

**GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE  
EMPRESAS**

**CURSO ACADÉMICO 2024-2025**

**TRABAJO FIN DE GRADO**

**ANÁLISIS DEL IMPACTO DE LA CERTIFICACIÓN  
B CORP EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN  
EMPRESARIAL**

**ANALYSIS OF THE IMPACT OF B CORP  
CERTIFICATION ON CORPORATE INVESTMENT  
DECISIONS**

**AUTORA: MARINA GUTIÉRREZ MARTÍNEZ**

**DIRECTOR: CARLOS LÓPEZ GUTIÉRREZ**

**CONVOCATORIA DE DEFENSA: JUNIO, 2025**

*DECLARACIÓN RESPONSABLE*

*La persona que ha elaborado el TFG que se presenta es la única responsable de su contenido. La Universidad de Cantabria, así como quien ha ejercido su dirección, no son responsables del contenido último de este Trabajo.*

*En tal sentido, Don/Doña Marina Gutiérrez Martínez se hace responsable:*

- 1. De la AUTORÍA Y ORIGINALIDAD del trabajo que se presenta.*
- 2. De que los DATOS y PUBLICACIONES en los que se basa la información contenida en el trabajo, o que han tenido una influencia relevante en el mismo, han sido citados en el texto y en la lista de referencias bibliográficas.*

*Asimismo, declara que el Trabajo Fin de Grado tiene una extensión de máximo 10.000 palabras, excluidas tablas, cuadros, gráficos, bibliografía y anexos.*

*Fdo.: Marina Gutiérrez Martínez*

## ÍNDICE

|                                                        |           |
|--------------------------------------------------------|-----------|
| <b>RESUMEN .....</b>                                   | <b>3</b>  |
| <b>ABSTRACT .....</b>                                  | <b>3</b>  |
| <b>1. INTRODUCCIÓN .....</b>                           | <b>4</b>  |
| <b>2. MARCO TEÓRICO.....</b>                           | <b>5</b>  |
| <b>2.1 PROBLEMAS DE INVERSIÓN .....</b>                | <b>5</b>  |
| <b>2.2 EMPRESAS SOCIALES Y MOVIMIENTO B-CORP .....</b> | <b>7</b>  |
| <b>2.2.1 Empresas Sociales .....</b>                   | <b>7</b>  |
| <b>2.2.2 Certificación B-Corp .....</b>                | <b>9</b>  |
| <b>2.3 HIPÓTESIS .....</b>                             | <b>11</b> |
| <b>3. ANÁLISIS EMPÍRICO .....</b>                      | <b>13</b> |
| <b>3.1 MUESTRA.....</b>                                | <b>13</b> |
| <b>3.2 METODOLOGÍA.....</b>                            | <b>14</b> |
| <b>3.2.1 Método .....</b>                              | <b>14</b> |
| <b>3.2.2 Planteamiento de los modelos .....</b>        | <b>16</b> |
| <b>3.3 RESULTADOS .....</b>                            | <b>19</b> |
| <b>4. CONCLUSIÓN .....</b>                             | <b>23</b> |
| <b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>                              | <b>25</b> |

## RESUMEN

El surgimiento de las denominadas empresas sociales ha supuesto la transformación hacia un sistema en el que las empresas, más allá de la búsqueda de beneficios, integran el impacto social y medioambiental en su actividad. Con el objetivo de establecer una medida de ese impacto empresarial, surgen las certificaciones B Corp, impulsadas por la organización sin ánimo de lucro B Lab.

La obtención de la certificación supone la distinción respecto a las empresas tradicionales en términos de participación de los stakeholders en la toma de decisiones, enfoque en el largo plazo, estándares de calidad y de información financiera, transparencia y protección de accionistas minoritarios. En un contexto en el que las decisiones de inversión pueden verse afectadas por la presencia de imperfecciones relacionadas con las asimetrías de información y los conflictos de agencia, estas características distintivas pueden suponer para las B Corp una reducción de esas imperfecciones.

Al respecto, mediante un análisis de datos de panel, en el presente estudio encontramos evidencia empírica de una menor sensibilidad de la inversión a los flujos de caja para las empresas certificadas. Asimismo, analizando el efecto de la puntuación obtenida en su proceso de certificación, y el del tamaño empresarial, los resultados no muestran diferencias significativas.

**Palabras clave:** B Corp, empresas sociales, decisiones de inversión, datos de panel.

## ABSTRACT

The emergence of so-called “social enterprise” has resulted in a transformation towards a system where firms, beyond the pursuit of profit, integrate social and environmental impact into their activities. With the aim of providing a means to measure for this corporate impact, the non-profit organisation B Lab created the B Corp certification.

Obtaining the certification creates a distinction from traditional companies in terms of stakeholders’ involvement in decision-making processes, long-term orientation, quality and financial reporting standards, transparency and protection of minority shareholders. In a context where investment decisions may be affected by the presence of multiple market imperfections related to information asymmetries and agency conflicts, these distinctive features may help reduce such imperfections for B Corp companies.

In this regard, using a panel data analysis, this study finds empirical evidence of lower investment-cash flow sensitivity for companies in possession of a B Corp certification. Moreover, when analysing the effect of companies’ impact evaluation score or firm size, results do not show significant differences.

**Keywords:** B Corp, social enterprise, investment decisions, panel data.

## 1. INTRODUCCIÓN

En las últimas décadas, el cambio de paradigma hacia la llamada “Revolución del Impacto Social” ha implicado una transformación en la mentalidad de las empresas. Esto ha supuesto que la antigua dicotomía entre la búsqueda de beneficios y el cumplimiento de objetivos sociales está dando paso a modelos en los que se premia la maximización, no solo de la rentabilidad económica, sino también del impacto social y medioambiental de la actividad empresarial (Pollmeier, Hirschmann y Fisch, 2025).

En línea con este movimiento, surgen las denominadas “empresas sociales” que, además, buscan medir su impacto y posibilitar la comunicación de este a los usuarios directa o indirectamente relacionados con ellas. En concreto, desde la organización sin ánimo de lucro B Lab se pone en marcha la certificación B Corp, para distinguir a aquellas empresas que destacan por sus altos estándares en materia de transparencia, responsabilidad social y cuidado medioambiental (B Lab Spain, 2025).

Las empresas B Corp, por tanto, difieren de las tradicionales en diversas cuestiones. Por ejemplo, cuentan con estructuras de gobierno más participativas e integradoras para los stakeholders (Díaz-Foncea, Marcuello y Marcuello, 2012), presentan un mayor enfoque en el largo plazo y no exclusivamente en la obtención inmediata de beneficios (Stubbs, 2017), prestan especial atención a los estándares de calidad y de transparencia en su información financiera y velan por la protección de sus accionistas minoritarios (B Lab Spain, 2025). Este conjunto de características distintivas de las B Corp podría dar lugar, igualmente, a cierta divergencia en su proceso de toma de decisiones de inversión empresarial, con respecto a las empresas sin certificación.

En general, que los mercados de capitales no sean mercados perfectos supone imperfecciones en las decisiones de inversión, derivadas de cuestiones relacionadas con las asimetrías de información o los conflictos de agencia (Morgado y Pindado, 2003). Para las empresas B Corp, sin embargo, las características distintivas mencionadas pueden dar lugar a una reducción de dichos problemas de inversión. En este escenario, marcado por la creciente relevancia a nivel mundial de las empresas con un propósito social y ambiental definido, y por la existencia de distorsiones en las decisiones de inversión causadas por las imperfecciones del mercado, el objetivo de este trabajo es analizar empíricamente si la presencia de la certificación B Corp contribuye a mitigar la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja generados por la empresa. De manera complementaria, se analiza si ese efecto puede estar condicionado por la puntuación obtenida en la certificación o por el tamaño de la propia empresa.

Para ello, se realiza un análisis de datos de panel mediante un estimador de efectos fijos empleando una muestra de datos de panel con información de 2945 empresas entre 2014 y 2022. El análisis incluye empresas establecidas en España, Alemania, Francia, Italia y Reino Unido, de las cuales 407 poseen certificación B Corp en algún momento del periodo temporal analizado. A partir de la literatura, se plantean tres hipótesis en torno a las cuestiones descritas. Los resultados sugieren, en primer lugar, una menor sensibilidad de la inversión a los flujos de caja para las empresas certificadas. Además, no se encuentran diferencias en dicha sensibilidad al analizar a las empresas B Corp según sus puntuaciones en la Evaluación de Impacto, necesaria para obtener la certificación. En el análisis de grupos segmentados por tamaño empresarial, los resultados muestran que las diferencias entre empresas B Corp grandes y pequeñas se mantienen similares que en el caso de empresas no certificadas.

El presente estudio se compone, por tanto, de cinco secciones principales. En el apartado segundo, a continuación, se revisa la literatura relativa a los problemas de inversión y a las empresas sociales, con especial atención al movimiento B Corp y,

posteriormente, se fijan las hipótesis de estudio. En el tercer apartado se recogen la muestra, el método econométrico y los modelos concretos empleados para abordar las hipótesis. Seguidamente, se exponen los resultados obtenidos y las implicaciones de estos y, por último, se detallan las conclusiones del análisis.

## 2. MARCO TEÓRICO

### 2.1 PROBLEMAS DE INVERSIÓN

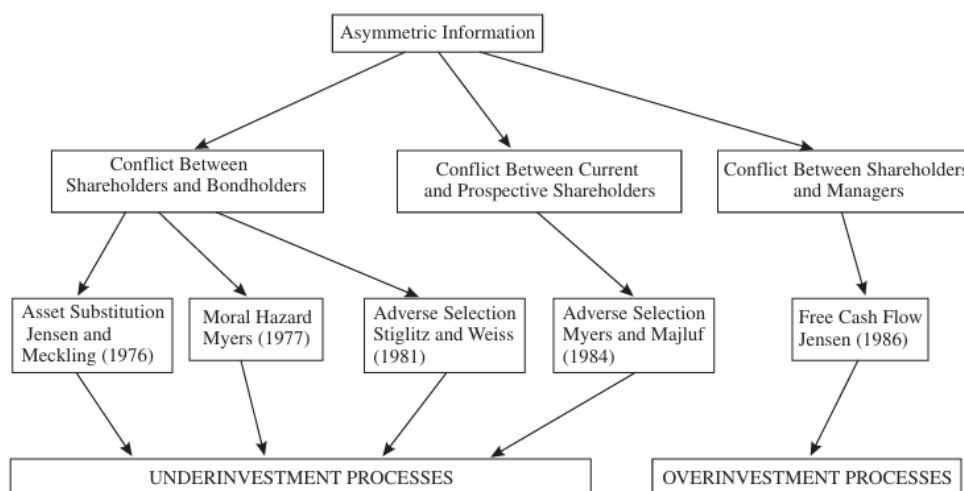
Modigliani y Miller (1958) demostraron la independencia de las decisiones de inversión, financiación y dividendos en mercados perfectos de capitales. Esto implicaría que la estructura financiera de la empresa no afecta a las decisiones de inversión corporativa. Sin embargo, en las últimas décadas se ha podido evidenciar que, al contrario de lo que propone su estudio, existe interdependencia entre las mismas (Morgado y Pindado, 2003).

