sobre ESG en Europa.**



*Fuente: elaboración propia a partir de la revisión de literatura realizada.*

## 2.2. DIVERSIDAD E INCLUSIÓN (D&I)

Para comenzar este apartado se deben aclarar las diferencias entre los dos conceptos que, casi siempre, van de la mano y conforman el índice de D&I. Estos son la diversidad y la inclusión. Aunque persiguen objetivos similares en la empresa, no son exactamente lo mismo. En este sentido se definen como:

- “La diversidad describe las diferencias demográficas (como etnia, género, religión, edad), y diferencias de experiencias (cómo piensa, cómo se comunica, cómo vive)” (Correa, 2019, p.16).
- “La inclusión es el proceso de eliminar las barreras de entrada y permitir que más personas sientan que pertenecen a la empresa.” (Correa, 2019, p.16).

Por lo tanto, desde una perspectiva corporativa, la diversidad se refiere a la variedad de identidades, habilidades, experiencias y perspectivas que existen en una organización. A nivel empresa, implica la contratación de personas diversas con el objetivo de incorporar más puntos de vista (Correa, 2019). Por otro lado, la inclusión se refiere a la forma en que se valora, respeta y aprovecha la diversidad existente en la entidad empresarial. Dicho de otro modo, disponer de diversidad no sirve si las personas no se sienten partícipes en las decisiones tomadas en las organizaciones (Correa, 2019).

A raíz de la pandemia, el mundo empresarial se ha percatado o se está percatando de la importancia de la integración de políticas de diversidad e inclusión en sus negocios. Todo ello parte de una mayor conciencia sobre cuestiones relacionadas con el medioambiente, la sociedad y la gobernanza de las empresas, es decir, las políticas ESG, por parte de los cuadros de personal, clientela, de la comunidad inversora y otras partes interesadas. La puesta en práctica de medidas para mejorar la D&I en la empresa evitan el pensamiento de grupo acuñado por el psicólogo Irving L. Janis en el siglo XX y que permite explicar por qué un grupo puede tomar malas decisiones. Esto introduce grandes ventajas para la organización porque se beneficia de un amplio abanico de ideas, opiniones y talentos generados por la diversidad racial, cultural, de género, etc. (Refinitiv, 2021). En definitiva, se puede decir que la D&I se refiere a la capacidad de las empresas para crear un ambiente organizacional que respete y valore las diferencias de sus partes interesadas, siendo, por lo tanto, factores clave para garantizar la competitividad a largo plazo.

Es relevante señalar que las medidas en D&I se encuadran dentro de la política ESG, concretamente, dentro de los pilares social y de gobierno corporativo. Este es el motivo por el cual, antes de proceder con la definición de estos conceptos, se ha explicado qué es ESG y el marco normativo que lo regula.

### 2.2.1. Índice de D&I

En el mercado, existen varios índices que miden el desempeño en D&I de las empresas. Entre ellos, se destacan algunos, como el Índice Bloomberg de Igualdad de Género, conocido por sus siglas en inglés GEI (Gender-Equality Index), el índice de D&I de Thomson Reuters o el índice de D&I de Refinitiv. Todos ellos evalúan distintos aspectos relacionados con la diversidad e inclusión de las empresas, como son la proporción de mujeres en los puestos directivos, políticas de igualdad de género y racial en la empresa, satisfacción de la plantilla con el ambiente de trabajo, etc.

Como se puede comprobar en la introducción y en las secciones 2.2.3, 2.2.4 y 3, en este trabajo se utilizará el índice de D&I de Refinitiv. Para la construcción de dicha puntuación de D&I, Refinitiv se basa en su base de datos ESG. Estas puntuaciones se diseñan para medir factores clave, de forma transparente y objetiva, acerca del rendimiento alcanzado por las organizaciones en la construcción de lugares de trabajo diversos e inclusivos. Por tanto, este índice busca proporcionar información para identificar oportunidades y riesgos a largo plazo en las inversiones. De este modo, Refinitiv proporciona datos y herramientas de análisis para que la comunidad inversora pueda incorporar información sobre sostenibilidad, siguiendo los criterios gubernamentales europeos, en sus procesos de inversión y favorecer así las ISR (Refinitiv, 2023). Estas herramientas son también relevantes para otros grupos de interés de las empresas, como son los proveedores, clientela, etc., ayudando a establecer y regular las relaciones para conseguir una cadena de valor que integre las políticas de diversidad e inclusión.

Refinitiv dispone de una BBDD con información sobre más de 12.000 empresas cotizadas y no cotizadas de todo el mundo incluidas en índices, como S&P 500, ASX300, MSCI World, MSCI Emerging Markets, FTSE100, Bovespa. Ofrece datos sobre más de 630 medidas en materia ESG gracias al trabajo de recopilación manual de información pública, compilada a partir de fuentes como las páginas de las empresas y los informes anuales y de RSC, y de normalización de analistas experimentados que garantizan la fiabilidad y comparabilidad de estas puntuaciones ESG. También es importante indicar que, para determinar y ponderar las diferentes métricas empleadas para construir el índice de D&I, Refinitiv utiliza una clasificación por sectores que denomina por sus siglas en inglés TRBC (“The Refinitiv Business Classification”) o por países. De este modo busca reflejar de manera más fiel el desempeño alcanzado por las corporaciones según las prácticas medias del sector o país en cada medida concreta (Refinitiv, 2023).

El índice de D&I de Refinitiv está diseñado para medir el rendimiento de una empresa en materia de D&I en función de 24 métricas distintas que se agrupan en 4 pilares clave (diversidad, inclusión, desarrollo de personas y noticias polémicas o controvertidas). Como los datos utilizados para construir el índice de D&I proceden de la base de datos ESG de Refinitiv, se puede decir que, al igual que los datos sobre ESG, la información utilizada en las 24 métricas procede de fuentes de información públicas y es recopilada manualmente para garantizar que esta sea normalizada, comparable y fiable (Refinitiv, 2021). Por ejemplo, en el pilar de diversidad están las métricas de diversidad cultural y/o de género, entre otras. En el pilar de inclusión se encuentran medidas, como las relacionadas con servicios de guardería, horarios flexibles, etc. Por otro lado, están las pertenecientes al pilar de desarrollo de personas, como son la inversión en formación y las políticas de desarrollo de carrera, entre otras. Respecto al pilar de noticias polémicas relacionadas se distinguen métricas, como la existencia de noticias sobre disputas salariales, las malas relaciones de la empresa con la fuerza de trabajo, etc. La Figura 3 muestra los 4 pilares que componen el índice y detalla las medidas concretas que conforman cada pilar.

**Figura 3. Métricas del índice de D&I de Refinitiv separadas por pilares.**



*Fuente: elaboración propia a partir de Refinitiv (2023).*

Para indicar más detalladamente como es el procedimiento utilizado por Refinitiv para el cálculo de la puntuación del índice de D&I, se van a enumerar los pasos seguidos en su construcción (Refinitiv, 2023):

- De las más de 630 medidas ESG de la BBDD de Refinitiv, se seleccionan 24 medidas relevantes para la diversidad e inclusión.
- Cada una de las 24 medidas se asigna a los 4 pilares sobre los que se construye el índice de D&I (diversidad, inclusión, desarrollo de personas y noticias polémicas o controvertidas).
  - Las medidas se ponderan dinámicamente en función de su disponibilidad. Dicho de otro modo, se recoge la importancia que ofrece el mercado a cada medida. Es decir, se asigna la ponderación de cada medida en función del número total de empresas que informan sobre ella, ya sea por país o por sector TRBC.
- Se calculan los valores de los pilares de diversidad, inclusión y desarrollo de personas utilizando una media ponderada de las medidas que los componen según la ponderación establecida en el paso anterior. De este modo, la puntuación del pilar de diversidad está formado por la media ponderada de 8 medidas, la nota en inclusión la componen 5 métricas ponderadas y la de desarrollo de personas está elaborada a partir de 7 medidas con su debida ponderación.
- Se calcula el valor del pilar de noticias polémicas como media simple de las 4 medidas que lo componen.
- La puntuación global del índice de D&I se calcula como la media simple de las puntuaciones obtenidas en los 4 pilares que componen el índice de D&I.
  - Cada puntuación de cada uno de los 4 pilares debe ser mayor a 0 para que se asigne una puntuación global del índice de D&I.

En definitiva, este índice de D&I ofrece una referencia innovadora para inversionistas que deseen buscar ISR en empresas que invierten activamente y promueven las políticas ESG en la gestión de sus negocios. De esta forma, los gestores de fondos de inversión pueden evaluar las corporaciones en función de su equidad y justicia social, características cada día más importantes en los mercados financieros tanto desde el deseo de la comunidad inversora final (sociedad en general) como desde el anhelo de las instituciones europeas. Además, este índice de D&I también es importante para las propias organizaciones porque les sirve para informar y analizar sus progresos en materia de D&I (Refinitiv, 2021). A mayores de todo lo anterior, este índice también resulta de interés en el establecimiento y regulación de las relaciones con otros grupos de interés de las empresas, como son proveedores, clientela, etc. con el fin último de que las corporaciones puedan crear una cadena de valor que incluya las políticas de D&I en todos sus eslabones.

### 2.2.2. Relación entre los índices de D&I y ESG

Al igual que con la D&I, Refinitiv ofrece un índice para clasificar a las corporaciones en materia ESG. Las puntuaciones del índice ESG están diseñadas para medir de forma transparente y eficaz el desempeño de las empresas en materia ESG. Ya se ha explicado que la base de datos sobre ESG de Refinitiv se basa en datos públicos comunicados por las organizaciones y registrados manualmente por los analistas para garantizar la normalización y comparabilidad. Esta BBDD dispone de más de 630 métricas recopiladas, de las cuales son usadas para conformar el índice ESG un subconjunto de las 186 medidas más comparables y pertinentes por sector. A su vez, estas 186 métricas se agrupan en 10 categorías que conforman la puntuación de las corporaciones en los 3 pilares ESG y la puntuación final en el índice ESG a nivel empresa. La Figura 4 muestra las categorías que conforman este índice y el número de métricas de cada una.

**Figura 4. Métricas del índice ESG de Refinitiv por categorías.**



*Fuente: elaboración propia a partir de Refinitiv (2022).*

De forma análoga a lo que ocurre con el índice de D&I, cabe señalar que Refinitiv también proporciona el índice ESG sobre noticias polémicas. En él se recogen las polémicas publicadas en los medios de comunicación sobre las 10 categorías que componen los 3 pilares del índice ESG. Empleando esta medida, Refinitiv conforma un índice adi-

cional, denominado ESGC o global, que ofrece una puntuación exhaustiva del desempeño ESG de las empresas. Para ello, se parte del índice ESG, al que se superpone el efecto negativo de las noticias polémicas relacionadas con la empresa en relación con las 10 categorías que conforman el índice ESG. De este modo, se provoca una rebaja en la puntuación alcanzada por las corporaciones en el índice ESG (Refinitiv, 2022).