Esta interdependencia se debe al hecho de que los mercados de capitales no son, tal y como establecían Modigliani y Miller, mercados perfectos. Es decir, no son mercados en los que la financiación interna y externa sean sustitutivos perfectos. En particular, en el caso de las decisiones de inversión, existen imperfecciones diversas, como las asimetrías de información entre los grupos de interés o los costes de agencia, que pueden conducir a problemas de sobreinversión y subinversión (Morgado y Pindado, 2003).

En primer lugar, la subinversión aparece en aquellas circunstancias en las que ciertos proyectos, aun teniendo un valor actual neto positivo, no se llevan a cabo (Jensen y Meckling, 1976; Myers, 1977; Stiglitz y Weiss, 1981; Myers y Majluf, 1984). Por otra parte, Jensen (1986) expone el problema de la sobreinversión en la que, al contrario, son los proyectos con valor actual neto negativo los que se ejecutan en las empresas.

Morgado y Pindado (2003) recogen de forma agregada las causas de dichas decisiones subóptimas de inversión (Cuadro 2.1.1).

**Cuadro 2.1.1 – Subinversión y sobreinversión**



*Fuente: Morgado y Pindado, 2003*

## ANÁLISIS DEL IMPACTO DE LA CERTIFICACIÓN B CORP EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN EMPRESARIAL

Como podemos observar en el cuadro 2.1.1, tanto los procesos de subinversión como los de sobreinversión parten de una causa común, la existencia de asimetrías de información. A su vez, dichas asimetrías pueden originar conflictos entre accionistas y acreedores, conflictos entre accionistas actuales y futuros o conflictos entre directivos y acreedores. Dichas situaciones son la base de las teorías que, propuestas por diversos autores, explican las decisiones subóptimas de inversión. Estas teorías se revisan a continuación:

En primer lugar, los conflictos entre accionistas y acreedores pueden derivar en el *problema de sustitución de activos*. Jensen y Meckling (1976) exponen que los accionistas tienen mayor propensión a invertir en proyectos más arriesgados de los que se habían previsto y comunicado previamente a los acreedores. Esto es debido a su responsabilidad limitada y al hecho de que se espera que dichos proyectos den mayores beneficios, los cuales serán disfrutados por los propios accionistas. En estas circunstancias, y existiendo información asimétrica posterior a los contratos de deuda, podrán darse incrementos en los tipos de interés, racionamiento de crédito o limitaciones en las condiciones de inversión o financiación que, consecuentemente, llevan a la subinversión. Autores como Pindado, Requejo y de la Torre (2011) hacen referencia en su estudio a las restricciones financieras que se derivan de las asimetrías de información como causa de la dependencia del capital interno en los procesos de inversión. De hecho, existe evidencia sustancial en la literatura de que los costes asociados con la obtención de capital externo y la presencia de recursos internos afectan a las decisiones de inversión (Moshirian et al., 2016).

Por otra parte, considerando que serán los acreedores los que cuenten con la prioridad (y por tanto con la posibilidad de apropiarse de mayor parte del valor generado por la empresa) si se diese un hipotético caso de insolvencia empresarial, los accionistas tienen incentivos a no llevar a cabo proyectos cuyo valor actual neto, aunque positivo, sea inferior al valor de la deuda emitida (Myers, 1997). Esta situación recibe el nombre de *riesgo moral* y, al igual que la mencionada anteriormente, es la causa de procesos de subinversión en la empresa. De hecho, para las empresas con pocas oportunidades de inversión, si los directivos consideran que el rendimiento de ciertas inversiones no será el suficiente para evitar una situación de bancarrota, independientemente de que el valor neto sea positivo, tienen grandes incentivos a rechazar los proyectos (López-Gutiérrez, Sanfilippo-Azofra, Torre-Olmo, 2015).

Además, los conflictos entre accionistas y directivos favorecen problemas de *selección adversa*. Stiglitz y Weiss (1984) exponen que los acreedores demandan una prima que compense el hecho de que la falta de información no les permite distinguir la calidad de los proyectos empresariales. En consecuencia, si la empresa no dispone de financiación interna, es posible que abandone proyectos de inversión con valor actual neto positivo. Autores como Biddle, Hilary y Verdi (2009) enfatizan el problema de selección adversa como uno de los impedimentos a la eficiencia en la inversión.

El problema de selección adversa no parte únicamente de los conflictos entre accionistas y directivos, sino que también puede originarse en un escenario de conflictos entre accionistas actuales y futuros. Debido a las asimetrías de información, los futuros accionistas, que no conocen de forma exacta el valor de la empresa, elevan el precio al que ofrecen financiación y, a dicho precio, los accionistas existentes podrían llegar a verse más perjudicados en caso de que los proyectos de inversión con valor actual neto positivo se realicen que en caso de que estos se abandonen (Myers y Majluf, 1984).

En cuanto a la decisión de sobreinversión, esta parte de una situación de conflicto entre directivos y accionistas. Los directivos, sin ser los propietarios, controlan la compañía y tienen incentivos a expandir el tamaño de la misma, actuando así en contra de los intereses de los accionistas. En concreto, si se cuenta con un *exceso de flujos de caja*

en la organización, dichos directivos podrán embarcarse en proyectos de inversión con un valor actual neto negativo. La consecuencia directa de esto es que esos fondos están siendo empleados en la financiación de los proyectos, en lugar de ser percibidos por los propietarios (Jensen, 1986). En línea con esto, Pindado y de la Torre (2009), estudian la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja en una situación de expropiación de riqueza a los accionistas minoritarios por parte de los directivos, que puede conducir al fenómeno de sobreinversión explicado. También se subraya en la literatura el papel de los conflictos de agencia en el derroche de los recursos internos de la organización por parte de los directivos que invierten en proyectos que no añaden valor a las empresas (Pindado, Requejo y de la Torre, 2011).

En conclusión, las decisiones subóptimas de inversión parten de la existencia de diversas modalidades de conflictos de interés entre los principales stakeholders de la empresa. En concreto, los problemas de sobreinversión y subinversión tienen lugar cuando los encargados de la toma de decisiones deciden actuar buscando únicamente su propia utilidad (Thakor, 1993).

## **2.2 EMPRESAS SOCIALES Y MOVIMIENTO B-CORP**

### **2.2.1 Empresas Sociales**

Desde la década de los 80, en la visión corporativa, se ha primado la posición predominante de los accionistas y la meta de maximización de riqueza, buscando así la utilidad de los accionistas sin tener en cuenta las demandas de los diversos grupos de interés. Durante las últimas décadas, sin embargo, este modelo se ha puesto en entredicho y se ha acusado a las empresas de no tomar responsabilidades en cuestiones tan relevantes como el cambio climático, las desigualdades o los derechos humanos (Villela, Bulgacov y Morgan, 2021). Es más, la presión pública que ejercen los stakeholders hacia las empresas en términos de integración en sus modelos de negocio de cuestiones sociales y medioambientales es cada vez mayor (Boni, Calderini y Bengo, 2024).

Es importante destacar que el cumplimiento de los objetivos de desarrollo sostenible ya no puede alcanzarse únicamente mediante los recursos que, para dicho fin, pone a disposición el sector público. En esta cuestión, el sector privado es tan importante que ciertos autores consideran la imposibilidad de cumplir con dichos objetivos sin la participación de las empresas (Spieth et al., 2019). De hecho, desde la UNECE (2025) se destaca la figura de los proyectos de cooperación entre gobiernos y empresas para, mediante el intercambio de conocimientos entre sectores, conseguir una implantación exitosa de medidas de desarrollo sostenible.

En línea con lo anterior, las empresas evolucionan hacia nuevas perspectivas en las cuales se contempla la combinación de objetivos sociales, éticos y medioambientales con los económicos (Battilana y Lee, 2014). Este tipo de empresas son las denominadas “híbridas” y responden a los retos sociales y medioambientales mediante la combinación de objetivos mencionada y procurando contribuir a minimizar las externalidades negativas para la sociedad, la economía y el medioambiente (Villela, Bulgacov y Morgan, 2021).

En este contexto, Defourny y Nyssens (2012) explican el surgimiento del movimiento de las denominadas empresas sociales. El concepto de empresa social en Europa aparece, por primera vez, en Italia en 1990, promovido por la revista *Impresa Sociale*. En la década de los 80 habían surgido en el país organizaciones semejantes a cooperativas para responder a necesidades no satisfechas y para las que el parlamento italiano aprueba una nueva forma legal, la “cooperativa social”. A partir de ahí, a pesar de que



## ANÁLISIS DEL IMPACTO DE LA CERTIFICACIÓN B CORP EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN EMPRESARIAL

se llevaron a cabo iniciativas por toda Europa, con dichas cooperativas como base, el concepto de empresa social no se expande, en gran medida, hasta la segunda mitad de la década de 1990.

Es entonces cuando la Red Europea de Investigación (EMES) desarrolla progresivamente un enfoque para identificar, en el marco de la UE15, a las organizaciones con potencial de ser “empresas sociales”. El enfoque EMES combina la visión de varias disciplinas (economía, sociología, ciencias políticas y dirección) y las diferentes tradiciones y sensibilidades nacionales presentes en la Unión Europea. Para EMES, por tanto, las empresas sociales son: *“Organizaciones privadas no lucrativas que proporcionan bienes y servicios directamente relacionados con su objetivo explícito de beneficio a la comunidad. Se basan en una dinámica colectiva de forma que implican a los diferentes stakeholders, sus órganos de gobierno son entidades autónomas y soportan los riesgos relacionados con su actividad económica”* (Díaz-Foncela, Marcuello y Marcuello, 2012:183).

Esta definición incluye indicadores económicos, sociales y de gobernanza. Estos indicadores permiten no solo identificar nuevas empresas sociales sino también designar como tal a aquellas organizaciones reestructuradas mediante nuevas dinámicas internas (Defourny y Nyssens, 2012).

### Cuadro 2.2.1.1 – Indicadores económicos y sociales de la clasificación de EMES de Empresa Social

| DIMENSIÓN                              | CRITERIO                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|----------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Económica / Empresarial</b>         | <ul style="list-style-type: none"><li>- Actividad continua y estable de producción de bienes y/o venta de servicios, por la cual se generan los ingresos.</li><li>- Utilización (al menos parcial) de los factores de producción: trabajo remunerado, capital, activos.</li></ul>             |
| <b>Social</b>                          | <ul style="list-style-type: none"><li>- Objetivo explícitamente social.<br/>El producto suministrado / las actividades realizadas tienen una connotación social / interés general.</li></ul>                                                                                                  |
| <b>Gobernanza/ Propiedad inclusiva</b> | <ul style="list-style-type: none"><li>- Modelo de gobernanza inclusivo y participativo.<br/>Todas las partes interesadas participan, con independencia de la forma jurídica.</li><li>- La restricción de la distribución de beneficios garantiza la protección del objetivo social.</li></ul> |

*Fuente: de elaboración propia a partir del informe de Empresas Sociales y sus Ecosistemas en Europa. (Comisión Europea, 2020)*

En la dimensión económica se establece una clara separación entre las organizaciones tradicionales sin ánimo de lucro, que dependen de donaciones y subvenciones y las empresas sociales, que participan en intercambios de mercado y, por tanto, dependen no solamente de voluntariado, donaciones y subsidios, sino también de sus propios ingresos. Por su parte, la dimensión social separa a las empresas sociales, que sí

cuentan con un objetivo social explícito, de las tradicionales. En cuanto a la dimensión de gobernanza, esta establece las bases para el cumplimiento del objetivo social, tanto por los límites en la distribución de beneficios como por la inclusión de los stakeholders en la toma de decisiones. Estas tres dimensiones pueden ser cumplidas de diferentes maneras puesto que lo que califica si una empresa es o no social es la interacción entre las mismas (Comisión Europea, 2020).

Otros autores, como el economista y Premio Nobel de la Paz 2006, Muhammad Yunus, también han definido el paradigma de las empresas sociales. En concreto Yunus (2010), en su libro *“Building Social Business: The New Kind of Capitalism That Serves Humanity’s Most Pressing needs”*, describe a las empresas sociales como organizaciones que persiguen resolver problemas sociales, medioambientales, sanitarios o similares y que, a su vez, cuentan con el objetivo secundario de generación de ingresos suficientes para su sostenibilidad en el tiempo. Es importante destacar que la maximización de ganancias y la satisfacción de los accionistas, bases de la empresa tradicional, no se incluyen en el concepto.

En su definición se distinguen, además, dos tipos de empresas sociales: La que busca únicamente la resolución de un problema social, y no el lucro, y la organización que, siendo propiedad de personas pobres, permite que puedan mejorar su condición y la de su comunidad. Asimismo, establece siete principios que caracterizan a este tipo de empresas. Entre ellos, se encuentran la existencia de un objetivo enfocado en la resolución de problemas sociales, la sostenibilidad financiera y económica, la no existencia de dividendos, la responsabilidad medioambiental o las condiciones laborales dignas (Mora-Casal, 2015).

Actualmente, las empresas cuyas características podrían permitirles identificarse como empresas de impacto social buscan medir sus efectos sobre el medioambiente y su contribución positiva a la sociedad. Tal y como exponen Díaz-Foncea, Marcuello y Marcuello (2021), conseguir avanzar en la medición del impacto social es clave para la mejora de iniciativas dirigidas a la promoción de las empresas sociales y para que los usuarios relacionados directa o indirectamente con las organizaciones dispongan de mecanismos adecuados para evaluar el cumplimiento de objetivos sociales y medioambientales de las mismas. El hecho de que existan varios métodos para esta *“medición del impacto”*, y la falta de consenso sobre cuál de ellos es el comúnmente aceptado, propicia que las organizaciones opten por la obtención de certificaciones, que les permiten demostrar su impacto positivo (Diez-Busto, Sánchez-Ruiz y Fernández-Laviada, 2021).

### **2.2.2 Certificación B-Corp**

En relación con las certificaciones de impacto social, en el año 2006, la organización sin ánimo de lucro B Lab propone la certificación B Corp. Para B Lab Spain (2025) todas aquellas empresas identificadas como B Corp no buscan únicamente maximizar el valor de sus accionistas, sino que promueven la creación de valor social, ambiental y económico para todos sus agentes de interés. En concreto, son empresas que equilibran la maximización de beneficios con la generación de impacto social debido a sus altos estándares en el área medioambiental, la transparencia y la responsabilidad social corporativa.

Según la página web de B Lab Spain (2025), para comenzar con el proceso de certificación, en primer lugar, las empresas deben someterse a la evaluación BIA (B Impact Assessment), mediante la cual se comprueba el rendimiento de la empresa en las áreas de gobierno corporativo, trabajadores, comunidad, medioambiente y clientes. Dicha evaluación se lleva a cabo a través de una plataforma online y, para superarla, se requiere obtener al menos 80 puntos, de un máximo de 200.

## ANÁLISIS DEL IMPACTO DE LA CERTIFICACIÓN B CORP EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN EMPRESARIAL

Una vez alcanzados dichos 80 puntos, se envía la Evaluación de Impacto a B Lab para su revisión. Un analista de estándares confirmará la validez de la evaluación y, tras eso, se procede a firmar el Acuerdo de B Corp y la Declaración de Interdependencia, además de efectuar el pago de una tarifa de certificación anual, que se calcula teniendo en cuenta la región en la cual están establecidas las empresas y sus beneficios. Por último, para poner fin al proceso, la transparencia es un factor muy relevante, por lo que las candidatas a ser empresa B Corp están obligadas a hacer pública la información de su desempeño, verificada con respecto a los requerimientos de B Lab en el Directorio de Empresas B Corp.

Legalmente, debe constar que las empresas consideran el impacto que generarán todas sus decisiones. Debido a esto, es preciso modificar los estatutos de la compañía incluyendo dicho compromiso.

En caso de que la empresa quiera mantener su certificación en el tiempo, debe realizar una recertificación cada tres años. Esto permite garantizar un cierto compromiso de mejora continua.

Es preciso mencionar que, el 8 de abril de 2025, se ha dado a conocer la modificación de los estándares B Corp. Entre las cuestiones más novedosas se establece que, para certificarse, las empresas deberán cumplir entre 20 y 124 requerimientos (dependiendo de su tamaño, sector e industria) en 7 áreas diferentes: Propósito y gobernanza de las partes interesadas, trabajo justo, JEDI (justicia, equidad, diversidad e inclusión), derechos humanos, acción climática, gestión ambiental y circularidad y asuntos gubernamentales y acción colectiva. Por tanto, se elimina la flexibilidad que proporcionaba el sistema de puntos previamente mencionado. Además, durante el proceso de certificación, se esperan avances en las empresas durante un período de cinco años, cumpliendo inicialmente con los requisitos del año 0 y, gradualmente, con los del año 3 y el año 5. Desde B Lab Global (2025) consideran que dicha modificación traerá mayor claridad, ayudará a la reactivación de las acciones de impacto en las empresas y servirá para hacer frente a los retos climáticos y sociales futuros.

La certificación B Corp no es la única existente, pero sí que exhibe diferencias claras con otros estándares. Por ejemplo, es capaz de cubrir las dimensiones económica, social y medioambiental, mientras que otras, como la ISO 14001 y la SA 8000 se centran exclusivamente en cuestiones medioambientales y sociales, respectivamente. Asimismo, los estándares GRI (Global Reporting Initiative) revisan únicamente la elaboración de informes de sostenibilidad en las empresas, mientras que la evaluación BIA analiza el rendimiento actual de las compañías, resultando en un informe que detalla las puntuaciones de estas en las diferentes áreas de impacto (Diez-Busto, Sánchez-Ruiz y Fernández-Laviada, 2021).

Entre los múltiples beneficios que aporta a las empresas disponer de una certificación B Corp destaca su efecto señalización en los mercados. Autores como Villela, Bulgacov y Morgan (2021) exponen que aquellas empresas que dejan ver su adhesión a los estándares pueden ver incrementada su reputación y ampliar su cuota de mercado hacia clientes con cierta conciencia social. Wilburn y Wilburn (2014) defienden la importancia de la certificación para impulsar el reconocimiento de marca y promover la fidelidad de los consumidores. En la misma línea, De Moraes et al. (2021) destacan que el sello B Corp supone una garantía para los agentes de que los productos o servicios de las empresas cumplen con los estándares de desarrollo sostenible. Pollmeier, Hirschmann y Fisch (2025) van más allá y reconocen esa diferenciación de mercado como una de las principales causas por las que las empresas deciden comenzar con el proceso de certificación.

Por otra parte, la certificación demuestra, tal y como se establece en los requisitos para obtenerla, la transparencia en la comunicación empresarial. Dichas exigencias

fundamentan relaciones de confianza con los stakeholders (Wilburn y Wilburn, 2014). En relación con esto, Cui, Jo y Na (2018) explican que el incremento de la transparencia de acuerdo con la existencia de información no financiera en las empresas reduce también las asimetrías de información en los mercados.

Los efectos económicos asociados no son tan claros, aunque existen autores que defienden que el fenómeno B Corp afecta positivamente al crecimiento de las organizaciones (Paelman, Van Cauwenberge y Vander Bauwhede, 2021; Bringas-Fernández, López-Gutiérrez y Pérez, 2024).

## 2.3 HIPÓTESIS

Al contrario de lo establecido por Modigliani y Miller (1958), las empresas no operan en mercados de capitales perfectos y, por tanto, sus decisiones de inversión no son independientes de los factores financieros que las afectan. Fazzari, Hubbard y Petersen (1988) explican que el capital externo y el interno no son sustitutivos perfectos y, bajo este supuesto, las decisiones de inversión pueden depender de factores como la disponibilidad de financiación interna, el acceso a nueva deuda o financiación de capital, o el funcionamiento de mercados de crédito particulares.

En concreto, la significatividad del impacto de los flujos de caja en las decisiones de inversión empresarial puede deberse a la existencia de problemas de asimetrías de información o de conflictos de agencia (Morgado y Pindado, 2003). Dicho impacto, sin embargo, no es idéntico para todas las empresas motivando que, en la literatura, se explore la relación entre flujos de caja y decisiones de inversión en diversos escenarios y se confirmen ciertos factores que impulsan o moderan dicho efecto. Algunas de estas cuestiones son revisadas a continuación:

En primer lugar, la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja se puede ver reducida en caso de convergencia en los intereses de los directivos y los accionistas (Pindado y de la Torre, 2009). A mayor confluencia entre los stakeholders, mayor probabilidad de cumplimiento de los objetivos empresariales y, por tanto, menores niveles de subinversión y sobreinversión.

En relación con esto, las empresas sociales se caracterizan por su forma de gobierno participativa, que implica a diversos stakeholders (Díaz-Foncela, Marcuello y Marcuello, 2012). Para las empresas B Corp, en concreto, se hace hincapié en este mismo razonamiento incluyendo como tema de impacto la participación de los grupos de interés en la toma de decisiones corporativas (B Lab Spain, 2025). Además, las empresas que reciben la certificación B Corp están orientadas a conseguir la integración de información en su cadena de valor con el objetivo de fomentar la creación de beneficios para todas las partes interesadas (De Moraes et al., 2021). En su proceso de certificación, incluso se procede a la modificación de los estatutos, de forma que se establezca con mayor claridad el propósito y la consideración del impacto medioambiental y social (B Lab Spain, 2025).

La institución de los objetivos alineados con el movimiento B Corp en las empresas y la integración de los stakeholders en los organismos de gobierno supone menores discrepancias en los intereses de las diferentes partes. Es decir, contar con estándares marcados ligados a los propuestos por la corriente B Corp motivará la confluencia de intereses entre accionistas y directivos.

Otro motivo que contribuye a la reducción de la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja es la existencia de horizontes temporales de inversión más enfocados en el largo plazo. Esto es posible en empresas donde las asimetrías de información y los conflictos de agencia son más reducidos (Pindado, Requejo y de la Torre, 2011).