En base a lo explicado sobre los índices de D&I y ESG, se observa que existe una relación estrecha entre ambos. De hecho, no sería descabellado decir que se complementan mutuamente. Como se ha explicado, el índice de D&I se construye a partir de una selección de métricas concretas sobre temática relacionada con la diversidad, la inclusión y el desarrollo de personas. De hecho, estas 24 medidas con las que se construye el índice de D&I se incluyen dentro de los pilares social y gobierno corporativo de las medidas ESG recopiladas por Refinitiv. Por su parte, el índice ESG se construye también a partir de una selección de las métricas ESG relacionadas con cada uno de sus pilares. En este sentido, se puede resumir la forma en que afecta incluir medidas relacionadas con la D&I en las políticas ESG de la siguiente forma:

- **Pilar medioambiental:** la diversidad implica disponer en la empresa de personas con variedad de identidades, habilidades, experiencias y perspectivas (Correa, 2019). A ello se asocia un impulso de la innovación y creatividad debido a la diversidad en la fuerza laboral que implica la integración de diferentes sensibilidades medioambientales que favorecen este pilar ESG.
- **Pilar social:** la inclusión se basa en valorar, respetar y aprovechar la diversidad de la fuerza de trabajo (Correa, 2019). Todo ello, facilita la creación de un ambiente de trabajo equitativo y justo, así como la mejora en las relaciones con los diferentes “stakeholders” de la empresa, influyendo ambas positivamente a este pilar ESG.
- **Pilar de gobierno corporativo:** un Consejo de Administración diverso e inclusivo facilita la eliminación de los sesgos mayoritarios, ayudando a tomar decisiones de mayor equilibrio y representación con todas las sensibilidades tanto medioambientales como sociales y, es por este motivo, que la D&I mejora este pilar ESG.

En conclusión, mejores puntuaciones en los índices de D&I y ESG mejoran la posición de las empresas para abordar los desafíos y oportunidades de su entorno competitivo. Se infiere de este apartado que el fomento de la D&I afecta al pilar ESG relativo a la gobernanza. A su vez, esto ayuda a la empresa a atraer y retener talento diverso. La inclusión de este talento diverso mejora la comprensión del entorno competitivo y la adaptación a un mundo cada vez con más diversas sensibilidades medioambientales y sociales, es decir, los otros dos pilares ESG. Todo ello, genera una gestión corporativa con mayores garantías de ser sostenible y efectiva en el largo plazo.

### 2.2.3. Relevancia del índice de D&I frente al índice ESG para estudiar la Re

Como se mencionó en la sección 1, este trabajo persigue analizar la relación existente entre las medidas de D&I, evaluadas por medio del índice de D&I de Refinitiv, y el rendimiento empresarial, medido por medio de la Re. Por ello, una vez explicados los conceptos ESG y D&I, abordadas las cuestiones sobre la conformación de los índices que miden el desempeño en estas materias y analizadas las posibles relaciones entre los índices, es importante explicar por qué este estudio se centra en el índice de D&I, así como las ventajas o diferencias que aporta respecto a considerar uno más global, como el ESG, o uno más específico, como el GEI, que mide solo la diversidad de género.

Ya se ha explicado que el índice de D&I se conforma a partir de un subconjunto de las medidas de la base de datos ESG de Refinitiv. Se ha comentado que esta BBDD está compuesta por 630 métricas, de las cuales 186 se usan para calcular el índice ESG de Refinitiv. En cambio, el índice de D&I de Refinitiv se construye a partir de 24 métricas específicas que representan el desempeño en 4 pilares (diversidad, inclusión, desarrollo de personas y noticias polémicas relacionadas). Esto permite centrar mucho más el análisis en la temática que se quiere abordar, que no es la evaluación de forma genérica del efecto de las medidas de sostenibilidad en los resultados corporativos, sino el efecto específico de las políticas de diversidad e inclusión tomadas por la empresa.

Es importante destacar también que la literatura se ha centrado en mayor medida en el análisis de las consecuencias de políticas ESG sobre los resultados de las organizaciones. En este sentido, el análisis de las medidas de diversidad en las corporaciones sobre el rendimiento de la empresa es más reciente y existen menos estudios que en el caso de las medidas ESG. Además, apenas existen investigaciones sobre la relación entre las políticas de inclusión en el seno de la empresa y su influencia en el rendimiento financiero empresarial. Por lo tanto, usar el índice de D&I en este estudio implica arrojar luz en esta temática menos explotada en la literatura existente.

Por ello, se considera interesante escoger el índice de D&I para estudiar el FP en lugar del índice ESG. De este modo, se puede realizar un análisis mucho más específico de cómo influye en sus resultados corporativos la diversidad, la inclusión de esta y el desarrollo de las personas en el seno de la organización.

Por otra parte, con relación al uso de otros índices más específicos, su empleo llevaría a abordar una cuestión de investigación diferente. Por ejemplo, el uso del índice GEI de Bloomberg llevaría a que el estudio tomase un enfoque exclusivo de género. Sin embargo, el uso del índice de D&I de Refinitiv tiene en cuenta muchas otras cuestiones, como la diversidad cultural, la presencia de personas con discapacidad, las horas de formación del cuadro de personal, etc.

#### 2.2.4. Relación entre D&I y la rentabilidad empresarial

La literatura que estudia la relación entre la D&I y el rendimiento empresarial es más escasa que la que investiga la relación entre ESG y el desempeño de las empresas. Sin embargo, esta línea de investigación ha cobrado especial relevancia en los últimos años. Hasta donde sabemos, no existe ningún estudio que específicamente haya empleado el índice de D&I de Refinitiv para evaluar el efecto de las medidas de D&I en el rendimiento empresarial. Esto no resulta sorprendente, ya que es un índice relativamente nuevo o, por lo menos, más joven que los índices ESG. Ya se ha explicado que el índice de D&I de Refinitiv está representado, fundamentalmente, por 4 temáticas o pilares. Dentro de ellos, existen diferentes métricas que componen cada pilar (ver Figura 3). Muchas de estas medidas constituyen una forma de representar los propósitos gubernamentales de las instituciones europeas, en el intento de impulsar un cambio en las industrias y sociedad europeas para ir avanzando hacia un sistema económico sostenible y socialmente justo. En este sentido, es importante revisar la literatura que investiga las relaciones entre la D&I y el rendimiento de las empresas para conocer los efectos que tienen estas políticas sobre el tejido empresarial.

En el apartado 2.1, se ha hecho un repaso de la literatura que estudia la relación entre ESG y el rendimiento de las empresas, sacando como conclusión que, lo que a priori

parece lógico pensar, que es que un mejor desempeño en las políticas ESG implica un mejor rendimiento de las corporaciones, se cumple en la mayoría de los casos, pero con excepciones. Se observa que, en función del sector concreto, la variable que represente el rendimiento de la organización ( $R_e$  o  $R_f$ ), etc., esta hipótesis inicial puede variar, incluso provocando efectos negativos sobre el desempeño empresarial. Por este motivo es lógico pensar que algo similar pueda suceder con el índice de D&I. A continuación, se resumen las conclusiones de diferentes estudios realizados en el ámbito de la diversidad presentes en la literatura, dado que la inclusión apenas ha sido abordada con el objetivo de conocer su efecto en la rentabilidad empresarial.

En primer lugar, cabe destacar el estudio de Roberson & Park (2007), ya que estas autoras abordan la diversidad desde una perspectiva genérica. Concretamente, analizan la relación entre la reputación en diversidad y el rendimiento de las empresas, encontrando que ésta es positiva.

Poniendo el foco en un tipo de diversidad concreto, destacan los estudios que han analizado la diversidad de género. Si bien esta línea de investigación no muestra consenso en cuanto al efecto de la diversidad del Consejo de Administración en el rendimiento empresarial, predominan los estudios que señalan un efecto positivo. En esta línea, se encuadran investigaciones como la de Campbell & Mínguez-Vera (2008), quienes, partiendo de una muestra de empresas españolas, señalan que la diversidad de género tiene un efecto positivo en el valor de la empresa. También en este ámbito, Eulerich et al. (2014) encuentran un efecto no significativo en el contexto de las empresas alemanas. Por su parte, Li & Chen (2018) analizan la misma cuestión centrándose en una muestra de empresas de China. Sus resultados indican que la diversidad de género ejerce un efecto positivo en la rentabilidad de la empresa solamente cuando el tamaño de la corporación es menor de un valor crítico, de modo que el tamaño puede llegar a socavar este efecto positivo. Naghavi et al. (2021) abordan el mismo tema de investigación, analizando adicionalmente si la relación entre la diversidad de género en los consejos y el rendimiento empresarial depende de factores macro de la cultura del país al que pertenece la organización. Los resultados demuestran que, ciertamente, los factores culturales juegan un papel importante en esta relación, llegando a ser negativa en los países con factores culturales de distancia al poder, individualismo, masculinidad y poca aversión al riesgo. Centrándose en España, Safiullah et al. (2022) analizan también la posible relación entre la diversidad de género en los consejos de administración y la rentabilidad, encontrando un efecto positivo cuando la rentabilidad es calculada en base a la contabilidad de la compañía, pero negativa en base al mercado. Cabe destacar también la investigación de Post & Byron (2015), por tratarse de un metaanálisis que emplea una muestra significativa de estudios, concretamente, de 140. Los resultados señalan que la diversidad de género en el consejo impacta de manera positiva en las rentabilidades calculadas en base a la contabilidad de la empresa. Tomando una perspectiva distinta, Albitar et al. (2020) analizan el posible efecto moderador de la diversidad de género del consejo en la relación entre la puntuación sobre divulgación ESG y el desempeño de las organizaciones. Sus resultados confirman que existe ese efecto moderador.

Poniendo ahora el foco en la diversidad cultural y racial, se encuentra que los resultados tampoco muestran consenso. Eulerich et al. (2014) analizan el efecto de la diversidad nacional del Consejo de Administración en el desempeño empresarial, encontrando un efecto negativo. En concordancia con estos resultados, se encuentra el estudio

de Frijns et al. (2016), quienes examinan la relación entre la diversidad cultural en los consejos de administración y los resultados empresariales. Para ello, emplean el marco de las dimensiones culturales de Hofstede como referencia, encontrando una relación negativa entre la diversidad cultural en los consejos y el rendimiento empresarial medido por la Q de Tobin y ROA (Return On Assets). Estas/es autoras/es señalan que los efectos negativos se concentran en los consejeros independientes diversos culturalmente hablando, así como en determinados aspectos de las dimensiones culturales, como pudieren ser el individualismo y la masculinidad. Resultados diferentes son los encontrados por Roberson & Park (2007), quienes analizan la diversidad racial en el liderazgo de la empresa e indican que la relación entre el desempeño empresarial y la diversidad experimenta una evolución en forma de U. Dicho de otro modo, al incrementar la diversidad, el FP disminuye hasta un punto, a partir del cual los incrementos en la diversidad provocan incrementos del rendimiento de la empresa.

Otros estudios han abordado diferentes tipos de diversidad, como la demográfica y la cognitiva. Kilduff et al. (2000) define la diversidad cognitiva como la variabilidad en atributos no observables relacionados con los procesos del equipo (especialización, poder, ambigüedad interpretativa, dificultad y precisión en la toma de decisiones y eficacia). Estos autores concluyen que la diversidad cognitiva de los equipos, en términos de ambigüedad interpretativa (única variable significativa), afecta al resultado de la organización. Encuentran en los resultados de su estudio que cuando la ambigüedad disminuye, aumenta el desempeño en términos de mercado y beneficios. Por su parte, Eulerich et al. (2014) señalan que la diversidad etaria afecta de forma negativa al rendimiento empresarial, medido por medio del margen del EBITDA (Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization).

Sea como fuere, en Refinitiv (2021) se indica que las carteras formadas por entidades en las que existe una mayor diversidad cultural en los consejos de administración obtuvieron una mayor rentabilidad empresarial. Este hecho va en consonancia con lo constatado anteriormente por Refinitiv sobre la diversidad de género en los consejos de administración, a mayor diversidad, mayor rentabilidad. Por ello, se intuye que la diversidad en cualquiera de sus tipologías pudiere ser positiva para las empresas y las inversiones. Esto que ha detectado Refinitiv en sus informes además se ve reafirmado porque coincide en líneas generales con la revisión de literatura que se ha realizado en este apartado. También en este sentido y siguiendo a Refinitiv (2021), se puede indicar que los ambientes inclusivos favorecen la obtención de mejores resultados tanto financieros como de mercado. Para finalizar, hay que indicar que la satisfacción de la plantilla representa un factor esencial para el éxito del negocio según las indicaciones de los informes de Refinitiv.

Para concluir este punto, se puede decir que, según la literatura existente, las métricas de 3 de los 4 pilares que conforman el índice de D&I de Refinitiv (diversidad, inclusión y desarrollo de personas) guardan relación con los resultados de las empresas. Además, el otro pilar del índice de D&I (noticias polémicas relacionadas) afecta también a dicho FP ya que, de existir y según lo que indica la literatura, socaba la reputación de la organización y minora el rendimiento empresarial. Dicho de otro modo, el índice de D&I parece un vehículo más que adecuado para estudiar cómo afecta a la rentabilidad empresarial la puesta en marcha de medidas de diversidad e inclusión en las organizaciones. Por ello, en esta investigación se empleará el índice de D&I para evaluar el efecto en el FP mediante la Re de las empresas de la BBDD.

### 2.2.5. Desarrollo de hipótesis

En base a los resultados de la literatura comentada en el apartado 2.2.4, este estudio parte de las siguientes hipótesis:

- H1: Las políticas de diversidad e inclusión en el ámbito empresarial, medidas por medio del índice de D&I, tienen un efecto positivo en la rentabilidad económica de las empresas de la UE.
- H2: Las políticas de diversidad en el ámbito corporativo, medidas por medio de la calificación en el pilar de diversidad, tienen un efecto positivo en la Re de las sociedades de la UE.
- H3: Las políticas de inclusión en el ámbito empresarial, medidas por medio de la nota en el pilar de inclusión, tienen un efecto positivo en la Re de las empresas de la UE.
- H4: Las políticas de desarrollo de personas en el ámbito corporativo, medidas por medio de la calificación en el pilar de desarrollo de personas, tienen un efecto positivo en la Re de las sociedades de la UE.
- H5: Un menor número de noticias controvertidas en relación con las políticas de diversidad e inclusión de las corporaciones, medido por medio de la nota en el pilar de noticias polémicas, tiene un efecto positivo en la Re de las empresas de la UE.

## 3. DATOS Y METODOLOGÍA

En primer lugar, en este apartado se comentará cual es la BBDD utilizada en el estudio. Además, se caracterizarán los datos empleados. Concretamente, se presentará el periodo de análisis, el ámbito geográfico y los sectores industriales considerados. También se explicará el modelo econométrico propuesto y las variables que lo conforman. Todo ello será de utilidad para poder hacer una correcta interpretación de los resultados obtenidos, así como para identificar posibles limitaciones del estudio y futuras líneas de investigación, que serán comentadas en apartados posteriores.

### 3.1. BASE DE DATOS UTILIZADA

A lo largo de este trabajo ya se ha nombrado en numerosas ocasiones a Refinitiv y sus BBDD. Refinitiv es una empresa del LSEG (London Stock Exchange Group) conocida por ser uno de los mayores proveedores mundiales de datos e infraestructura sobre los mercados financieros. Con unos ingresos de 6.250 M\$, presta servicio a más de 40.000 clientes y 400.000 usuarios/as finales en 190 países alrededor de todo el mundo. Esta empresa persigue, entre otros objetivos, ofrecer a sus clientes/as los mejores datos y soluciones de su categoría en materia ESG para convertirse en el socio de confianza y preferido de su clientela y ayudarles a tomar mejores decisiones de inversión, negociación y gestión de riesgos (Refinitiv, 2021; 2022; 2023). Además, Refinitiv dispone de más de 20 años de experiencia en suministro de datos ESG a sus usuarios/as y, actualmente, ofrece más de 600 métricas ESG diferentes correspondientes con más del 80% de la capitalización bursátil mundial (Refinitiv, 2021; 2022). Además, Refinitiv proporciona un índice de D&I de más de 12.500 empresas de todo el mundo a partir de 24 métricas clave para conocer en mayor profundidad las organizaciones con lugares de trabajo diversos e inclusivos a partir de las más de 600 medidas recogidas en la base de datos ESG (Refinitiv, 2023).

Es por todo lo anterior que las bases de datos de Refinitiv son adecuadas para utilizar en estudios como el que nos ocupa. Dicho de otro modo, son un vehículo adecuado por su amplia experiencia en el sector y rigor en los datos suministrados. De esta forma, el uso de los datos del índice de D&I de Refinitiv servirán para poder alcanzar los objetivos propuestos en este trabajo fin de máster.

### 3.2. CARACTERIZACIÓN DE LA MUESTRA EMPLEADA

En este apartado se ofrece un resumen de las principales características de los datos empleados en el modelo econométrico de este trabajo. A modo resumen, se resaltan las siguientes cuestiones sobre dicha BBDD:

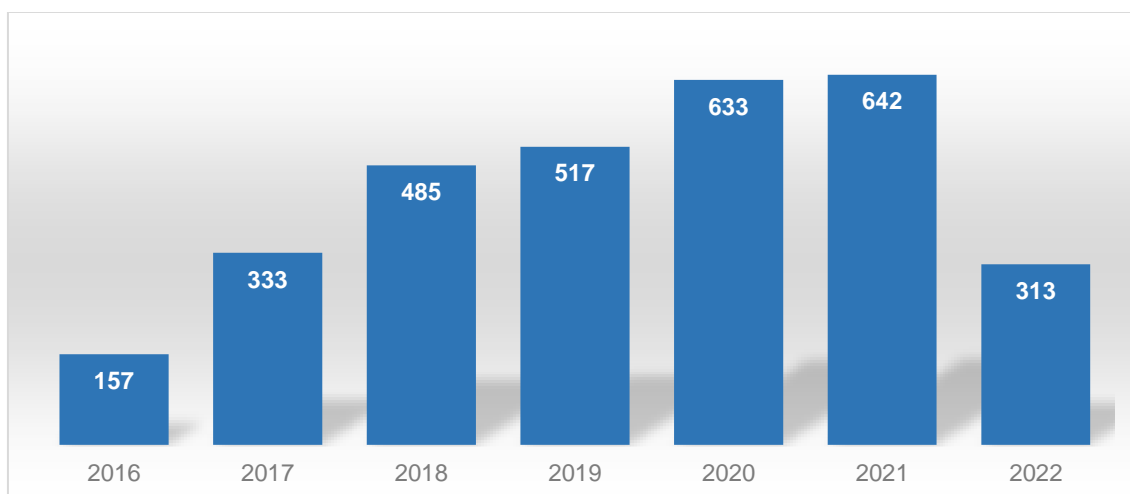
- 5394 registros. Tras realizar la eliminación de duplicados, 5284 registros.
- 16 países diferentes.
- 111 sectores industriales distintos.
- Un total de 775 empresas diferentes.

En los subapartados siguientes se explica con mayor detalle la temporalización, la geolocalización y los sectores incluidos en la muestra empleada.

#### 3.2.1. Periodo temporal considerado

El periodo de tiempo contemplado en este estudio es de siete años (desde el 2016 al 2022, ambos incluidos). La elección de esta franja temporal se basa en la disponibilidad de información, ya que Refinitiv empieza a proporcionar el índice de D&I en el año 2016. En la Figura 5 se muestra la cantidad de observaciones disponibles para el índice de D&I en cada uno de los años del periodo considerado. Se observa que cada vez es mayor el número de empresas que reportan información ESG, concretamente de aquella que permite el cálculo del índice de D&I. Esto no resulta sorprendente, ya que, como se ha señalado anteriormente, la sostenibilidad ha ido creciendo en importancia a lo largo del tiempo, en parte debido a las medidas regulatorias en el marco de la UE. El hecho de que la tendencia creciente se interrumpa en 2022 no se debe a una menor divulgación de información ESG, sino a que, en el momento de descarga de los datos, todavía no estaban disponibles todos los correspondientes con este año.

**Figura 5. Número de empresas con calificación en el índice de D&I por años.**



Fuente: elaboración propia a partir de BBDD de Refinitiv.

### 3.2.2. Ámbito geográfico considerado

Los datos usados en este estudio se centran geográficamente en la UE. Abarcan un total de 16 países que se pueden agrupar en 4 regiones siguiendo la clasificación de Refinitiv: norte, sur, este y oeste. En la Tabla 3 se observa de forma resumida y clara las correspondencias región y país de la BBDD utilizada, así como el número de observaciones totales disponibles para cada país con datos para el índice en D&I. Se observa que existen grandes diferencias por zonas geográficas. Por ejemplo, los países del oeste son los que más divulgan información en D&I, frente a los del este, área que sólo presenta datos disponibles para Polonia.

**Tabla 3. Correspondencia regiones y países del ámbito geográfico europeo.**

Región	País	Número de observaciones del índice de D&I
Norte	Dinamarca	106
	Finlandia	116
	Irlanda	95
	Suecia	279
Sur	Chipre	21
	Grecia	42
	Italia	288
	Portugal	43
	España	270
Este	Polonia	50
Oeste	Austria	107
	Bélgica	159
	Francia	539
	Alemania	746
	Luxemburgo	88
	Países Bajos	181

*Fuente: elaboración propia a partir de BBDD de Refinitiv.*

En este trabajo se analizarán los efectos de las variables independientes sobre la variable dependiente. En puntos sucesivos se explicará pormenorizadamente qué parámetros están incluidos en cada categoría. Por ahora, es suficiente decir que se analizarán los resultados por zonas geográficas, de tal forma que no solo se busca conocer los efectos de las variables del modelo a nivel global (toda la UE), sino también a nivel más desagregado por zonas geográficas (regiones de Refinitiv).

### 3.2.3. Sectores considerados

En este punto se detallan los sectores industriales a los que pertenecen las organizaciones incluidas en la BBDD. Hay recogidos un total de 111 sectores a nivel global (UE). A continuación, se resumen en la Tabla 4 los sectores recogidos en cada una de las regiones consideradas, pero no deben ser entendidos como datos excluyentes y acumulativos. Dicho de otro modo, es lógico pensar que, tal como ocurre en este caso, si un sector está presente en la región sur no tiene que no estar presente en cualquiera de las otras regiones. Por ello, la suma de sectores presentes en cada una de las regiones que componen la UE no representa nada. Se observa que la cantidad de sectores que divulgan información ESG en materia de D&I es mayor en la región del oeste de la UE, seguida por las del norte y sur.

**Tabla 4. Sectores industriales por regiones geográficas.**

Región	Número de sectores
Europa	111
Norte	58
Sur	64
Este	13
Oeste	103

Fuente: elaboración propia a partir de BBDD de Refinitiv.

### 3.3. VARIABLES DEL MODELO ECONOMETRICO

En este apartado se describen las variables consideradas en el modelo econométrico propuesto. Para ello, se describen todas las variables de forma general con el nombre atribuido, así como con su definición o fórmula correspondiente para poder identificar inequívocamente a qué se refiere cada una de ellas. Posteriormente se identifican cuáles son las variables dependientes, independientes y de control. Toda esta información aparece resumida en la Tabla 5:

**Tabla 5. Definición de variables del modelo econométrico.**

Variable	Acrónimo	Fórmula o significado
<b>Variable dependiente</b>		
Rentabilidad económica	Re	$\frac{\text{Beneficios antes de impuestos (BAT)}}{\text{Activo total medio}}$ (%)
<b>Variables independientes</b>		
Índice de diversidad e inclusión	D&I	Proporcionado por Refinitiv (metodología de cálculo explicada en la sección 2.2.1)
Pilar de diversidad	DivPil	Proporcionado por Refinitiv (metodología de cálculo explicada en la sección 2.2.1)
Pilar de inclusión	IncPil	Proporcionado por Refinitiv (metodología de cálculo explicada en la sección 2.2.1)
Pilar de desarrollo de personas	DesPil	Proporcionado por Refinitiv (metodología de cálculo explicada en la sección 2.2.1)
Pilar de noticias polémicas o controvertidas	ConPil	Proporcionado por Refinitiv (metodología de cálculo explicada en la sección 2.2.1)
<b>Variables de control</b>		
Tamaño del Consejo de Administración	TamCons	Número total de miembros del Consejo de Administración al final del ejercicio fiscal
Valor de la empresa en el mercado	ValEmp	$\frac{\text{Valor de mercado por acción}}{\text{Valor en libros del PN por acción}}$
Tamaño de la empresa	TamEmp	$\ln(\text{Valor total de los activos})$
Ratio de dependencia financiera	DepFin	$\frac{\text{Pasivo total}}{\text{Activo total}}$
Ratio de circulante	Circ	$\frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$
Tasa de crecimiento	Crec	$\frac{\text{Ingresos totales}_{\text{año } n} - \text{Ingresos totales}_{\text{año } n-1}}{\text{Ingresos totales}_{\text{año } n-1}}$

Fuente: elaboración propia a partir del modelo econométrico propuesto.