## ANÁLISIS DEL IMPACTO DE LA CERTIFICACIÓN B CORP EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN EMPRESARIAL

En el caso de las empresas B Corp, esta postura es compartida ya que su estrategia va más allá de la obtención inmediata de beneficios. Según Stubbs (2017), los modelos de negocio centrados en la sostenibilidad consideran que los beneficios son un medio, no un fin y, por tanto, incorporan horizontes temporales de largo plazo en su actividad para poder cumplir con una serie de objetivos que exceden la maximización de sus beneficios.

Otra de las cuestiones relevantes en los escenarios de inversión es el grado de calidad de la información financiera. Para Biddle, Hilary y Verdi (2009), una información financiera de mayor calidad en las empresas está asociada con una mayor eficiencia en la inversión, reflejada, a su vez, en una menor sensibilidad de la inversión a los flujos de caja. Es decir, la disponibilidad de información financiera podría reducir la subinversión, la sobreinversión o incluso ambas.

En el caso de las empresas B Corp, disponer de una información financiera de calidad es indispensable, debido a los propios estándares de transparencia que se marcan desde B Lab Spain (2025). Por ejemplo, deben dar a conocer sus puntuaciones en la Evaluación de Impacto como requisito para obtener la certificación. Además, en dicha evaluación, dentro del área de gobierno corporativo, se aborda la medición de la transparencia de las empresas candidatas a ser B Corp (B Lab Spain, 2021).

Por lo tanto, el hecho de que las empresas B Corp tengan un menor nivel de asimetrías de información y costes de agencia, un horizonte temporal más a largo plazo y unos mejores estándares de calidad de la información, justifican nuestra primera hipótesis:

*Hipótesis 1: Las empresas B Corp mostrarán una menor sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, en comparación con las empresas que no poseen la certificación.*

Por otra parte, en las empresas pueden darse situaciones de expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios por parte de los directivos y accionistas mayoritarios. Por ejemplo, si los directivos promueven la puesta en marcha de proyectos que son ineficientes, pero, a su vez, se alinean con sus propios intereses. En el caso de que esta circunstancia se produzca, tendrá lugar una situación de conflicto de agencia, motivando que las decisiones de inversión sean menos eficientes. En consecuencia, la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja será mayor (Requejo, 2010).

Como ya hemos mencionado previamente, la presencia de los grupos de interés en la toma de decisiones de las empresas es un factor de impacto incluido en la evaluación requerida a las mismas para convertirse en B Corp. Aquellas que, por tanto, obtengan mayores puntuaciones en su Evaluación de Impacto deberían estar garantizando una mayor preocupación por los intereses de los colectivos y, por tanto, una menor expropiación de su riqueza.

Teniendo en cuenta la mayor protección de los grupos de interés en las empresas B Corp, incluimos la segunda hipótesis:

*Hipótesis 2: En el conjunto de empresas B Corp, la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja será inferior para las que hayan obtenido puntuaciones más altas en su Evaluación de Impacto.*

El efecto de los flujos de caja sobre la inversión también está condicionado por el tamaño de la empresa ya que las asimetrías de información y los conflictos de agencia pueden presentarse de forma diferente (Carpenter y Guariglia, 2007). A este respecto, los resultados encontrados en la literatura no son concluyentes.

Para Kadapakkam, Kumar y Riddick (1997), en su estudio para empresas de seis países de la OCDE, la sensibilidad es mayor en el grupo de empresas grandes. Explican que

sus resultados pueden deberse a la mayor flexibilidad de las grandes empresas, que pueden esperar a realizar sus inversiones hasta que disponen de fondos internos. Otra posibilidad es que estas grandes empresas se vean más afectadas por los conflictos de agencia debido a la mayor dispersión de la propiedad y la menor presencia de sus cargos directivos en el accionariado.

En el caso de las empresas B Corp, las propias características del proceso de certificación previamente explicado contribuyen a una reducción de base de las asimetrías de información y los conflictos de agencia. Por tanto, deberían observarse menores diferencias al realizar un análisis por tamaño. Este razonamiento nos lleva a proponer la tercera hipótesis:

*Hipótesis 3: En el conjunto de empresas B Corp, las empresas presentarán menores diferencias en la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja al analizarlas según su tamaño.*

### 3. ANÁLISIS EMPÍRICO

#### 3.1 MUESTRA

Los datos utilizados en el estudio han sido obtenidos de dos fuentes fundamentales de información, de las que extraemos datos anuales comprendidos entre el año 2014 y el año 2022.

En primer lugar, a partir de la base Data.world (B Corp Impact data), recopilamos información relevante para empresas B Corp en Alemania, España, Francia, Italia y Reino Unido. Entre dicha información se incluyen cuestiones como su año de certificación, categoría sectorial, país de origen o puntuación obtenida en la Evaluación de Impacto.

Además, se emplea la base de datos Orbis para la obtención de información económico-financiera de dichas empresas. De esta forma, además de contar con información relativa al proceso de certificación B Corp, contamos con datos de las cuentas anuales de las empresas.

Una vez obtenida la muestra completa, para evitar problemas asociados a la presencia de datos anómalos, seguimos el procedimiento de Ylhäinen (2017) para censurar la muestra. En nuestro caso, tras analizar las variables relevantes de nuestro estudio, mantenemos aquellas empresas que presentan observaciones comprendidas entre el percentil 0,5 y el 99,5 de las mismas. En consecuencia, aquellas empresas con valores fuera de dichos límites son consideradas como “outliers” y retiradas del análisis.

El siguiente paso es la selección de la muestra de control, en la que identificamos empresas no calificadas como B Corp que emparejamos con cada una de las empresas B Corp presentes en nuestro estudio. Para efectuar dichos emparejamientos, seguimos los procedimientos propuestos por otros autores que tienen en cuenta las variables detalladas a continuación:

En primer lugar, las empresas que operan en la misma industria y tienen un tamaño similar están sujetas a factores económicos y competitivos semejantes (Hendricks y Singhal, 1997). Con lo cual, para cada una de nuestras empresas B Corp buscamos otras empresas sin certificación que presenten tamaños semejantes. En concreto, para medir el tamaño, empleamos el dato del activo total que tiene cada corporación B Corp en su año de certificación y le asignamos empresas de control que tengan una cifra de activo entre el 95% y el 105% (Devos et al, 2012). Además, elegimos empresas del

## ANÁLISIS DEL IMPACTO DE LA CERTIFICACIÓN B CORP EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN EMPRESARIAL

mismo sector y país, de forma que estén sujetas también a un mismo entorno institucional (Devos et al., 2012; Paelman, Van Cawenberge y Vander Bauwhede, 2021).

Por tanto, configuramos nuestra muestra de control de acuerdo con criterios de tamaño, sector de actividad y país. Partiendo de la información recogida en esas variables, emparejamos cada una de nuestras empresas B Corp con una muestra de un máximo de 10 empresas no B Corp, elegidas aleatoriamente, que cumplan las características requeridas.

Finalmente, la muestra da lugar a un panel incompleto conformado por un total de 2945 empresas. Las mismas, con sus datos distribuidos a lo largo de los años considerados en el estudio, aportan 16234 observaciones, de las que 1110 corresponden a empresas B Corp y, el resto, a empresas sin certificación. Hay 407 empresas (el 13,82% del total de las 2945 que componen la muestra) que poseen la certificación en alguno de los años objeto de estudio.

En la tabla 3.1.1 se recoge la distribución de las empresas según el país, distinguiendo entre empresas B Corp y no B Corp. La mayor parte de las empresas de la muestra, tanto certificadas como no certificadas, son empresas italianas (un 38,08% de las B Corp y un 49,17% de las no certificadas). Le sigue Reino Unido, representando un 29,48% del total de la muestra de B Corp y un 20,02% de la muestra de empresas no B Corp. El menor número de observaciones lo encontramos en Alemania, donde solo contamos con 9 empresas B Corp (un 2,21% del total de B Corp existentes) y 64 no B Corp (2,52%).

**Tabla 3.1.1 – Distribución de las empresas según el país de origen.**

| <b>País</b> | <b>B Corp</b> | <b>%</b> | <b>Observaciones</b> | <b>No B Corp</b> | <b>%</b> | <b>Observaciones</b> |
|-------------|---------------|----------|----------------------|------------------|----------|----------------------|
| Francia     | 65            | 15,97    | 181                  | 428              | 16,86    | 2489                 |
| Alemania    | 9             | 2,21     | 19                   | 64               | 2,52     | 386                  |
| Italia      | 155           | 38,08    | 492                  | 1248             | 49,17    | 8103                 |
| España      | 58            | 14,25    | 144                  | 290              | 11,43    | 1483                 |
| Reino Unido | 120           | 29,48    | 274                  | 508              | 20,02    | 2663                 |
| Total       | 407           | 100      | 1110                 | 2538             | 100      | 15124                |

*Fuente: de elaboración propia.*

### 3.2 METODOLOGÍA

#### 3.2.1 Método

Para nuestro estudio, en el que contamos con datos anuales de empresas entre el 2014 y el 2022, realizaremos un análisis econométrico basado en la metodología de datos de panel.

Los datos de panel se caracterizan por la combinación de una dimensión de serie de tiempo, en nuestro caso anual, con una dimensión de sección transversal, en este caso,

información sobre las empresas en varios momentos del tiempo. De esta forma, contamos con datos de N empresas, observadas a lo largo de T años.

Este modelo plantea una ventaja clara con respecto a los datos de sección cruzada: la posibilidad de controlar por la heterogeneidad no observada. Las empresas son heterogéneas y presentan comportamientos distintos, no siendo uniformes ni en sus variables ni en sus decisiones. En particular, hay características que, aun influyendo en las decisiones de inversión empresarial, no pueden ser observadas. Si no se controla por este tipo de heterogeneidad, cabe la posibilidad de obtener estimaciones sesgadas e inconsistentes (Moral Arce y Pérez Lopez, 2019).

Por ejemplo, si consideramos una adaptación a nuestro caso de la explicación de Mundlak (1961), Chamberlain (1984) y Arellano (2003), analizamos los determinantes de la inversión empresarial mediante la siguiente expresión, donde el subíndice i representa a las diferentes empresas y t captura los años:

$$I_{it} = \eta + \beta X_{it} + U_{it}$$

Analizamos la inversión ( $I_{it}$ ) en función de una serie de variables explicativas ( $X_{it}$ ).  $U_{it}$  es el término de error que recoge todas las variables fuera del control del análisis.

Observando la ecuación anterior, teniendo en cuenta que  $\eta$  podría capturar la propensión a invertir de cada directivo en su empresa, no parece creíble establecerlo como término constante ya que se espera que valores más altos de dicha variable supongan mayor nivel de inversión. Con lo cual, reformulando la ecuación, establecemos que dicha característica, aunque permanece constante en el tiempo, sí varía entre empresas:

$$I_{it} = \eta_i + \beta X_{it} + U_{it}$$

Por tanto,  $\eta_i$  es lo que se denomina “heterogeneidad” y, además, es conocida por las empresas, pero no podremos conocerla como investigadores.