#### 3.3.1. Variable dependiente

La variable dependiente de este estudio se corresponde con rentabilidad económica, de aquí en adelante Re. Esta ratio representa una medida contable de la rentabilidad de los activos de la empresa en un año concreto. Concretamente, indica el beneficio

antes de impuestos generado por cada unidad monetaria que la empresa invierte en su activo. El hecho de considerar en el numerador el beneficio antes de impuestos se considera apropiado. De esta forma, se aísla el efecto impositivo, que podría hacer que la rentabilidad de una empresa difiriese de la de otra debido a las políticas fiscales del país en el que opera y que nada tienen que ver con su capacidad para generar beneficios. Con el modelo planteado se busca cuantificar y medir el rendimiento empresarial o FP a través de dicha variable, para analizar la influencia que pudieren tener las variables independientes en el rendimiento corporativo.

Aunque ya se especifica en la Tabla 5 la fórmula de cálculo utilizada para determinar la Re de cada compañía, se debe comentar que los datos de esta variable han sido extraídos directamente de Refinitiv. Dicho de otra forma, no se han recopilado los datos de cada una de las variables implicadas en el cálculo para posteriormente determinar la Re de cada organización. No obstante, se ha procedido a verificar que la fórmula recogida en la tabla anterior fue la utilizada por Refinitiv para la realización de sus cálculos. Además, en la Tabla 6 se detallan las referencias bibliográficas que han sugerido el uso de la Re como variable dependiente.

**Tabla 6. Autores/as que sugieren el uso de la Re como variable dependiente.**

Variable	Autores/as
Re	Buallay (2020); Carnini Pulino et al. (2022); Dobbin & Jung (2010); Kumar & Firoz (2022); Naeem & Çankaya (2022); Safiullah et al. (2022); Ujunwa (2012); Ujunwa et al. (2012)

*Fuente: elaboración propia a partir de la revisión de literatura realizada.*

### 3.3.2. Variables independientes

Las variables independientes del modelo planteado en este estudio son el índice de D&I y la puntuación alcanzada en cada uno de los cuatro pilares que lo forman (diversidad, inclusión, desarrollo de personas y noticias polémicas o controvertidas).

Concretamente, se desea medir el efecto que provocan las variaciones de las puntuaciones alcanzadas en estas variables independientes sobre la variable dependiente (Re). Además de evaluar este efecto para la UE en su conjunto, este estudio también examina las posibles diferencias existentes entre regiones geográficas en cuanto a la magnitud, sentido y significatividad del efecto de cada una de las variables independientes consideradas. Dicho de otro modo, se desea comprobar la conjetura de que en ciertas regiones geográficas tenga mayor influencia en el rendimiento empresarial la nota alcanzada en un determinado pilar que en otro y observar estas posibles diferencias. Adicionalmente, este análisis permite determinar cuál o cuáles son las variables de mayor y menor influencia en la Re.

Al igual que en el caso anterior, se debe indicar que dichas puntuaciones, tanto las de cada uno de los pilares como del índice de D&I, han sido obtenidas directamente a partir de la BBDD de Refinitiv y no han sido modificadas posteriormente.

### 3.3.3. Variables de control

En las revisiones bibliográficas realizadas en este trabajo, tanto de los estudios centrados en el efecto de las políticas ESG como en el de las medidas en materia de diversidad e inclusión, ha quedado probado que el desempeño empresarial puede estar influido por múltiples características de las organizaciones, como el tamaño, la tasa de crecimiento o el valor de mercado, entre otros. Por esto, se puede decir que el FP no

solo está determinado por las variables independientes consideradas en el modelo, sino también por otras que son denominadas variables de control. Su inclusión permite reducir los errores de especificación del modelo y los sesgos en los resultados.

En la Tabla 5 aparecen especificadas las fórmulas de cálculo utilizadas para determinar cada una de las variables de control. Es importante decir que los datos de estas variables han sido recopilados directamente de la BBDD de Refinitiv y no han sido manipulados posteriormente. Así y todo, se ha verificado que la fórmula que se muestra en la tabla resumen de las variables usadas en el modelo es la que ha utilizado Refinitiv para el cálculo de cada una de las variables de control.

Se debe explicar el porqué de escoger unas variables de control y no otras. En este sentido, la Tabla 7 señala diferentes referencias bibliográficas que sugieren las variables de control a nivel empresa empleadas en este trabajo.

**Tabla 7. Autores/as que sugieren el uso de cada variable de control.**

Variable	Autores/as
TamCons	Safiullah et al. (2022)
ValEmp	Kumar & Firoz (2022); Ruan & Liu (2021)
TamEmp	Alareeni & Hamdan (2020); Boulhaga et al. (2023); Buallay (2020), Eulerich et al. (2014); Kumar & Firoz (2022); Naeem & Çankaya (2022); Safiullah et al. (2022)
DepFin	Alareeni & Hamdan (2020); Al Hawaj & Buallay (2022); Albitar et al. (2020); Boulhaga et al. (2023); Carnini Pulino et al. (2022); Kumar & Firoz (2022); Naeem & Çankaya (2022); Buallay (2020); Ruan & Liu (2021); Safiullah et al. (2022)
Circ	Shaikh (2022)
Crec	Alareeni & Hamdan (2020); Boulhaga et al. (2023); Kumar & Firoz (2022); Ruan & Liu (2021)

*Fuente: elaboración propia a partir de la revisión de literatura realizada.*

Finalmente, cabe destacar que no sólo se han incluido variables de control a nivel de empresa, sino que también se han introducido variables ficticias o “dummies” para controlar el año y la industria. En relación con el año, esta variable se ha metido en el modelo para tener en consideración la posible ocurrencia de sucesos en el tiempo que puedan generar un sesgo en el efecto de la variable independiente sobre la dependiente. De este modo, se puede aislar, por ejemplo, el efecto provocado en la rentabilidad de las empresas derivado de la crisis sanitaria del COVID-19, un suceso extraordinario ocurrido durante el periodo de estudio del modelo propuesto y que, probablemente, haya tenido un impacto negativo en el desempeño empresarial. En relación con la variable de la industria, su inclusión tiene que ver con el hecho de que un sector particular pudiese provocar una variación importante de los resultados globales de la región considerada. Dicho de otro modo, un resultado demasiado positivo o negativo de un sector concreto incluido en la zona analizada podría ser capaz de alterar los resultados globales de esa región. Por ejemplo, el sector farmacéutico tiene una rentabilidad más elevada que la industria de bienes básicos de consumo. Introduciendo la variable ficticia o “dummy”, se consigue aislar el efecto del sector.

### 3.4. MODELO ECONOMETRICO PROPUESTO

La muestra empleada en este trabajo está conformada por datos de panel, ya que se tienen observaciones relativas a una serie de variables (rentabilidad económica, tamaño, crecimiento, etc.) para un conjunto de empresas y años. Dos técnicas comúnmente utilizadas para el tratamiento y análisis de datos de panel son el modelo

de efectos fijos y el modelo de efectos aleatorios. Ante la presencia de variables que no varían con el tiempo para cada una de las entidades consideradas, como la industria en el caso de la especificación planteada en este estudio, se recomienda el empleo del modelo de efectos aleatorios (Torres-Reyna, 2007). Además, se cumplen los requisitos para su aplicación, ya que el número de empresas de la muestra supera por mucho el número de años del periodo. Por ello, y dado el hecho de que muchas de los estudios previos relacionados con el tema de estudio han empleado esta metodología (Alareeni & Hamdan, 2020; Buallay, 2019; Carnini Pulino et al., 2022; Naeem & Çankaya, 2022; Safiullah et al., 2022), este trabajo aplica un modelo de efectos aleatorios. Concretamente, se propone la siguiente ecuación:

$$Re_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Variable independiente} + \beta_2 \cdot \text{TamCons} + \beta_3 \cdot \text{ValEmp} + \beta_4 \cdot \text{TamEmp} \\ + \beta_5 \cdot \text{DepFin} + \beta_6 \cdot \text{Circ} + \beta_7 \cdot \text{Crec} + \text{efectos fijos de la industria} \\ + \text{efectos fijos del año} + \mu_i + n_t + e_{it}$$

*Donde:*

$\beta_0$  = constante de regresión

$\beta_n$  = coeficientes de regresión para todo  $n \in \mathbb{N}$

Variable independiente = puede tomar la forma de "D&I", "DivPil", "IncPil", "DesPil" o "ConPil"

$i$  = identifica a cada empresa

$t$  = indica el año

$\mu_i$  = efecto invariante individual del tiempo

$n_t$  = efecto del tiempo

$e_{it}$  = error global estocástico

Este modelo se ejecutará para cada una de las regiones geográficas consideradas en este estudio, con el objetivo de observar diferencias entre ellas. De este modo, se obtendrán resultados que permitirán comparar los diferentes efectos del índice de D&I y de cada uno de sus pilares sobre la Re en cada una de las áreas consideradas.

## 4. RESULTADOS

### 4.1. ANÁLISIS EXPLORATORIO INICIAL: ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS Y CORRELACIONES

Hay que resaltar que, para eliminar la influencia que pudieren tener en el modelo los valores atípicos presentes en la BBDD utilizada, todas las variables numéricas empleadas se "winsorizan". Concretamente, se sustituyen los datos que están por encima del percentil 99% y por debajo del percentil 1% por la medida concreta del percentil 99% y 1%, respectivamente (Safiullah et al., 2022). Una vez realizado el paso anterior, se determinan los estadísticos descriptivos de las variables propuestas en este modelo, obteniendo los datos representados en la Tabla 8.

Como comentarios relevantes sobre los estadísticos descriptivos, en primer lugar, se puede destacar la gran oscilación de la rentabilidad económica, "Re", que se mueve entre -30,85% y 34,50%. Ello denota la existencia de una variabilidad significativa en la rentabilidad de las empresas de la muestra, lo que no resulta sorprendente, ya que esta está comprendida por multitud de años y empresas de distintas industrias. A

pesar de esto, se observa que la rentabilidad media de las organizaciones de este estudio es positiva, situándose en torno a un 5,4% en el periodo de análisis considerado. En otras palabras, las empresas de la muestra obtienen de media un BAT de 5,4€ por cada 100€ invertidos en su activo.

**Tabla 8. Estadísticos descriptivos de las variables.**

Variable	Observaciones	Media	Desviación estándar	Mínimo	Máximo
Re	3968	5,419735	8,774921	-30,8533	34,4962
D&I	2604	55,75584	7,939937	38,25	75,75
DivPil	3080	38,3292	13,80581	0	69
IncPil	3080	28,03816	20,55959	0	88
DesPil	3080	48,66019	17,74305	0	80
ConPil	3080	99,30422	3,717184	75	100
TamCons	3265	10,55926	4,118748	3	21
ValEmp	5063	3,089966	3,377691	-1,0969	20,8477
TamEmp	4001	21,84151	1,974291	17,72753	26,32169
DepFin	4001	0,603757	0,1939108	0,0971429	1,2
Circ	3992	1,664865	1,158894	0,1904762	7,777778
Crec	3948	0,0909294	0,2420926	-0,505	1,36

Fuente: elaboración propia a partir del modelo econométrico propuesto.

En referencia a las variables independientes, se puede decir que el índice de D&I, “D&I”, varía entre 38,25 y 75,75 y presenta una media de 55,76. Esta puntuación, aunque moderada, refleja la existencia de una preocupación por la implantación de medidas en materia de D&I dentro de la UE. La explicación puede venir por las, ya comentadas, políticas gubernamentales que la UE ha ido implementando durante los últimos años en este sentido. De los pilares que conforman el índice de D&I, la puntuación más alta la alcanza indudablemente el pilar de noticias polémicas, “ConPil”, (99,30), lo que indica que la gran mayoría de las empresas de la muestra no tuvieron noticias controvertidas en torno a sus políticas de diversidad e inclusión. Además, esta variable apenas muestra variabilidad, ya que su desviación típica es de 3,72 y su valor mínimo de 75. Entre los demás pilares, destaca la puntuación media alcanzada en el de desarrollo de personas, “DesPil”, (48,66), seguido del pilar de diversidad, “DivPil”, (38,33), y del de inclusión, “IncPil” (28,04).

Respecto a las variables de control, se observa que las organizaciones tienen un tamaño medio, “TamEmp”, de 21,84 expresado en unidades logarítmicas, lo que denota que las empresas de la muestra tienen un gran tamaño. Además, esta variable presenta una variabilidad muy baja, con una desviación típica de 1,97. Por su parte, la ratio de valor de mercado, “ValEmp”, tiene un valor medio de 3,09, lo que indica que, en media, el valor de mercado de las acciones triplica el valor en libros del patrimonio neto. Se observa además que las empresas de la muestra tienen una media de 11 personas en el Consejo de Administración, medido esto por medio de la variable “TamCons”. La ratio de circulante, “Circ”, presenta un valor promedio de 1,66, es decir, por cada € de pasivo corriente, las empresas de la muestra disponen en media de 1,66€ de activo corriente para hacer frente a su deuda a corto plazo, lo que indica que las corporaciones están, de media, en una buena situación. Sin embargo, esta variable muestra una desviación típica elevada, de 1,16, lo que no resulta sorprendente dado que la muestra está conformada por empresas de distintas industrias y que, por lo

tanto, operan con fondos de rotación distintos. Por su parte, la ratio de dependencia financiera, "DepFin", media indica que las organizaciones de esta BBDD financian su activo aproximadamente con un 60% de deuda. Para terminar con el análisis de los estadísticos descriptivos, se indica que la tasa de crecimiento, "Crec", media se sitúa en torno al 9%. La variabilidad del crecimiento es muy alta más que duplica el valor de la media. De nuevo, esto puede quedar explicado por la gran variedad de empresas e industrias que conforman la muestra.

Una vez resumidos y comentados algunos de los aspectos más significativos de los estadísticos descriptivos de todas las variables utilizadas en el modelo, se estudiará la posible existencia de problemas de multicolinealidad entre dichas variables. Este tipo de problemas suelen surgir cuando existe una correlación elevada entre las variables independientes del modelo. Por ello, en primer lugar, se realiza un análisis de correlación lineal por pares entre todas las variables del modelo. Los resultados de dicho estudio se representan en la Tabla 9.

**Tabla 9. Matriz de correlaciones entre variables consideradas en el modelo.**

Variable	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
ROA (1)	1											
D&I (2)	0,0647*** (0,0019)	1										
DivPil (3)	-0,0043 (0,8215)	0,6565*** (0,0000)	1									
IncPil (4)	0,0073 (0,7015)	0,72*** (0,0000)	0,2735*** (0,0000)	1								
DesPil (5)	0,0721*** (0,0001)	0,6656*** (0,0000)	0,3864*** (0,0000)	0,2655*** (0,0000)	1							
ConPil (6)	0,0389** (0,0409)	0,017 (0,3867)	-0,0817*** (0,0000)	-0,1085*** (0,0000)	-0,0605*** (0,0008)	1						
TamCons (7)	-0,0578* (0,0017)	0,3681*** (0,0000)	0,2512*** (0,0000)	0,3005*** (0,0000)	0,3075*** (0,0000)	-0,1843*** (0,0000)	1					
ValEmp (8)	0,3360*** (0,0000)	-0,0346* (0,0779)	-0,027 (0,1354)	-0,0844*** (0,0000)	-0,0289 (0,1095)	0,056*** (0,002)	-0,1629*** (0,0000)	1				
TamEmp (9)	0,0317** (0,0459)	0,4349*** (0,0000)	0,3604*** (0,0000)	0,2274*** (0,0000)	0,3004*** (0,0000)	-0,2431*** (0,0000)	0,523*** (0,0000)	-0,1656*** (0,0000)	1			
DepFin (10)	-0,2734*** (0,0000)	0,1359*** (0,0000)	0,1085*** (0,0000)	0,1312*** (0,0000)	0,1254*** (0,0000)	-0,0925*** (0,0000)	0,2536*** (0,0000)	-0,1112*** (0,0000)	0,2323*** (0,0000)	1		
Circ (11)	0,0291* (0,0671)	-0,2238*** (0,0000)	-0,1711*** (0,0000)	-0,1882*** (0,0000)	-0,1307*** (0,0000)	0,0603*** (0,0016)	-0,2392*** (0,0000)	0,1176*** (0,0000)	-0,2573*** (0,0000)	-0,5434*** (0,0000)	1	
Crec (12)	0,1131*** (0,0000)	-0,0694*** (0,0009)	-0,0551*** (0,0038)	-0,0723*** (0,0001)	-0,0793*** (0,0000)	-0,0264 (0,1665)	-0,124*** (0,0000)	0,1867*** (0,0000)	-0,0781*** (0,0000)	-0,0863*** (0,0000)	0,1024*** (0,0000)	1

El nivel de significancia estadística se muestra a partir del p-valor que aparece entre paréntesis junto al coeficiente. Se denotan los niveles de significancia del 1%; 5% y 10% por el siguiente convenio de asteriscos (\*):

$p - valor < 0,01 \Rightarrow ***$  ;  $p - valor < 0,05 \Rightarrow **$  ;  $p - valor < 0,1 \Rightarrow *$

Fuente: elaboración propia a partir del modelo econométrico propuesto

En referencia a los resultados recogidos en la matriz de correlaciones, se deben tratar los siguientes aspectos. En primer lugar, se observa que la “Re” tiene una correlación baja pero positiva y altamente significativa ( $p\text{-valor}<0,01$ ) con el índice de D&I. En relación con las demás variables independientes, es decir, los cuatro pilares que componen el índice de D&I, se destaca también la correlación positiva y significativa con los pilares de “DesPil” ( $p\text{-valor}<0,01$ ) y “ConPil” ( $p\text{-valor}<0,05$ ). En segundo lugar, se observa una correlación positiva y significativa de la variable dependiente con todas las variables de control, a excepción de las relativas al “TamCons” y la ratio de “DepFin”, para las cuales la correlación es negativa. Si bien todas estas correlaciones son bajas, cabe destacar que resultan moderadas y altamente significativas ( $p\text{-valor}<0,01$ ) con las variables “ValEmp” y “DepFin”.

Sobre las variables independientes, se observa que todas ellas están correlacionadas de modo positivo, alto y significativo ( $p\text{-valor}<0,01$ ) por pares, a excepción de “ConPil”, que presenta correlaciones bajas, negativas y muy significativas ( $p\text{-valor}<0,01$ ) con todos los pilares, si bien no mantiene correlación significativa con el índice global “D&I”. En este caso, las correlaciones altas y significativas no son motivo de preocupación, ya que la calificación global y de cada uno de sus pilares serán considerados en modelos separados. Continuando con el análisis de correlación de las variables independientes, se encuentra que también se correlacionan de forma muy significativa ( $p\text{-valor}<0,01$ ) con la mayoría de las variables de control, siendo la correlación moderada y positiva, en la mayor parte de los casos, con las variables “TamCons” y “TamEmp”.

En general, las correlaciones entre las variables de control son muy significativas ( $p\text{-valor}<0,01$ ), pero solo altas para los pares de variables “TamEmp”-“TamCons” y “Circ”-“DepFin”, con valores que ligeramente superan el 0,5 y -0,5 respectivamente.

Resumidos y comentados los principales datos sobre la correlación entre las variables del modelo, se calcula el VIF (Variance Inflation Factor) para destacar la existencia de problemas de multicolinealidad. La Tabla 10 indica que no existe multicolinealidad, ya que la media del VIF es de 1,34 (inferior al valor crítico de 10) y la tolerancia es superior al valor crítico de 0,1 en todos los casos.

**Tabla 10. Estadísticas de colinealidad.**

Variable	VIF	Tolerancia (1/VIF)
TamEmp	1,63	0,614165
TamCons	1,52	0,659698
Circ	1,41	0,709445
DepFin	1,38	0,726316
D&I	1,3	0,771261
ValEmp	1,09	0,919721
Crec	1,07	0,936777
<b>Media VIF</b>	<b>1,34</b>	-

*Fuente: elaboración propia a partir del modelo econométrico propuesto.*

## 4.2. RESULTADOS DEL MODELO ECONOMÉTRICO

En esta sección se presentan e interpretan los resultados de los modelos propuestos. Concretamente, se muestran los resultados obtenidos para la UE en su conjunto y para cada una de las zonas geográficas que la componen, considerando como variable independiente el índice en D&I y cada uno de sus pilares.

- **Modelo UE en su conjunto:** como interpretación de los resultados del modelo que considera la UE en su conjunto, se puede destacar que el índice de D&I, así como todos los pilares que lo componen, tienen una influencia positiva sobre la Re de las organizaciones. Además, este efecto es estadísticamente significativo en todos los modelos ( $p$ -valor $<0,1$  para “D&I” y “DivPil”;  $p$ -valor $<0,05$  para “IncPil” y  $p$ -valor $<0,01$  para “DesPil”), a excepción del 5. Ello significa que la implementación de políticas de diversidad, inclusión y desarrollo de personal, *ceteris paribus*, provoca un incremento en la rentabilidad económica de las empresas. Por lo tanto, se aceptan cuatro de las cinco hipótesis planteadas en el apartado 2.2.5 (H1, H2, H3 y H4). Si bien la magnitud del efecto no es elevada, sirve de impulso y fomenta la aplicación de medidas de D&I en la esfera empresarial, mitigando las reticencias todavía existentes en el contexto actual al demostrar que, en ningún caso, este tipo de políticas deben considerarse un coste, sino una inversión. Se observa que el hecho de no tener noticias polémicas en relación con las medidas de D&I de la empresa no tiene una repercusión significativa en esta medida de desempeño empresarial (no se acepta H5). Este resultado no es sorprendente y no quiere decir necesariamente que el hecho de haber noticias controvertidas no repercuta negativamente en la Re. La explicación para este resultado se puede encontrar en el hecho de que, como se mencionó en la sección 4.1, la variable “ConPil” presenta una desviación típica muy baja (3,72), ya que casi todas las empresas de la muestra tienen una puntuación de 100 en este pilar. Esto puede denotar falta de transparencia de las empresas a la hora de reportar la información sobre sus controversias. Respecto a las variables de control, se puede destacar el efecto positivo de las métricas de “ValEmp”, “TamEmp” y “Crec” sobre la Re, siendo además estadísticamente significativo este efecto en todos los modelos, con excepción del “TamEmp” en los modelos 2 y 4. También se observa una influencia negativa de las variables de control “TamCons”, “DepFin” y “Circ”, mostrando significancia estadística en todos los casos, excepto los relacionados con “TamCons” en todos los modelos y “Circ” en el modelo 1.