Por otra parte, dicha variable puede tener correlación con alguna de las que se recogen como explicativas ( $X_{it}$ ) y, de ser así, estimar en un entorno de sección cruzada con datos disponibles únicamente de un determinado año y sin conocer los valores de la propensión a invertir supondrá que  $\eta_i$  estará incluida en el término de error y, consecuentemente, se obtendrán estimadores ( $\beta$ ) sesgados e inconsistentes. Esto es lo que en econometría conocemos como problema de omisión de una variable relevante.

Dado que no vamos a tener la capacidad de conocer la propensión a invertir mediante los datos, no procede el uso de sección cruzada en este tipo de análisis. Para corregir esta situación de heterogeneidad no observada, se emplea la estructura de datos de panel. Dicho efecto corrector puede obtenerse mediante el estimador de efectos fijos o mediante el estimador de efectos aleatorios.

En el estimador de efectos fijos, se calcula la media de la ecuación previamente especificada para cada uno de los individuos:  $\bar{I}_i = \eta_i + \beta \bar{X}_i + \bar{U}_i$ . A continuación, restamos a la ecuación inicial su media obteniendo la siguiente expresión, siendo  $\bar{U}_i = 0$ :

$$(I_{it} - \bar{I}_i) = \beta(X_{it} - \bar{X}_i) + U_{it}$$

Que escribimos como:

$$\tilde{I}_{it} = \beta \tilde{X}_{it} + \tilde{U}_{it}$$

El estimador de efectos fijos viene dado por:



# ANÁLISIS DEL IMPACTO DE LA CERTIFICACIÓN B CORP EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN EMPRESARIAL

$$\hat{\beta}_{EF} = \sum_t \sum_i (\tilde{X}_{it} \tilde{X}_{it}')^{-1} \tilde{X}_{it} \tilde{I}_{it}$$

Por otra parte, el estimador de efectos aleatorios tiene como supuesto que  $\eta_i$  pasa a formar parte del error compuesto, con lo cual:

$$I_{it} = \eta_i + \beta X_{it} + U_{it} = \beta X_{it} + V_{it} \quad \text{donde} \quad V_{it} = U_{it} + \eta_i$$

Teniendo esto en cuenta estimamos mediante:

$$\hat{\beta}_{EA} = (X'_{it} X_{it})^{-1} X'_{it} I_{it}$$

La principal diferencia entre ambas estimaciones es que la de efectos aleatorios requiere un supuesto de incorrelación,  $E(X_{it} \eta_{it}) = 0$ , para asegurar la insesgadez de los estimadores. En caso de que se cumplan los supuestos del modelo de efectos aleatorios el estimador de efectos fijos, aunque será consistente, no será eficiente (presenta mayor varianza). Para elegir entre ambos en el contexto de nuestro modelo, realizamos el contraste de Hausman que presenta las siguientes hipótesis nula y alternativa:

$$H_0: E(X_{it} \eta_{it}) = 0 \quad H_1: E(X_{it} \eta_{it}) \neq 0$$

Si se cumple la hipótesis nula, ambas estimaciones son consistentes, siendo eficiente la de efectos aleatorios, que sería la elegida. Si se rechaza la hipótesis, el estimador de efectos fijos continúa siendo consistente, mientras que el de efectos aleatorios ya no lo es y, por tanto, bajo este supuesto, se optaría por el estimador de efectos fijos.

## 3.2.2 Planteamiento de los modelos

Como punto de partida del análisis, plantearemos un modelo base de los determinantes de inversión, que se corresponde con el establecido por Fazzari, Hubbard y Petersen (1988) en el que explican la dependencia de los fondos internos en las decisiones de inversión. La ecuación que lo describe es la siguiente:

$$I_{it} = \beta_0 + \beta_1 CF_{it} + \beta_2 Q_{it-1} + U_{it}$$

En primer lugar, definimos la variable de inversión, que se mide tal y como indica la siguiente expresión (Audretsch y Elston 2002; Carpenter y Guariglia 2007; Pindado y de la Torre 2009; Moshirian et al., 2016):

$$I_{it} = \frac{Inv_{it}}{K_{it}}$$

En la ecuación anterior,  $Inv_{it}$  representa la variación de los activos fijos entre el periodo  $t$  y el  $t-1$ . En concreto, se calcula siguiendo la expresión a continuación:

$$Inv_{it} = AFN_{it} - AFN_{it-1} + D_{it}$$

Donde  $AFN$  son los activos fijos netos y  $D$  los gastos de depreciación.

Además,  $K_{it}$  hace referencia al coste de reposición de los activos, el cual se calcula mediante el siguiente procedimiento, extraído del estudio de Perfect y Wiles (1994):

$$K_{it} = RF_{it} + (TA_{it} - BF_{it})$$

En la ecuación anterior,  $TA_{it}$  es el valor en libros del activo total,  $BF_{it}$  el valor en libros de los activos fijos y  $RF_{it}$  el coste de reposición de los activos fijos, que se calcula a partir de la siguiente expresión:

$$RF_{it} = RF_{it-1} + \left[ \frac{1 + \phi_t}{1 + \delta_{it}} \right] + Inv_{it}$$

Donde  $\delta_{it}$  representa la tasa de depreciación de los activos de la empresa,  $\phi_t$  la información de variación del índice de precios y  $Inv_{it}$  el dato de inversión.

Por otra parte, los flujos de caja ( $CF_{it}$ ) se miden como los ingresos antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización ( $EBITDA_{it}$ ) con respecto al coste de reposición de los activos de la empresa (Carpenter y Guariglia, 2007; Pindado y de la Torre, 2009).

$$CF_{it} = \frac{EBITDA_{it}}{K_{it}}$$

Para recoger las oportunidades de inversión, se emplea la Q de Tobin (1969) al inicio del periodo ( $Q_{it-1}$ ), tal y como proponen Fazzari, Hubbard y Petersen (1988), siendo esta la ratio entre el valor de mercado de la empresa y el coste de reposición de los activos. (Carpenter y Guariglia, 2007; Pindado y de la Torre, 2009; Pindado, Requejo y de la Torre, 2011).

En este caso, seguimos el procedimiento sugerido por Honda y Suzuki (2002) y D'Espallier y Guariglia (2013) para el cálculo de una variable proxy para empresas no cotizadas. En concreto, plantean la expresión:

$$Q_{it} = \frac{(\pi_{it}/K_{it-1})}{p_t(r_t + \delta)}$$

Donde  $\pi_{it}$  es el beneficio bruto (definido como los ingresos menos el coste de los bienes vendidos, sin considerar depreciaciones e intereses, y después de impuestos.),  $p_t$  es el deflactor de precios para bienes de inversión,  $r_t$  es la media después de impuestos del coste nominal de la deuda (definida como los pagos de intereses de la deuda a corto y largo plazo dividido entre el total de deuda a corto y largo plazo) y  $\delta$  es la tasa de depreciación.<sup>1</sup>

Una vez establecido el modelo de base de Fazzari, Hubbard y Petersen (1988), propondremos extensiones del mismo. Para ello, añadiremos diversas variables de acuerdo con nuestras hipótesis.

En primer lugar, la hipótesis 1 establece que las empresas B Corp mostrarán una menor sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, en comparación con las empresas que no poseen la certificación. Para contrastar la hipótesis, planteamos el modelo a continuación:

$$I_{it} = \beta_0 + (\beta_1 + \alpha_1 BCorp_{it}) CF_{it} + \beta_2 Q_{it-1} + \eta_i + d_t + U_{it}$$

siendo  $BCorp_{it}$  una variable binaria que tendrá valor 1 para las empresas B Corp desde su año de certificación en adelante y 0 en los demás casos. Además,  $\eta_i$  corresponde al término inobservable relacionado con los efectos individuales y, por su parte,  $d_t$  es el relativo a los efectos temporales, el cual se trata en el análisis incluyendo una variable binaria para cada uno de los años.

Siguiendo el modelo planteado, la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja en las empresas no B Corp estará medida por  $\beta_1$  y, en cambio, será  $\beta_1 + \alpha_1$  para las empresas con certificación. Con lo cual, según la hipótesis 1, esperamos que  $(\beta_1 + \alpha_1) < \beta_1$ . Simplificando, para que se cumpla necesitamos que  $\alpha_1 < 0$  y significativa.

<sup>1</sup> Para evitar problemas asociados a la existencia de valores anómalos usaremos una tasa de depreciación del 7,5%, tal y como proponen Honda y Suzuki (2002).

## ANÁLISIS DEL IMPACTO DE LA CERTIFICACIÓN B CORP EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN EMPRESARIAL

Por otra parte, en la hipótesis 2 proponemos que, en el conjunto de empresas B Corp, la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja será inferior para las que hayan obtenido puntuaciones más altas en su Evaluación de Impacto. El modelo asociado a la hipótesis es el siguiente:

$$I_{it} = \beta_0 + (\beta_1 + \gamma_1 BCorpOver_{it} + \gamma_2 BCorpUnder_{it}) CF_{it} + \beta_2 Q_{it-1} + \eta_i + d_t + U_{it}$$

siendo  $BCorpOver_{it}$  una variable binaria con valor 1 si la puntuación de la empresa B Corp se encuentra por encima de la media de puntuación en su país en el año  $t$  y 0 si este no fuese el caso y  $BCorpUnder_{it}$  una variable binaria con valor 1 si la puntuación de la empresa B Corp se encuentra por debajo de la media de puntuación en su país en el año  $t$  y 0 si este no fuese el caso.

De acuerdo con esta especificación, la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja en las empresas no certificadas será  $\beta_1$ , para las certificadas con puntuaciones superiores a la media  $\beta_1 + \gamma_1$  y para las B Corp que cuentan con puntuaciones inferiores a la media  $\beta_1 + \gamma_2$ . En este caso, de acuerdo con la hipótesis enunciada, esperamos que  $(\beta_1 + \gamma_1) < (\beta_1 + \gamma_2)$  o, simplificando, que  $\gamma_1 < \gamma_2$ .

Por último, en la hipótesis 3 planteamos que, en el conjunto de empresas B Corp, las empresas presentarán menores diferencias en la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja al analizarlas según su tamaño. Para clasificar a las empresas según su tamaño, empleamos los criterios definidos por la Unión Europea. En dicha clasificación se tienen en cuenta las cifras de activo, número de trabajadores y volumen de facturación (Comisión Europea, 2025). En nuestro caso, omitimos el criterio del volumen de facturación debido a que hay una menor disponibilidad de datos al respecto e implicaría la pérdida de observaciones. En concreto, las empresas medianas y grandes son aquellas con 50 o más trabajadores y más de 10 millones de euros en su activo total y las empresas micro y pequeñas serán las de menos de 50 trabajadores y hasta 10 millones de euros en su activo total.

Con esta información, establecemos el siguiente modelo:

$$I_{it} = \beta_0 + (\beta_1 + \delta_1 Big_{it} + \delta_2 BCorpSmall_{it} + \delta_3 BCorpBig_{it}) CF_{it} + \beta_2 Q_{it-1} + \eta_i + d_t + U_{it}$$

La variable binaria  $Big_{it}$  será 1 para empresas no B Corp de tamaño grande y 0 en los demás casos. Por su parte, la variable binaria  $BCorpSmall_{it}$  será 1 para las empresas B Corp pequeñas y 0 en los demás casos y  $BCorpBig_{it}$  tomará valor 1 para empresas B Corp grandes y 0 en los demás casos.

Siguiendo lo planteado en el modelo anterior, la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja será  $\beta_1$  para empresas no B Corp pequeñas,  $\beta_1 + \delta_1$  para empresas no B Corp grandes,  $\beta_1 + \delta_2$  para empresas B Corp pequeñas y  $\beta_1 + \delta_3$  para empresas B Corp grandes. De acuerdo con la hipótesis establecida, por tanto, esperamos que  $[(\beta_1 + \delta_1) - \beta_1] > [(\beta_1 + \delta_3) - (\beta_1 + \delta_2)]$  que, simplificando, supone que  $\delta_1 > (\delta_3 - \delta_2)$ .

Una vez determinadas las hipótesis y sus modelos asociados, en la tabla 3.2.2.1 a continuación se incluye un resumen de las interpretaciones correspondientes a los coeficientes empleados.

**Tabla 3.2.2.1 – Interpretación de los coeficientes**

| Hipótesis | Subgrupos                                                      | Coeficientes                                                                      | Interpretaciones                                                                                                                       |
|-----------|----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| H1        | No B Corp<br>B Corp                                            | $\beta_1$<br>$\beta_1 + \alpha_1$                                                 | $(\beta_1 + \alpha_1) < \beta_1$<br>Simplificado: $\alpha_1 < 0$                                                                       |
| H2        | No B Corp<br>B Corp Over<br>B Corp Under                       | $\beta_1$<br>$\beta_1 + \gamma_1$<br>$\beta_1 + \gamma_2$                         | $(\beta_1 + \gamma_1) < (\beta_1 + \gamma_2)$<br>Simplificado: $\gamma_1 < \gamma_2$                                                   |
| H3        | No B Corp Small<br>No B Corp Big<br>B Corp Small<br>B Corp Big | $\beta_1$<br>$\beta_1 + \delta_1$<br>$\beta_1 + \delta_2$<br>$\beta_1 + \delta_3$ | $[(\beta_1 + \delta_1) - \beta_1] > [(\beta_1 + \delta_3) - (\beta_1 + \delta_2)]$<br>Simplificado: $\delta_1 > (\delta_3 - \delta_2)$ |

H1: Las empresas B Corp mostrarán una menor sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, en comparación con las empresas que no poseen la certificación.

$$I_{it} = \beta_0 + (\beta_1 + \alpha_1 BCorp_{it}) CF_{it} + \beta_2 Q_{it-1} + \eta_i + d_t + U_{it}$$

H2: En el conjunto de empresas B Corp, la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja será inferior para las que hayan obtenido puntuaciones más altas en su Evaluación de Impacto.  $I_{it} = \beta_0 + (\beta_1 + \gamma_1 BCorpOver_{it} + \gamma_2 BCorpUnder_{it}) CF_{it} + \beta_2 Q_{it-1} + \eta_i + d_t + U_{it}$

H3: En el conjunto de empresas B Corp, las empresas presentarán menores diferencias en la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja al analizarlas según su tamaño.

$$I_{it} = \beta_0 + (\beta_1 + \delta_1 Big_{it} + \delta_2 BCorpSmall_{it} + \delta_3 BCorpBig_{it}) CF_{it} + \beta_2 Q_{it-1} + \eta_i + d_t + U_{it}$$

Fuente: de elaboración propia.

### 3.3 RESULTADOS

#### 3.3.1 Análisis descriptivo

En la tabla 3.3.1.1 a continuación se detallan los estadísticos descriptivos de las variables principales. Dicho análisis se muestra, por separado, para el grupo de empresas sin certificación B Corp y para las que poseen la certificación.

**Tabla 3.3.1.1 – Estadísticos descriptivos de las variables principales**

|            | EMPRESAS NO B CORP |       |            |         |        | EMPRESAS B CORP |       |            |         |        | p - valor |
|------------|--------------------|-------|------------|---------|--------|-----------------|-------|------------|---------|--------|-----------|
|            | Obs.               | Media | Desv. Típ. | Mín.    | Máx.   | Obs.            | Media | Desv. Típ. | Mín.    | Máx.   |           |
| $I_{it}$   | 15.124             | 0,052 | 0,140      | -0,371  | 1,669  | 1.110           | 0,075 | 0,140      | -0,425  | 1,575  | 0,000     |
| $CF_{it}$  | 15.124             | 0,113 | 0,132      | -1,411  | 1,166  | 1.110           | 0,106 | 0,204      | -1,561  | 1,057  | 0,122     |
| $Q_{it-1}$ | 15.124             | 1,342 | 1,634      | -14,598 | 14,359 | 1.110           | 1,216 | 2,399      | -13,996 | 12,835 | 0,504     |

Fuente: de elaboración propia

En la columna p-valor de la tabla 3.3.1.1 se detallan los resultados de la prueba de Mann-Whitney-Wilcoxon, con la que determinamos si existe diferencia de medias entre ambos grupos. En concreto, la hipótesis nula del contraste establece que dos muestras independientes corresponden a poblaciones con igual distribución (Wilcoxon 1945;

## ANÁLISIS DEL IMPACTO DE LA CERTIFICACIÓN B CORP EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN EMPRESARIAL

Mann y Whitney, 1947). De acuerdo con el p-valor asociado a los flujos de caja y las oportunidades de inversión, no existe diferencia entre la media de estas variables para el grupo de empresas no B Corp y el grupo de las B Corp. Sin embargo, para la inversión, la diferencia de medias sí es significativa, presentando las empresas B Corp unos niveles medios de inversión más altos. Todos los valores medios se encuentran dentro de rangos similares a los encontrados por otros autores para estas mismas variables (Carpenter y Guariglia, 2007; Pindado y de la Torre, 2009; Pindado, Requejo y de la Torre, 2011).

Por otra parte, llevamos a cabo un análisis del factor de inflación de la varianza (VIF) para descartar la existencia de multicolinealidad en el estudio. Para constatar que no existe un problema de multicolinealidad deben cumplirse dos condiciones: el factor de inflación de la varianza con un valor más alto no debe tener un valor superior a 10 y, además, la media de cada uno de los factores no tendrá un valor considerablemente superior a 1 (Chatterjee and Hadi, 2012). Como podemos observar en la tabla 3.3.1.2, ambas condiciones se cumplen y, por tanto, es posible realizar los análisis sin que los problemas de multicolinealidad afecten a la robustez de los resultados obtenidos.

**Tabla 3.3.1.2 – Análisis del factor de inflación de la varianza (VIF)**

| Variable                    | Factor de Inflación de la Varianza (VIF) |             |             |
|-----------------------------|------------------------------------------|-------------|-------------|
|                             | Modelo 1                                 | Modelo 2    | Modelo 3    |
| $CF_{it}$                   | 1,70                                     | 1,62        | 2,19        |
| $Q_{it-1}$                  | 1,58                                     | 1,59        | 1,62        |
| $BCorp_{it} * CF_{it}$      | 1,14                                     |             |             |
| $BCorpOver_{it} * CF_{it}$  |                                          | 1,02        |             |
| $BCorpUnder_{it} * CF_{it}$ |                                          | 1,03        |             |
| $Big_{it} * CF_{it}$        |                                          |             | 1,59        |
| $BCorpSmall_{it} * CF_{it}$ |                                          |             | 1,14        |
| $BCorpBig_{it} * CF_{it}$   |                                          |             | 1,18        |
| year2017                    | 1,82                                     | 1,82        | 1,80        |
| year2018                    | 1,88                                     | 1,88        | 1,86        |
| year2019                    | 1,93                                     | 1,93        | 1,91        |
| year2020                    | 1,96                                     | 1,96        | 1,95        |
| year2021                    | 1,94                                     | 1,94        | 1,93        |
| year2022                    | 1,87                                     | 1,86        | 1,85        |
| <b>Media VIF</b>            | <b>1,76</b>                              | <b>1,67</b> | <b>1,73</b> |
| <b>Máximo VIF</b>           | <b>1,96</b>                              | <b>1,96</b> | <b>2,19</b> |

*Fuente: de elaboración propia*

### 3.3.2 Análisis econométrico

En primer lugar, con el objetivo de decidir entre el estimador de efectos fijos y el de efectos aleatorios para nuestro análisis de datos de panel, se lleva a cabo el contraste de Hausman (Moral Arce y Pérez Lopez, 2019) sobre el modelo base. En este caso, obtenemos un estimador chi-cuadrado con 8 grados de libertad de 146,89 y un p-valor de 0,000. Por tanto, rechazamos la hipótesis nula, que aseguraría la consistencia de ambas estimaciones. La hipótesis alternativa determina que el estimador de efectos aleatorios no es consistente y, por consiguiente, procedemos a la estimación mediante efectos fijos.

Los resultados del análisis se exponen en la tabla 3.3.2.1. En ella, se recogen los símbolos que identifican a los coeficientes para cada una de las variables, el nombre de dichas variables y las estimaciones correspondientes a cada uno de los tres modelos que, a su vez, se emplean para contrastar cada una de las tres hipótesis. Añadimos, además, el número de observaciones para cada modelo (N) y su  $R^2$ .

**Tabla 3.3.2.1 – Resultados análisis econométrico**

| VARIABLES                                                                          |                                             | MODELO<br>1 | MODELO<br>2 | MODELO<br>3 |
|------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| $\beta_0$                                                                          | Constante                                   | 0,027***    | 0,029***    | 0,030***    |
| $\beta_1$                                                                          | CF <sub>it</sub>                            | 0,212***    | 0,195***    | 0,211***    |
| $\beta_2$                                                                          | Q <sub>it-1</sub>                           | -0,001      | -0,001      | -0,003*     |
| $\alpha_1$                                                                         | BCorp <sub>it</sub> * CF <sub>it</sub>      | -0,153***   |             |             |
| $\gamma_1$                                                                         | BCorpOver <sub>it</sub> * CF <sub>it</sub>  |             | -0,035      |             |
| $\gamma_2$                                                                         | BCorpUnder <sub>it</sub> * CF <sub>it</sub> |             | -0,035      |             |
| $\delta_1$                                                                         | Big <sub>it</sub> * CF <sub>it</sub>        |             |             | 0,091***    |
| $\delta_2$                                                                         | BCorpSmall <sub>it</sub> * CF <sub>it</sub> |             |             | -0,232***   |
| $\delta_3$                                                                         | BCorpBig <sub>it</sub> * CF <sub>it</sub>   |             |             | -0,145***   |
| $\beta_1 + \alpha_1$                                                               |                                             | 0,059***    |             |             |
| $\beta_1 + \gamma_1$                                                               |                                             |             | 0,160***    |             |
| $\beta_1 + \gamma_2$                                                               |                                             |             | 0,160***    |             |
| $\beta_1 + \delta_1$                                                               |                                             |             |             | 0,303***    |
| $\beta_1 + \delta_2$                                                               |                                             |             |             | -0,021      |
| $\beta_1 + \delta_3$                                                               |                                             |             |             | 0,066       |
| $(\beta_1 + \gamma_1) < (\beta_1 + \gamma_2)$                                      |                                             |             | 0,0002      |             |
| $[(\beta_1 + \delta_1) - \beta_1] > [(\beta_1 + \delta_3) - (\beta_1 + \delta_2)]$ |                                             |             |             | 0,004       |
| $d_t$                                                                              | year                                        | 50,020***   | 51,930***   | 48,640***   |
|                                                                                    | N                                           | 16234       | 16234       | 10521       |
|                                                                                    | R <sup>2</sup>                              | 0,05        | 0,04        | 0,07        |