**Tabla 11. Resultados en el territorio de la UE en su conjunto.**

Variable	Modelo D&I vs Re (1)	Modelo DivPil vs Re (2)	Modelo IncPil vs Re (3)	Modelo DesPil vs Re (4)	Modelo ConPil vs Re (5)
D&I	0,0442396* (0,099)	-	-	-	-
DivPil	-	0,0217157* (0,085)	-	-	-
IncPil	-	-	0,0181177** (0,038)	-	-
DesPil	-	-	-	0,0354087*** (0,001)	-
ConPil	-	-	-	-	0,0122214 (0,673)
TamCons	-0,1077355 (0,114)	-0,0526895 (0,421)	-0,059685 (0,37)	-0,0588022 (0,376)	-0,0484613 (0,461)
ValEmp	0,7197541*** (0,0000)	0,5864663*** (0,0000)	0,5918729*** (0,0000)	0,5882001*** (0,0000)	0,5870631*** (0,0000)
TamEmp	0,3551874* (0,078)	0,3363719 (0,113)	0,3816706* (0,056)	0,2818716 (0,166)	0,4081279** (0,042)
DepFin	-18,76503*** (0,0000)	-18,88578*** (0,0000)	-18,84906*** (0,0000)	-18,94708*** (0,0000)	-18,87879*** (0,0000)
Circ	-0,2094079 (0,511)	-0,4734291* (0,098)	-0,4720557* (0,097)	-0,47256* (0,096)	-0,4891505* (0,088)
Crec	5,73123*** (0,0000)	5,619416*** (0,0000)	5,623652*** (0,0000)	5,634934*** (0,0000)	5,6019*** (0,0000)
Dummies para años	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummies para sectores	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Constante	4,899172 (0,211)	7,552151* (0,087)	7,100308 (0,1)	8,233187* (0,056)	5,551421 (0,311)
$R^2$ ( <i>R – sq overall</i> )	0,4102	0,3903	0,3916	0,3979	0,3897

El nivel de significancia estadística se muestra a partir del p-valor que aparece entre paréntesis junto al coeficiente. Se denotan los niveles de significancia del 1%; 5% y 10% por el siguiente convenio de asteriscos (\*):

$p - valor < 0,01 \Rightarrow ***$  ;  $p - valor < 0,05 \Rightarrow **$  ;  $p - valor < 0,1 \Rightarrow *$

Fuente: elaboración propia a partir del modelo econométrico propuesto.

• **Zona norte de la UE:** en esta región se puede destacar que la única variable independiente que resulta significativa estadísticamente sobre la Re es el pilar de “DesPil” ( $p$ -valor $<0,05$ ), provocando un efecto positivo y ligeramente mayor que en el modelo de la UE en su conjunto. Las otras variables independientes tienen también un efecto positivo, a excepción del pilar de “DivPil”, pero en ningún caso significativo. Por tanto, en el caso específico de la zona norte, se rechazan las hipótesis H1, H2, H3 y H5. En referencia a las variables de control, se puede resaltar de nuevo el efecto negativo sobre la variable dependiente de las métricas de “TamCons”, “TamEmp”, “DepFin” y “Circ”, en esta última, se exceptúa el efecto observado en el modelo 1. Este efecto negativo no es significativo estadísticamente en ningún caso. De forma contraria, las variables de “ValEmp” y “Crec” tienen influencia positiva sobre la Re, siendo además significativas estadísticamente ( $p$ -valor $<0,01$ ), a excepción del “Crec” en el modelo 1.

**Tabla 12. Resultados en el territorio del norte de la UE.**

Variable	Modelo D&I vs Re (1)	Modelo DivPil vs Re (2)	Modelo IncPil vs Re (3)	Modelo DesPil vs Re (4)	Modelo ConPil vs Re (5)
D&I	0,0242344 (0,788)	-	-	-	-
DivPil	-	-0,0030607 (0,924)	-	-	-
IncPil	-	-	0,0072686 (0,778)	-	-
DesPil	-	-	-	0,0534014** (0,015)	-
ConPil	-	-	-	-	0,0037549 (0,919)
TamCons	-0,2210284 (0,374)	-0,1097454 (0,667)	-0,1105471 (0,661)	-0,1293246 (0,609)	-0,1109713 (0,664)
ValEmp	1,068446*** (0,002)	0,6828934*** (0,003)	0,6890289*** (0,003)	0,7335227*** (0,002)	0,6826716*** (0,003)
TamEmp	-0,5344267 (0,221)	-0,7939026 (0,192)	-0,7821565 (0,178)	-0,9795479* (0,08)	-0,8006267 (0,173)
DepFin	-0,3016727 (0,957)	-7,137499 (0,228)	-7,139813 (0,224)	-6,9949 (0,214)	-7,119138 (0,228)
Circ	0,0599923 (0,939)	-0,5916532 (0,456)	-0,5997618 (0,449)	-0,611156 (0,431)	-0,5930584 (0,456)
Crec	2,177606 (0,218)	3,825904*** (0,006)	3,84592*** (0,006)	3,767278*** (0,007)	3,833686*** (0,006)
Dummies para años	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummies para sectores	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Constante	8,877285 (0,339)	22,83991* (0,067)	22,41422* (0,066)	25,52889** (0,032)	22,49879* (0,081)
$R^2$ ( $R - sq$ overall)	0,4947	0,4099	0,4127	0,4402	0,4103

El nivel de significancia estadística se muestra a partir del  $p$ -valor que aparece entre paréntesis junto al coeficiente. Se denotan los niveles de significancia del 1%; 5% y 10% por el siguiente convenio de asteriscos (\*):

$p - valor < 0,01 \Rightarrow ***$  ;  $p - valor < 0,05 \Rightarrow **$  ;  $p - valor < 0,1 \Rightarrow *$

Fuente: elaboración propia a partir del modelo econométrico propuesto.

- **Zona sur de la UE:** en este territorio se debe destacar en primer lugar que las variables independientes no muestran significancia estadística en el efecto producido sobre la variable dependiente en ningún modelo. Por lo tanto, para esta región geográfica se rechazan todas las hipótesis del apartado 2.2.5 (H1, H2, H3, H4 y H5). A pesar de esto, se observa una influencia positiva para las métricas de “DivPil”, “IncPil” y “DesPil” y negativa para las de “D&I” y “ConPil”. Acerca de las variables de control, cabe destacar las consecuencias positivas sobre la Re de “TamCons”, “ValEmp”, “Circ” y “Crec”, con significancia estadística en “Crec” y “ValEmp” ( $p$ -valor $<0,01$ ). Para concluir, se comenta el efecto negativo sobre la Re de “TamEmp” y “DepFin”, siendo significativo estadísticamente únicamente en el último ( $p$ -valor $<0,01$ ).

**Tabla 13. Resultados en el territorio del sur de la UE.**

Variable	Modelo D&I vs Re (1)	Modelo DivPil vs Re (2)	Modelo IncPil vs Re (3)	Modelo DesPil vs Re (4)	Modelo ConPil vs Re (5)
D&I	-0,0214938 (0,7)	-	-	-	-
DivPil	-	0,0352491 (0,172)	-	-	-
IncPil	-	-	0,01065 (0,529)	-	-
DesPil	-	-	-	0,0310597 (0,257)	-
ConPil	-	-	-	-	-0,0013777 (0,99)
TamCons	0,17905 (0,143)	0,1695314 (0,156)	0,1733237 (0,149)	0,1839429 (0,12)	0,1701942 (0,159)
ValEmp	0,9591718*** (0,0000)	0,9823874*** (0,0000)	1,005567*** (0,0000)	0,9876868*** (0,0000)	1,002359*** (0,0000)
TamEmp	-0,1620555 (0,711)	-0,3361496 (0,382)	-0,2907464 (0,469)	-0,3782298 (0,364)	-0,2366831 (0,544)
DepFin	-22,56736*** (0,0000)	-22,63769*** (0,0000)	-22,72269*** (0,0000)	-22,71083*** (0,0000)	-22,87483*** (0,0000)
Circ	0,3236966 (0,677)	0,3184264 (0,585)	0,2878184 (0,612)	0,2761177 (0,631)	0,255682 (0,664)
Crec	8,184575*** (0,0000)	7,418154*** (0,0000)	7,468684*** (0,0000)	7,642626*** (0,0000)	7,481262*** (0,0000)
Dummies para años	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummies para sectores	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Constante	0 (omitida)	0 (omitida)	0 (omitida)	0 (omitida)	0 (omitida)
$R^2$ ( $R - sq$ overall)	0,5874	0,5946	0,5939	0,598	0,5934

El nivel de significancia estadística se muestra a partir del  $p$ -valor que aparece entre paréntesis junto al coeficiente. Se denotan los niveles de significancia del 1%; 5% y 10% por el siguiente convenio de asteriscos (\*):

$p - valor < 0,01 \Rightarrow ***$  ;  $p - valor < 0,05 \Rightarrow **$  ;  $p - valor < 0,1 \Rightarrow *$

Fuente: elaboración propia a partir del modelo econométrico propuesto.

- **Zona este de la UE:** no se ejecuta el modelo para este territorio porque únicamente existen datos de Polonia y la BBDD es demasiado pequeña para generar resultados significativos si se reduce el modelo solo a esta región de la UE.

- **Zona oeste de la UE:** en esta área geográfica se debe comenzar indicando la influencia positiva de las variables independientes sobre la variable dependiente, mostrando significancia estadística en todos los casos a excepción de los pilares de “DivPil” y “ConPil”. Concretamente, los coeficientes de “D&I” y de “IncPil” resultan significativos a un nivel de confianza del 95%, mientras que el de “DesPil” lo hace a un nivel del 99%. Por lo tanto, para esta zona geográfica, se aceptan tres de las cinco hipótesis planteadas en la sección 2.2.5 (H1, H3 y H4). El hecho de encontrar efectos significativos para “D&I” y dos de sus pilares ponen de manifiesto la importancia que las medidas de inclusión y desarrollo de personal tienen en esta región. Este resultado es todavía más relevante al considerar que esta área cuenta con la mayor muestra de observaciones, ya que los países que la conforman divulgan datos que permiten el cálculo del índice y sus pilares en mayor medida que en las otras regiones. Ello denota que, en aquellas zonas geográficas en que las empresas hacen mayor divulgación de sus actividades ESG y que cuentan con una mayor cultura de RSC, los resultados comienzan a reflejarse en su desempeño financiero.

Respecto a las variables de control, cabe destacar que las métricas de “ValEmp”, “TamEmp” y “Crec” provocan consecuencias positivas y significativas estadísticamente en la Re (p-valor al menos  $<0,05$  en todos los casos). De modo contrario, las variables de “TamCons”, “DepFin” y “Circ” reflejan un efecto negativo sobre la Re, teniendo también un efecto significativo estadísticamente en todos los casos, con distintos niveles de significación, a excepción del “Circ” en los modelos 1 y 3, cuyo efecto no resulta significativo.