\*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.1

CF<sub>it</sub>: Flujos de caja de la empresa. Q<sub>it-1</sub>: Oportunidades de inversión de la empresa al inicio del periodo. BCorp<sub>it</sub>: Variable binaria que toma valor 1 para las empresas B Corp desde su año de certificación en adelante y 0 en los demás casos. BCorpOver<sub>it</sub>: Variable binaria que toma valor 1 si la puntuación de la empresa B Corp en la Evaluación de Impacto se encuentra por encima de la media de puntuación en su país en el año t y 0 si este no fuese el caso. BCorpUnder<sub>it</sub>: Variable binaria que toma valor 1 si la puntuación de la empresa B Corp en la Evaluación de Impacto se encuentra por debajo de la media de puntuación en su país en el año t y 0 si este no fuese el caso. Big<sub>it</sub>: Variable binaria que toma valor 1 para las empresas no BCorp de tamaño grande y 0 en los demás casos. BCorpSmall<sub>it</sub>: Variable binaria que toma valor 1 para las empresas B Corp pequeñas y 0 en los demás casos. BCorpBig<sub>it</sub>: Variable binaria que toma valor 1 para las empresas B Corp grandes y 0 en los demás casos. d<sub>t</sub>: Término que representa la inclusión de variables binarias para cada uno de los años contemplados en el análisis para la consideración de los efectos temporales.

*Fuente: de elaboración propia.*

## ANÁLISIS DEL IMPACTO DE LA CERTIFICACIÓN B CORP EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN EMPRESARIAL

Como podemos observar, el número de observaciones pasa de ser 16234 para los modelos 1 y 2 a ser 10521 para el modelo 3. Esto se debe a la existencia de valores faltantes en las variables empleadas para el cálculo del tamaño empresarial (número de trabajadores y activo total).

Comenzamos el análisis por la primera hipótesis, estudiada a partir del modelo 1. En la misma, buscamos determinar que la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja será inferior en las empresas B Corp. Dicha sensibilidad, en caso de que la empresa no sea B Corp, se corresponderá con  $\beta_1$  y, como podemos ver, es positiva y significativa ( $\beta_1 = 0,212$ ,  $p < 0,01$ ). Por otra parte, para las empresas B Corp será  $\beta_1 + \alpha_1$ , siendo un valor igualmente positivo y significativo ( $\beta_1 + \alpha_1 = 0,059$ ,  $p < 0,01$ ). Analizando la diferencia, que simplificamos como  $\alpha_1$ , ésta es negativa y significativa ( $\alpha_1 = -0,153$ ,  $p < 0,01$ ) y, por tanto, podemos afirmar que la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja es inferior en empresas B Corp con respecto a aquellas empresas que no poseen la certificación.

Al respecto, destacamos que las empresas B Corp cuentan con menores conflictos de agencia y asimetrías de información (Díaz-Foncea, Marcuello y Marcuello, 2012; De Morais et al., 2021; B Lab Spain, 2025), horizontes temporales de largo plazo (Stubbs, 2017) y mayor calidad en su información financiera (B Lab Global, 2021; B Lab Spain, 2025). Todos estos factores propician la menor sensibilidad de la inversión a los flujos de caja y, por tanto, no se rechaza nuestra hipótesis.

En cuanto a la segunda hipótesis, se plantea que las empresas B Corp con mayores puntuaciones en su Evaluación de Impacto, presentarán menor sensibilidad de la inversión a los flujos de caja. En este caso, la sensibilidad se mide para tres grupos diferentes, siendo  $\beta_1$  para las empresas no B Corp,  $\beta_1 + \gamma_1$  para las B Corp con puntuaciones superiores a la media y  $\beta_1 + \gamma_2$  para las B Corp con puntuaciones inferiores a la media. Para los tres grupos presenta un coeficiente positivo y significativo ( $\beta_1 = 0,195$ ,  $p < 0,01$ ;  $\beta_1 + \gamma_1 = 0,160$ ,  $p < 0,01$ ;  $\beta_1 + \gamma_2 = 0,160$ ,  $p < 0,01$ ). Cuando analizamos la diferencia entre dicha sensibilidad para las empresas con puntuaciones superiores e inferiores a la media ( $\beta_1 + \gamma_1$ ) < ( $\beta_1 + \gamma_2$ ), simplificado como  $\gamma_1 < \gamma_2$ , vemos que el valor no es significativo ( $(\beta_1 + \gamma_1) < (\beta_1 + \gamma_2) = 0,0002$ ,  $p > 0,1$ ) y, por tanto, se rechaza nuestra segunda hipótesis.

En relación con esta segunda hipótesis explicábamos que la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja podía incrementarse debido a la expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios por parte de directivos y accionistas mayoritarios (Requejo, 2010). En línea con esto, planteábamos que una mayor puntuación en la evaluación de impacto podría suponer una mayor preocupación de las empresas por los accionistas y, en consecuencia, una menor expropiación de su riqueza. Sin embargo, de acuerdo con los resultados, parece que el simple hecho de ser empresa B Corp ya consigue ese efecto de reducción de la sensibilidad, el cual es independiente de las puntuaciones obtenidas en el proceso de certificación. Esta cuestión está alineada con los nuevos estándares de evaluación establecidos por B Lab en los que se apuesta por un enfoque de cumplimiento o no cumplimiento, exigiendo a las empresas la ejecución de altos criterios específicos obligatorios en siete temas de impacto, remplazando el sistema previo de puntuaciones, que concedía cierta flexibilidad (B Lab Global, 2025).

Por último, la tercera hipótesis, y por tanto el modelo 3, aborda el efecto del tamaño en la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja. En concreto, estableciendo que la diferencia en la sensibilidad al analizar a las empresas según su tamaño será menor para el conjunto de empresas B Corp. En este caso, determinamos cuatro grupos diferentes. Para las empresas no B Corp pequeñas la sensibilidad,  $\beta_1$ , es positiva y significativa ( $\beta_1 = 0,211$ ,  $p < 0,01$ ). Para las empresas no B Corp grandes, representada por  $\beta_1 + \delta_1$ , también lo es ( $\beta_1 + \delta_1 = 0,303$ ,  $p < 0,01$ ). En el caso de las

empresas B Corp, para las pequeñas  $\beta_1 + \delta_2$  no presenta un valor significativo ( $\beta_1 + \delta_2 = -0,021$ ,  $p > 0,1$ ) y, para las grandes, tampoco lo es ( $\beta_1 + \delta_3 = 0,066$ ,  $p > 0,1$ ).

Al analizar las diferencias entre las grandes y las pequeñas para los grupos de empresas B Corp y No B Corp, estableciendo que dichas diferencias deberían ser inferiores en el grupo de las B Corp, obtenemos la siguiente expresión:  $[(\beta_1 + \delta_1) - \beta_1] > [(\beta_1 + \delta_3) - (\beta_1 + \delta_2)] = 0,004$ ,  $p > 0,1$  que, en vista de los resultados, no es significativa. Por tanto, se rechaza nuestra tercera hipótesis.

Las diferencias entre empresas grandes y pequeñas se justifican debido a los diferentes niveles de conflictos de agencia a los que se enfrentan (Kadapakkam, Kumar y Riddick, 1997). Sin embargo, de acuerdo con nuestra hipótesis, estas diferencias deberían atenuarse en el caso de las empresas B Corp, puesto que el proceso de certificación contribuye a la reducción de dichos conflictos. Sin embargo, al rechazar la hipótesis, no podemos afirmar que existan diferencias en el efecto del tamaño en ambos grupos de empresas. Esto sugiere que, a pesar de que la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja sea inferior para las empresas B Corp, el hecho de adoptar la certificación no neutraliza el efecto del tamaño empresarial en esa sensibilidad.

Por último, al margen de las tres hipótesis planteadas, observamos que el coeficiente relativo a las oportunidades de inversión,  $\beta_2$ , únicamente presenta cierta significatividad en el modelo 3 ( $\beta_2 = -0,003$ ,  $p < 0,1$ ). Los resultados no son concluyentes lo que, en parte, puede deberse a la forma de medir la variable, al tener en cuenta que trabajamos con empresas no cotizadas. En cuanto a las variables binarias incluidas para cada uno de los años, representadas por  $d_t$ , realizamos un contraste de significatividad conjunta y comprobamos que el efecto es significativo para cualquiera los tres casos planteados.

## 4. CONCLUSIÓN

En el presente trabajo se ha analizado el impacto de la obtención de una certificación B Corp sobre la decisión de inversión de la empresa. Más concretamente, la literatura establece que el proceso de certificación para convertirse en una empresa B Corp supone, para la organización que lo completa, una potencial mitigación de ciertas imperfecciones del mercado, como las asimetrías de información y los conflictos de agencia, que generan distorsiones en las decisiones de inversión empresarial. Teniendo en cuenta dicha cuestión, el objetivo del estudio se ha establecido en determinar, mediante la realización de un análisis empírico, si la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja podría verse reducida para el grupo de empresas B Corp, con respecto a las empresas no certificadas, debido a la potencial minoración de los problemas de inversión mencionados que supone la certificación. Adicionalmente, este trabajo se ha ocupado de determinar si el efecto explicado podría variar de acuerdo con la puntuación obtenida por las empresas B Corp en la Evaluación de Impacto o conforme al tamaño empresarial.

En la realización del análisis se ha empleado un modelo de datos de panel con estimación de efectos fijos. Para conformar el panel, extraemos observaciones correspondientes a 2945 empresas, de las cuales 407 se han certificado como B Corp en alguna ocasión en el periodo temporal considerado, comprendido entre 2014 y 2022.

Los principales resultados destacan, en primer lugar, que la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja es inferior para las empresas que poseen la certificación B Corp. En este aspecto, se evidencia la capacidad de la certificación de reducir, en cierta medida, los conflictos de agencia y las asimetrías de información que suponen imperfecciones en las decisiones de inversión empresarial.



## ANÁLISIS DEL IMPACTO DE LA CERTIFICACIÓN B CORP EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN EMPRESARIAL

Por otra parte, analizando a las empresas certificadas según la puntuación obtenida en el proceso, no se encuentran diferencias significativas. Con lo cual, haber conseguido la certificación ya supone para la empresa una minoración de la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, con independencia de si, en el proceso, obtiene puntuaciones mayores o menores. Además, en la segmentación de los grupos atendiendo al tamaño empresarial, se encuentra que las diferencias entre empresas grandes y pequeñas no varían para el grupo de certificadas, con respecto a las empresas no B Corp. En consecuencia, ser una empresa B Corp no supone neutralizar el efecto que el tamaño tiene sobre la sensibilidad.

De acuerdo con los resultados obtenidos, se pone de manifiesto la relevancia que tiene la obtención de una certificación B Corp para las empresas. El hecho de acogerse a los valores de gobierno participativo (Díaz-Foncela, Marcuello y Marcuello, 2012), enfoque en el largo plazo (Stubbs, 2017), atención a los estándares de calidad, transparencia en la información financiera, cuidado medioambiental y protección a los accionistas minoritarios (B Lab Spain, 2025) propuestos por B Lab supone para las empresas la capacidad de reducción de las asimetrías de información y de los conflictos de agencia que traen consigo imperfecciones en las decisiones de inversión. Adicionalmente, se comprueba que lo relevante para lograr ese efecto es el hecho de conseguir la certificación, y no tanto la obtención de una puntuación máxima en el proceso. En línea con esto, se considera acorde la modificación de los estándares implementada a partir de abril de 2025 (B Lab Global, 2025) que supone un enfoque en el cumplimiento estricto de requerimientos, abandonando así el sistema de puntuaciones previo.

Como limitaciones principales se incluye el hecho de que hay determinados factores que inciden en las decisiones de inversión empresarial que no han podido incluirse en el modelo, bien por la falta de información o por la pérdida de observaciones que supondría agregar variables más específicas. Finalmente, una posible línea de investigación futura podría consistir en la ampliación de la muestra a países fuera de Europa, con el objetivo de determinar si el entorno institucional afecta a los resultados obtenidos.

## BIBLIOGRAFÍA

- Arellano, M. 2003. *Panel Data Econometrics*. Oxford: Oxford University Press.
- Audretsch, D.B.; Elston, J.A. 2002. Does firm size matter? Evidence on the impact of liquidity constraints on firm investment behavior in Germany. *International Journal of Industrial Organization*, **20**(1), pp. 1–17.
- Battilana, J.; Lee, M. 2014. Advancing Research on Hybrid Organizing – Insights from the Study of Social Enterprises. *Academy of Management Annals*, **8**(1), pp. 397–441.
- Biddle, G.C.; Hilary, G.; Verdi, R.S. 2009. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, **48**(2–3), pp. 112–131.
- B Lab Global. 2021. *B Lab Global 2021 Annual Report*. Devon-Berwyn, Pensilvania.
- B Lab Global. 2025. A new framework for lasting business impact. [Consulta: 9 abril 2025]. <https://www.bcorporation.net/en-us/standards/performance-requirements/>
- B Lab Spain. 2025. El movimiento B Corp. [Consulta: 12 mayo 2025] <https://www.bcorpSpain.es/>
- Bringas-Fernández, V.; López-Gutiérrez, C.; Pérez, A. 2024. B-CORP certification and financial performance: A panel data analysis. *Heliyon*, **10**, pp. 1–14.
- Boni, L.; Calderini, M.; Bengo, I. 2024. It's Time for Impact: An Analysis of the Prosocial Signals in Social Enterprises. *Journal of Social Entrepreneurship*, In press, pp. 1–26.
- Carpenter, R.E.; Guariglia, A. 2008. Cash Flow, investment and investment opportunities: New tests using UK panel data. *Journal of Banking & Finance*, **32**(9), pp. 1894–1906.
- Chamberlain, G. 1980. Analysis of covariance with qualitative data. *Review of Economic Studies*, **47**, pp. 225–238.
- Chatterjee, S.; Hadi, A.S. 2012. *Regression Analysis by Example*. Nueva York: Wiley.
- Comisión Europea. 2020. *Las Empresas Sociales y sus Ecosistemas en Europa*. Lieja/Madrid: EMES International Research Network.
- Comisión Europea. 2025. SME definition. [Consulta: 19 abril 2025]. [https://single-market-economy.ec.europa.eu/smes/sme-fundamentals/sme-definition\\_en](https://single-market-economy.ec.europa.eu/smes/sme-fundamentals/sme-definition_en)
- Cui, J.; Jo, H.; Na, H. 2018. Does Corporate Social Responsibility Affect Information Asymmetry? *Journal of Business Ethics*, **148**(3), pp. 549–572.
- Defourny, J.; Nyssens, M. 2012. El enfoque EMES de la empresa social desde una perspectiva comparada. *CIRIEC - España: Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, **75**, pp. 7–34.
- De Moraes, C.E.; Paschoiotto, P.; Dos Santos Bernardes, L.; Sehnem, S.; de Andrade Guerra, J.B. 2021. Finance sustainable supply chain: An analysis looking for B corporations and agency theory. *Environmental Quality Management*, **31**(3), pp. 187–199.
- D'Espallier, B.; Guariglia, A. 2013. Does the investment opportunities bias affect the investment–cash flow sensitivities of unlisted SMEs? *The European Journal of Finance*, **21**, pp. 1–25.
- Devos, E.; Dhillon, U.; Jagannathan, M.; Krishnamurthy, S. 2012. Why are firms unlevered? *Journal of Corporate Finance*, **18**(3), pp. 664–682.

ANÁLISIS DEL IMPACTO DE LA CERTIFICACIÓN B CORP EN LAS DECISIONES DE  
INVERSIÓN EMPRESARIAL

- Díaz-Foncea, M.; Marcuello, C. 2012. Empresas sociales y evaluación del impacto social. *CIRIEC - España: Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, **75**, pp. 179–198.
- Diez-Busto, E.; Sánchez-Ruiz, L.; Fernández-Laviada, A. 2021. The B Corp Movement: A Systematic Literature Review. *Sustainability*, **13**(5), pp. 1–23.
- Fazzari, S.; Hubbard, R.G.; Petersen, B. 1988. Investment, Financing Decisions, and Tax Policy. *Papers and Proceedings of the One-Hundredth Annual Meeting of the American Economic Association*, **78**(2), pp. 200–205.
- Hendricks, K.B.; Singhal, V.R. 1997. Does Implementing an Effective TQM Program Actually Improve Operating Performance? Empirical Evidence from Firms That Have Won Quality Awards. *Management Science*, **43**(9), pp. 1258–1274.
- Honda, Y.; Suzuki, K. 2002. Estimation of the Investment Thresholds of Large Japanese Manufacturers. *The Japanese Economic Review*, **51**(4), pp. 473–491.
- Jensen, M.C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, **76**(2), pp. 323–329.
- Jensen, M.C.; Meckling, W.H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. En: Brunner, K. (ed.) *Economics Social Institutions*. Dordrecht: Springer, pp. 163–231.
- Kadapakkam, P.; Kumar, P.C.; Riddick, L.A. 1998. The impact of cash flows and firm size on investment: The international evidence. *Journal of Banking and Finance*, **22**(3), pp. 293–320.
- López-Gutiérrez, C.; Sanfilippo-Azofra, S.; Torre-Olmo, B. 2015. Investment decisions of companies in financial distress. *BRQ Business Research Quarterly*, **18**, pp. 174–187.
- Mann, H.B.; Whitney, D.R. 1947. On a test of whether one of two random variables is stochastically larger than the other. *Annals of Mathematical Statistics*, **18**, pp. 50–60.
- Modigliani, F.; Miller, M.H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, **48**(3), pp. 261–297.
- Mora-Casal, R. 2015. La empresa social de Muhammad Yunus, un nuevo paradigma para erradicar la pobreza. *Economía y Sociedad*, **20**(47), pp. 1–18.
- Moral Arce, I.; Pérez López, C. 2019. *Econometría de datos de panel. Teoría y práctica*. Madrid: Grupo Editorial Garceta.
- Morgado, A.; Pindado, J. 2003. The Underinvestment and Overinvestment Hypothesis: an Analysis Using Panel Data. *European Financial Management*, **9**(2), pp. 163–177.
- Moshirian, F.; Nanda, V.; Vadilyev, A.; Bohui, Z. 2017. What drives investment–cash flow sensitivity around the World? An asset tangibility Perspective. *Journal of Banking & Finance*, **77**, pp. 1–17.
- Mundlak, Y. 1961. Empirical production function free of management bias. *Journal of Farm Economics*, **46**, pp. 69–85.
- Myers, S.C. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, **5**(2), pp. 147–175.
- Myers, S.C.; Majluf, N.S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, **13**(2), pp. 187–221.

- Paelman, V.; Van Cauwenberge, P.; Vander Bauwhede, H. 2021. The Impact of B Corp Certification on Growth. *Sustainability*, **13**(3), pp. 1–19.
- Perfect, S.B.; Wiles, K.W. 1994. Alternative constructions of Tobin's q: An empirical comparison. *Journal of Empirical Finance*, **1**(3–4), pp. 313–341.
- Pindado, J.; De la Torre, C. 2009. Effect of ownership structure on underinvestment and overinvestment: empirical evidence from Spain. *Accounting and Finance*, **49**(2), pp. 363–383.
- Pindado, J.; Requejo, I.; De la Torre, C. 2011. Family control and investment–cash flow sensitivity: Empirical evidence from the Euro zone. *Journal of Corporate Finance*, **17**(5), pp. 1389–1409.
- Pollmeier, T.; Hirschmann, M.; Fisch, C. 2025. Exploring the signaling effect of B Corp certification in entrepreneurial finance. *Journal of Cleaner Production*, **493**(1), pp. 1–15.
- Requejo, I. 2010. *Corporate Governance in Family Firms. Effects of Family Control on Firm Value and Corporate Financial Decisions*. Tesis doctoral, Universidad de Salamanca.
- Spieth, P.; Schneider, S.; Clauß, T.; Eichenberg, D. 2019. Value drivers of social businesses: A business model perspective. *Long Range Planning*, **52**(3), pp. 427–444.
- Stiglitz, J.E.; Weiss, A. 1981. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, **71**(3), pp. 393–410.
- Stubbs, W. 2017. Characterising B Corps as a sustainable business model: An exploratory study of B Corps in Australia. *Journal of Cleaner Production*, **144**, pp. 299–312.
- Thakor, A.V. 1993. Corporate Investments and Finance. *Financial Management*, **22**(2), pp. 135–144.
- Tobin, J. 1969. A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, **1**(1), pp. 15–29.
- UNECE. 2025. Technical Cooperations. Partnerships. [Consulta: 25 marzo 2025]. <https://unece.org/partnerships>
- Villela, M.; Bulgacov, S.; Morgan, G. 2021. B Corp Certification and Its Impact on Organizations Over Time. *Journal of Business Ethics*, **170**, pp. 343–357.
- Wilburn, K.; Wilburn, R. 2014. The double bottom line: Profit and social benefit. *Business Horizons*, **57**(1), pp. 11–20.
- Wilcoxon, F. 1945. Individual comparisons by ranking methods. *Biometrics*, **1**, pp. 80–83.
- Ylhäinen, I. 2017. Life-cycle effects in small business finance. *Journal of Banking & Finance*, **77**, pp. 176–196.
- Yunus, M. 2010. *Building Social Business: The New Kind of Capitalism that Serves Humanity's Most Pressing Needs*. Montreal: McGill-Queen's University Press.