**Tabla 14. Resultados en el territorio del oeste de la UE.**

Variable	Modelo D&I vs Re (1)	Modelo DivPil vs Re (2)	Modelo IncPil vs Re (3)	Modelo DesPil vs Re (4)	Modelo ConPil vs Re (5)
D&I	0,0643681** (0,041)	-	-	-	-
DivPil	-	0,0174371 (0,294)	-	-	-
IncPil	-	-	0,0267446** (0,016)	-	-
DesPil	-	-	-	0,0363749*** (0,001)	-
ConPil	-	-	-	-	0,0081434 (0,78)
TamCons	-0,2455605*** (0,006)	-0,193654** (0,027)	-0,2053542** (0,021)	-0,1989808** (0,023)	-0,1895316** (0,032)
ValEmp	0,5359201*** (0,0000)	0,4256891*** (0,0000)	0,4266926*** (0,0000)	0,4189693*** (0,0000)	0,4229004*** (0,0000)
TamEmp	0,6649091** (0,031)	0,760885** (0,024)	0,7818648** (0,011)	0,6803658** (0,03)	0,8263039*** (0,008)
DepFin	-20,76959*** (0,0000)	-20,84037*** (0,0000)	-20,79669*** (0,0000)	-20,81488*** (0,0000)	-20,76377*** (0,0000)
Circ	-0,2351281 (0,475)	-0,5263798* (0,091)	-0,5081476 (0,104)	-0,5125436* (0,099)	-0,5340876* (0,088)
Crec	6,140103*** (0,0000)	5,75921*** (0,0000)	5,795998*** (0,0000)	5,801672*** (0,0000)	5,73273*** (0,0000)
Dummies para años	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummies para sectores	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Constante	1,59098 (0,782)	3,068937 (0,641)	2,802008 (0,656)	3,762602 (0,55)	1,433368 (0,84)
$R^2$ ( <i>R – sq overall</i> )	0,4286	0,4094	0,4117	0,415	0,4091

El nivel de significancia estadística se muestra a partir del p-valor que aparece entre paréntesis junto al coeficiente. Se denotan los niveles de significancia del 1%; 5% y 10% por el siguiente convenio de asteriscos (\*):

$p - valor < 0,01 \Rightarrow ***$  ;  $p - valor < 0,05 \Rightarrow **$  ;  $p - valor < 0,1 \Rightarrow *$

Fuente: elaboración propia a partir del modelo econométrico propuesto.

#### 4.3. DIFERENCIAS Y SIMILITUDES POR REGIONES

Una vez se han expuesto y analizado por separado las principales señas de los resultados en los 4 territorios geográficos considerados en este estudio, es conveniente indicar de forma esquemática las principales diferencias y similitudes encontradas. Por este motivo, a continuación, se resumen dichas cuestiones para aportar claridad en la interpretación de los resultados:

- Diferencias:
  - El índice de D&I muestra significancia estadística en la UE en su conjunto y en el oeste, pero no en el norte y sur.
  - El coeficiente del pilar de “DivPil” solo muestra significancia estadística en el conjunto de la UE.

- En los dominios del norte y del sur de la UE el pilar de “IncPil” no es significativo estadísticamente como sí lo es en el resto de las zonas.
  - El pilar de “DesPil” tiene un efecto estadístico significativo en todas las áreas geográficas estudiadas, excepto en el sur de la UE.
  - Según lo esperado dada la baja variabilidad de esta variable, el pilar “ConPil” no resulta estadísticamente significativo en ningún territorio estudiado.
  - La variable de control “DepFin” muestra un efecto de gran magnitud, negativo y significativo en todos los casos, a excepción de la zona del norte de la UE.
  - El efecto de la variable de control “Crec” es elevado, positivo y significativo en todos los casos, a excepción del modelo 1 en el norte de la UE.
- Similitudes:
    - La influencia del pilar de “ConPil” no resulta estadísticamente significativa en ninguna zona de Europa.
    - La variable de control “ValEmp” presenta un efecto positivo y significativo estadísticamente en todas las áreas geográficas consideradas.

En conclusión, se puede indicar que existen ciertas diferencias entre los diferentes dominios geográficos analizados. En primer lugar, los pilares de inclusión y de desarrollo de personas se erigen como los que ofrecen un efecto más positivo sobre el resultado de las organizaciones en todos los territorios de la UE, siendo su efecto significativo para esta región en su conjunto, para los países del oeste y, adicionalmente, para los países del norte en el caso del pilar de desarrollo de personas. Como se mostró en la Tabla 3, la región oeste es la que ofrece un mayor número de observaciones del índice de D&I y sus pilares. Esto denota que, en aquellos países que valoran las medidas ESG, la divulgación de este tipo de información termina por tener repercusiones positivas en su rendimiento empresarial. De ahí la importancia de la concienciación y el fomento de una cultura que valore las medidas de sostenibilidad empresarial. A continuación, es relevante también destacar la no significancia estadística del pilar de noticias polémicas en ninguna de las áreas estudiadas. Ello puede deberse a los motivos anteriormente comentados, que señalan la falta de transparencia en la divulgación de la información requerida para el cálculo del pilar de controversias.

## 5. LIMITACIONES Y POSIBLES LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Este estudio, tal como se ha comentado, presenta una limitación importante en la zona geográfica del este de la UE debido a la escasez de datos. En esta región, solo hay registros disponibles para un país, hecho que provoca que no sea suficiente la BBDD para ejecutar los modelos con garantías de representatividad. Por esta razón, el estudio aporta los resultados obtenidos para los dominios de la UE, en general, y para las regiones del norte, sur y oeste, en particular. Otra limitación de este estudio es el periodo temporal considerado, comprendido entre el año 2016 y 2022. Si hubiese datos disponibles para una franja de tiempo mayor, sería posible hacer un análisis más detallado, comparando el efecto de las medidas de D&I en etapas de crisis frente a periodos de normalidad o bonanza económica.

Una posible línea de investigación futura surge precisamente de la principal limitación de la investigación. Dicho en otras palabras, resultaría de interés aumentar los datos disponibles en los territorios pertenecientes al Este de la UE para poder realizar una comparativa completa de toda la UE en conjunto y también por regiones.

Otra línea de investigación con interés puede ser aquella que se centre en escudriñar entre las métricas que componen cada pilar cuáles tiene mayor influencia en los resultados de las empresas. Conocer estos datos, aunque sea de forma parcial podría servir tanto a las instituciones gubernamentales como a las empresas para orientar los esfuerzos legislativos e inversores, respectivamente, para mejorar la Re. Si este análisis se realiza de forma global y por partes del territorio de la UE, al igual que se ha hecho en la presente investigación, también podría servir para adaptar las políticas y aplicar las más adecuadas según el ámbito geográfico de la organización.

De una forma más profunda, pudiere resultar de interés desarrollar una línea de investigación sobre el encaje de las políticas de gobernanza desarrolladas por las grandes empresas tecnológicas para conseguir atraer usuarios/as a sus plataformas con las puntuaciones obtenidas en los índices de D&I y ESG. Existen voces en la sociedad cada vez más críticas con los procedimientos utilizados por estas empresas para aumentar sus redes. De hecho, la línea de investigación que se propone consistiría en analizar si las decisiones adoptadas por estas organizaciones para aumentar la dependencia de sus usuarios/as encajan éticamente de forma favorable o no en las puntuaciones alcanzadas en los índices de D&I y ESG de las grandes tecnológicas. Dicho de otro modo, esta línea de investigación serviría para estudiar lo robustos que resultan dichos índices cuando se evalúa la ética de las medidas realmente aplicadas por las empresas.

## 6. CONCLUSIONES

Este estudio ha analizado el efecto de las políticas de diversidad e inclusión, medidas por medio del índice de D&I de Refinitiv y sus pilares, en el desempeño empresarial de las empresas de la UE, evaluado por medio de la Re. En este punto, es importante recordar lo explicado sobre el índice de D&I de Refinitiv. Esta entidad calcula este índice a partir de cuatro pilares básicos (diversidad, inclusión, desarrollo de personas y noticias polémicas o controvertidas). Alrededor de estos pilares se agrupan 24 métricas relevantes para la diversidad e inclusión en las organizaciones.

En primer lugar, se puede concluir que los resultados de este estudio ponen de manifiesto la importancia que tienen las políticas relacionadas con la diversidad e inclusión sobre el rendimiento alcanzado por las corporaciones de la UE. De una forma más detallada, se observa que el índice general de D&I y/o sus pilares provocan un efecto positivo sobre la Re en 17 ocasiones de los 20 modelos ejecutados, siendo significativo estadísticamente en 8 casos relevantes, ya que en su mayoría se corresponden con la UE en su conjunto y con la región oeste de la misma, conformada esta última por un gran número de empresas que divulgan información en materia de D&I. En segundo lugar, se debe destacar que el pilar de noticias polémicas relacionadas con temáticas de diversidad e inclusión no tiene significancia estadística en ningún territorio analizado. Para continuar, se deben resaltar las diferencias, en relación con las políticas de diversidad e inclusión y su influencia sobre el rendimiento de las organizaciones, existentes entre las diferentes áreas geográficas. Con mayor detalle, el índice de D&I y el pilar de inclusión presentan un efecto positivo y significativo sobre la Re en la UE en su conjunto y en los países del oeste. El pilar de desarrollo de personal se erige como el más importante, siendo su efecto de mayor magnitud y significatividad que los demás en las regiones del oeste y del norte, así como en la UE en su conjunto.

Por todo esto, el análisis empírico ofrece información de interés para las instituciones europeas y los gobiernos de cada país de la UE. Los resultados de la investigación pueden servir de apoyo o guía a los equipos de gobierno para avanzar hacia las políticas más adecuadas para fomentar el rendimiento empresarial en el territorio europeo. Parece obvio pensar que los equipos de dirección de las compañías también deben encontrar utilidad en este estudio. Las direcciones de las empresas pueden buscar una buena orientación para los esfuerzos y las inversiones de sus compañías en el fomento e implantación de políticas relacionadas con la diversidad e inclusión. Para concluir, se debe destacar la gran versatilidad de esta investigación para adaptar sus conclusiones a los ámbitos geográficos en los que se ha desarrollado el estudio. Dicho en otras palabras, los equipos de dirección de las empresas o los gobiernos pueden observar los resultados concretos para la región geográfica que desearan. De este modo, una organización del norte de la UE puede saber, a la vista del estudio, que le interesa invertir e implantar medidas relacionadas con el pilar de desarrollo de personas para conseguir un efecto sobre su rendimiento empresarial. Otro ejemplo en sentido contrario, es decir, de retirar inversión o esfuerzos sobre un pilar concreto por no provocar efectos significativos estadísticamente y, así, poder optimizar los recursos de la entidad podría ser una empresa del oeste de la UE que observe la no significancia estadística del pilar de diversidad en su territorio. Así y todo, la desinversión en políticas de D&I debe acometerse con cautela, ya que el estudio demuestra que, a medida que se va creando una cultura orientada a la divulgación de información en materia de D&I, el efecto de los pilares se torna más significativo.

Para finalizar, resulta llamativo el escaso efecto del pilar de diversidad en la Re de las empresas de casi todas las zonas geográficas. Sin embargo, la propia definición del término respalda los resultados encontrados. Como se mencionó en la sección 2.2, la diversidad hace referencia a la variedad de identidades, habilidades, experiencias y perspectivas que existen en una organización, mientras que la inclusión se refiere a la forma en que se valora, respeta y aprovecha la diversidad existente en la empresa (Correa, 2019). Por lo tanto, este estudio demuestra que la diversidad por sí sola no es suficiente, sino que debe ir acompañada de medidas que hagan que las personas sean partícipes de las decisiones. Esto es, la diversidad es necesaria para existir la inclusión, siendo esta última la que demuestra un mayor efecto en el desempeño empresarial.

En este sentido, el índice de D&I de Refinitiv valora diferentes medidas de diversidad de género, como el porcentaje de mujeres en el Consejo de Administración, las políticas de diversidad e igualdad de oportunidades en la organización, entre otras. En trabajo ha quedado patente que todas ellas influyen positivamente en la rentabilidad empresarial. Por esto, las empresas españolas deben acoger gratamente y sin miedo a repercusiones en su rentabilidad empresarial el nuevo “Anteproyecto de Ley Orgánica de representación paritaria de mujeres y hombres en órganos de decisión”, entendiéndola más como una oportunidad de integrar la D&I que como un reto.

## 7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alareeni, B. A. & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance*, 20(7), 1409-1428. <https://doi.org/10.1108/cg-06-2020-0258>
- Albitar, K., Hussainey, K., Kolade, N. & Gerged, A. M. (2020). ESG disclosure and firm performance before and after IR: The moderating role of governance mechanisms. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(3), 429-444. <http://dx.doi.org/10.1108/IJAIM-09-2019-0108>
- Al Hawaj, A. Y. & Buallay, A. M. (2022). A worldwide sectorial analysis of sustainability reporting and its impact on firm performance. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 12(1), 62-86. <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1903792>
- Armstrong, A. (2020). Ethics and ESG. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 14(3), 6-17. <http://dx.doi.org/10.14453/aabfj.v14i3.2>
- Armstrong, A., Mitchell, V., Donovan, G. & Sweeney, M. (2001). *Evaluating Corporate Social Responsibility (CSR) in the Australian Banking Industry: Do Australian Banks Toe the Triple Bottom Line?*. Victoria University. [https://vuir.vu.edu.au/184/6/wp1\\_2001\\_armstrong\\_mitchell\\_donovan\\_sweeny.pdf](https://vuir.vu.edu.au/184/6/wp1_2001_armstrong_mitchell_donovan_sweeny.pdf)
- Armstrong, A. & Sweeney, M. (2001). Enhancing corporate governance: Demonstrating corporate social responsibility through social reporting. En The New Millennium Conference Proceedings (Ed.), *Governance & Corporate Social Responsibility* (pp. 1-15). Deakin University. Editorial. <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=1f4d7eddf4b2e42371a7e32a71cf59144c9fe61e>
- Bonini, S., Koller, S. & Mirvis, P.H. (2009). Valuing social responsibility programs. *McKinsey on Finance*, 32(2), 11-18. <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/valuing-social-responsibility-programs#/>

- Boulhaga, M., Bouri, A., Elamer, A. A. & Ibrahim, B. A. (2023). Environmental, social and governance ratings and firm performance: The moderating role of internal control quality. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(1), 134-145. <https://doi.org/10.1002/csr.2343>
- Buallay, A. (2020). Sustainability reporting and firm's performance: Comparative study between manufacturing and banking sectors. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 69(3), 431-445. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-10-2018-0371>
- Busch, T. & Friede, G. (2018). The robustness of the corporate social and financial performance relation: A second-order meta-analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(4), 583-608. <https://doi.org/10.1002/csr.1480>
- Carnini Pulino, S., Ciaburri, M., Magnanelli, B. S. & Nasta, L. (2022). Does ESG Disclosure Influence Firm Performance?. *Sustainability*, 14(13), 7595. <https://doi.org/10.3390/su14137595>
- Campbell, K. & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of Business Ethics*, 83, 435-451. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9630-y>
- Centro de información sobre Empresas y Derechos Humanos. *EFRAG delivers the first set of draft European Sustainability Reporting Standards to the EU Commission*. Recuperado el 15 abril 2023, de <https://www.business-humanrights.org/es/%C3%BAltimas-noticias/efrag-delivers-the-first-set-of-draft-european-sustainability-reporting-standards-to-the-eu-commission/>
- Clark, G.L., Feiner, A. & Viehs, M. (2015). From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability can drive financial out performance. *University of Oxford Press*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2508281>
- Correa, M. E. (2019). *Mejores prácticas de diversidad e inclusión en las empresas B de América Latina*. Academia B. <http://biblioteca.academiab.org/items/show/155>

- Dobbin, F. & Jung, J. (2010). Corporate board gender diversity and stock performance: The competence gap or institutional investor bias. *North Carolina Law Review*, 89, 809-838. <https://ssrn.com/abstract=2410911>
- EFRAG. *First Set of draft ESRS*. Recuperado el 15 abril 2023, de <https://www.efrag.org/lab6?AspxAutoDetectCookieSupport=1>
- Eulerich, M., Velte, P. & van Uum, C. (2014). The impact of management board diversity on corporate performance. An empirical analysis for the German two-tier system. *Problems and Perspectives in Management (PPM)*, 12, 25-39. <https://ssrn.com/abstract=2521025>
- Friede, G., Busch, T. & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of sustainable finance & investment*, 5(4), 210-233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Frijns, B., Dodd, O. & Cimerova, H. (2016). The impact of cultural diversity in corporate boards on firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 41, 521-541. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.07.014>
- Horrigan, B. (2010). *Corporate Social Responsibility in the 21st Century: Debates, Models, and Practices Across Government, Law, and Business*. Edward Elgar Publishing. <https://doi.org/10.1111/j.1748-121X.2011.00210.x>
- Huang, D. Z. X. (2021). Environmental, social and governance (ESG) activity and firm performance: A review and consolidation. *Accounting & finance*, 61(1), 335-360. <https://doi.org/10.1111/acfi.12569>
- IFAC. (2012). *Investor Demand for Environmental, Social, and Governance Disclosures: Implications for Professional Accountants in Business*. International Federation of Accountants. <https://www.ifac.org/publications/login/40720>
- Kilduff, M., Angelmar, R. & Mehra, A. (2000). Top Management-Team Diversity and Firm Performance: Examining the Role of Cognitions. *Organization science*, 11(1), 21-34. <http://dx.doi.org/10.1287/orsc.11.1.21.12569>
- Kumar, P. & Firoz, M. (2022). Does Accounting-based Financial Performance Value

- Environmental, Social and Governance (ESG) Disclosures? A detailed note on a corporate sustainability perspective. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 16(1), 41-72. <http://dx.doi.org/10.14453/aabfj.v16i1.4>
- Li, H. & Chen, P. (2018). Board gender diversity and firm performance: The moderating role of firm size. *Business Ethics: A European Review*, 27(4), 294-308. <https://doi.org/10.1111/beer.12188>
- Naeem, N. & Çankaya, S. (2022). The impact of ESG Performance over Financial Performance: A Study on Global Energy and Power Generation Companies. *International Journal of Commerce and Finance*, 8(1), 1-25. [https://www.researchgate.net/publication/362173099\\_The\\_impact\\_of\\_ESG\\_performance\\_over\\_financial\\_performance\\_A\\_study\\_on\\_global\\_energy\\_and\\_power\\_generation\\_companies](https://www.researchgate.net/publication/362173099_The_impact_of_ESG_performance_over_financial_performance_A_study_on_global_energy_and_power_generation_companies)
- Naghavi, N., Pahlevan Sharif, S. & Iqbal Hussain, H. B. (2021). The Role of National Culture in the Impact of Board Gender Diversity on Firm Performance: Evidence from a Multi-country Study. *Equality, Diversity and Inclusion: An International Journal*, 40(5), 631-650. <https://doi.org/10.1108/EDI-04-2020-0092>
- ONU. (1987). Towards Sustainable Development. En World Commission on Environment and Development (Ed.), *Our common future*. (pp. 41-59). Editorial. <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>
- Porter, M. E. & Kramer, M. R. (2006). The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard business review*, 84(12), 78-92. <https://doi.org/10.1108/sd.2007.05623ead.006>
- Post, C. & Byron, K. (2015). Women on boards and firm financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 58(5), 1546-1571. <https://doi.org/10.5465/amj.2013.0319>
- Refinitiv. (2021). *Diversity and Inclusion in the post-COVID world*. Recuperado el 10 mayo 2023, de

[https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en\\_us/documents/gated/reports/diversity-and-inclusion-in-the-post-covid-world.pdf](https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/gated/reports/diversity-and-inclusion-in-the-post-covid-world.pdf)

Refinitiv. (2022). Environmental, Social and Governance scores from Refinitiv.

Recuperado el 23 abril 2023, de

[https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en\\_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf](https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf)

Refinitiv. (2023). *Diversity and Inclusion scores from Refinitiv: Methodology*.

Recuperado el 23 abril 2023, de

[https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en\\_us/documents/methodology/diversity-inclusion-rating-methodology.pdf](https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/diversity-inclusion-rating-methodology.pdf)

Roberson, Q. M. & Park, H. J. (2007). Examining the link between diversity and firm performance: The effects of diversity reputation and leader racial diversity. *Group & Organization Management*, 32(5), 548-568.

<https://doi.org/10.1177/1059601106291124>

Ruan, L. & Liu, H. (2021). Environmental, social, governance activities and firm performance: Evidence from China. *Sustainability*, 13(2), 767.

<https://doi.org/10.3390/su13020767>

Safiullah, M., Akhter, T., Saona, P. & Azad, M. A. K. (2022). Gender diversity on corporate boards, firm performance, and risk-taking: New evidence from Spain. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 35, 100721.

<https://doi.org/10.1016/j.jbef.2022.100721>

Shaikh, I. (2022). Environmental, social, and governance (ESG) practice and firm performance: an international evidence. *Journal of Business Economics and Management*, 23(1), 218-237. <https://doi.org/10.3846/jbem.2022.16202>

Torres-Reyna, O. (2007, Diciembre). Panel Data Analysis Fixed and Random Effects using Stata. <https://www.princeton.edu/~otorres/Panel101.pdf>

Ujunwa, A. (2012). Board characteristics and the financial performance of Nigerian quoted firms. *Corporate Governance: The international journal of business in*

*society*, 12(5), 656-674. <https://doi.org/10.1108/14720701211275587>

Ujunwa, A., Okoyeuzu, C. & Nwakoby, I. (2012). Corporate board diversity and firm performance: Evidence from Nigeria. *Corporate Ownership & Control*, 9(2), 216-226. <https://doi.org/10.22495/cocv9i2c1art6>

Unión Europea. Comunicación de la comisión al parlamento europeo, al consejo, al comité económico y social europeo y al comité de las regiones: Estrategia renovada de la UE para 2011-2014 sobre la responsabilidad social de las empresas. Bruselas, 25 de octubre de 2011, COM(2011) 681 final.

Unión Europea. Parlamento Europeo. Resolución del Parlamento Europeo, de 6 de febrero de 2013, sobre responsabilidad social de las empresas: comportamiento responsable y transparente de las empresas y crecimiento sostenible (2012/2098(INI)). *Diario Oficial de la Unión Europea* C 24, 22 de enero de 2016, pp. 28-33.

Unión Europea. Directiva 2013/34/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los estados financieros anuales, los estados financieros consolidados y otros informes afines de ciertos tipos de empresas, por la que se modifica la Directiva 2006/43/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se derogan las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE del Consejo. *Diario Oficial de la Unión Europea* L 182, 26 de junio de 2013, pp. 19-76.

Unión Europea. Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos. *Diario Oficial de la Unión Europea* L 330, 15 de noviembre de 2014, pp. 1-9.

Unión Europea. Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros. *Diario Oficial de la Unión Europea* L 317, 09 de diciembre de 2019, pp. 1-16.

Unión Europea. Comunicación de la comisión al parlamento europeo, al consejo europeo, al consejo, al comité económico y social europeo y al comité de las regiones: El Pacto Verde Europeo. Bruselas, 11 de diciembre de 2019, COM(2019) 640 final.

Unión Europea. Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo de 18 de junio de 2020 relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088. *Diario Oficial de la Unión Europea* L 198, 22 de junio de 2020, pp. 13-43.

Unión Europea. Parlamento Europeo. Resolución del Parlamento Europeo, de 17 de diciembre de 2020, sobre la gobernanza empresarial sostenible (2020/2137(INI)). *Diario Oficial de la Unión Europea* C 445, 29 de octubre de 2021, pp. 94-101.

Unión Europea. Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican la Directiva 2013/34/UE, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y el Reglamento (UE) n.º 537/2014, por lo que respecta a la información corporativa en materia de sostenibilidad. Bruselas, 21 de abril de 2021, COM(2021) 189 final 2021/0104(COD).

Unión Europea. Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 por la que se modifican el Reglamento (UE) n.º 537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y la Directiva 2013/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas. *Diario Oficial de la Unión Europea* L 332, 16 de diciembre de 2022, pp. 15-80.