

Charlo Molina, M. J.; Moya Clemente, Ismael

**Article**

## El compartamiento financiero de las empresas socialmente responsables

Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa (IEDEE)

**Provided in Cooperation with:**

European Academy of Management and Business Economics (AEDEM),  
Vigo (Pontevedra)

Suggested Citation: Charlo Molina, M. J.; Moya Clemente, Ismael (2010) : El compartamiento financiero de las empresas socialmente responsables, Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa (IEDEE), ISSN 1135-2523, Elsevier, Amsterdam, Vol. 16, Iss. 2, pp. 15-25,  
[http://dx.doi.org/10.1016/S1135-2523\(12\)60109-9](http://dx.doi.org/10.1016/S1135-2523(12)60109-9)

This Version is available at:  
<http://hdl.handle.net/10419/54515>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/>

## EL COMPORTAMIENTO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS SOCIALMENTE RESPONSABLES

**Charlo Molina, M. J.**

Universidad de Sevilla

**Moya Clemente, I.**

Universidad Politécnica de Valencia

**Recibido:** 29 de mayo de 2009

**Aceptado:** 3 de febrero de 2010

**RESUMEN:** El objeto del presente trabajo es analizar determinadas variables de naturaleza financiera en las empresas consideradas socialmente responsables, las que forman parte del índice de sostenibilidad español FTSE4Good IBEX, y determinar si existen diferencias significativas en su comportamiento respecto a las del resto de índices de la familia IBEX. Los resultados muestran que las acciones de las empresas socialmente responsables obtienen una rentabilidad superior para el mismo nivel de riesgo sistemático y que su sensibilidad ante los cambios en el mercado es mayor.

**PALABRAS CLAVE:** Responsabilidad Social Corporativa; Inversión Socialmente Responsable; FTSE4Good IBEX; Índice Sostenible; Alfa Ética.

**CLASIFICACIÓN JEL:** G30, M14

### FINANCIAL PERFORMANCE OF SOCIALLY RESPONSIBLE COMPANIES

**ABSTRACT:** This paper analyses financial performance of companies considered as highly socially responsible. For this purpose, companies that compose the Spanish sustainability index FTSE4Good IBEX (as well as other IBEX indices) are examined. Two basic results can be highlighted: first, stocks of companies that are socially responsible earn returns on excess over systematic risk, making them investment-attractive. Second, they have a higher systematic risk.

**KEY WORDS:** Corporate Social Responsibility; Socially Responsible Investment; FTSE4Good IBEX; Sustainability Index; Ethical Alpha.

**JEL CLASSIFICATION:** G30, M14

## 1. INTRODUCCIÓN

Los criterios sociales y medioambientales influyen cada vez más en las decisiones de inversión y financiación, como muestra el importante incremento que ha experimentado la denominada inversión socialmente responsable<sup>1</sup> (ISR) desde los años 90, lo que ha motivado la aparición de distintas agencias calificadoras (EIRIS, SAM, SiRi, entre otras) en responsabilidad social corporativa (RSC), que prestan apoyo a las gestoras de fondos y colaboran con los más importantes índices bursátiles como FTSE o Dow Jones<sup>2</sup>. Al mismo tiempo, han ido surgiendo nuevos tipos de índices como FTSE4Good IBEX o Dow Jones Sustainability Index que únicamente incluyen a las empresas que cumplen unos estrictos requisitos de RSC, las cuales refuerzan su reputación y es de esperar que consigan un acceso a los recursos financieros en condiciones más favorables.

Además, dada la crisis de confianza existente en la actualidad en los mercados financieros, la extensión y reconocimiento de las buenas prácticas empresariales puede ayudar en la recuperación de la confianza en el sistema financiero y de la transparencia de los mercados, proporcionando a los gestores herramientas adicionales de control de riesgos en una selección más eficiente de las inversiones.

Por lo tanto, el objetivo del presente trabajo es comparar los principales parámetros financieros de las empresas socialmente responsables con sus equivalentes que no cumplen esta condición y analizar la posible existencia de diferencias significativas entre ambos grupos. En principio, sería importante comprobar que las empresas con buenas prácticas no ven penalizados sus resultados financieros por este motivo, ya que es esta una de las condiciones necesarias para el desarrollo de la ISR y por ello de la RSC.

## 2. RELACIÓN ENTRE RSC Y RESULTADOS EMPRESARIALES

En la línea de establecer la relación positiva entre rentabilidad empresarial y RSC pueden destacarse los trabajos de Margolis y Walsh (2001) quienes encuentran correlación positiva entre la performance social y la financiera, resultado que coincide con Garz *et al.* (2002); también con el aumento del valor económico de la empresa (Simpson y Kohers, 2002; McWilliams y Siegel, 2000) y con la reducción del riesgo (Moore, 2001; Orlitzky y Benjamin, 2001).

Orlitzky *et al.* (2003), además, aseguran el carácter bidireccional y simultáneo de la causalidad de dicha relación de manera que los comportamientos responsables de las empresas dan lugar a mejores resultados económicos y éstos hacen que las empresas tengan más recursos para invertir en RSC. En la misma línea señala Pimentel (2002), sin embargo, que dicha relación bidireccional ratifica que existe una influencia positiva de la RSC en el resultado.

Como señalan Nieto y Fernández (2004), la relación positiva entre RSC y rentabilidad financiera se ha justificado mediante distintos argumentos. Así, la adopción de RSC supone para la empresa la disminución de los costes vinculados a los riesgos derivados de comportamientos sociales irresponsables (posibilidad de multas y sanciones económicas), también se asocia con la calidad en la gestión, la mejora de la reputación de la compañía (Maignan *et al.* 1999) y aumenta el atractivo para atraer y retener a los mejores recursos humanos (Backhaus *et al.* 2002). De lo anterior se desprende que las empresas con menor desarrollo de RSC asumen unos riesgos que aumentan sus costes financieros y por lo tanto disminuyen su rentabilidad. Además, las empresas con buenas prácticas se benefician del acceso al volumen de fondos de la inversión institucional socialmente responsable.

Por lo tanto, la RSC generaría valor en la empresa y sería un componente a tener en cuenta en la selección de títulos, ya que se considera que disminuir la probabilidad de incurrir en riesgos sociales y medioambientales reduce los costes financieros y posibilita la obtención de un mayor beneficio, percibiéndose así en los mercados financieros. Esta mayor rentabilidad se denomina “alfa ético” de acuerdo con Velasco (2006):

$$E(R) = \alpha + \beta * E(R_m) + \varepsilon \quad (1)$$

Siendo:

E(R): rentabilidad esperada de una acción

$\alpha$ : rentabilidad de la acción independiente de su riesgo sistemático

$\beta$ : medida del riesgo sistemático, sensibilidad del rendimiento de la acción ante variaciones en el rendimiento del mercado

E(R<sub>m</sub>): rentabilidad esperada del mercado

$\varepsilon$ : error o residuo

Esto significa que en el caso de verificar la existencia de este “alfa ético” en la expresión (1), la rentabilidad esperada de un título emitido por una empresa que cumpla con los criterios de buenas prácticas, sería superior a la rentabilidad de otro título de similar riesgo sistemático de un emisor que no cumpla dichos requisitos. Es decir, una recompensa adicional para los ahorradores que inviertan con criterios socialmente responsables.

Otros autores no establecen específicamente una relación positiva entre RSC y resultado empresarial, sin embargo señalan que la RSC no implica peores resultados financieros para las empresas (Moneva *et al.*, 2007; Muñoz *et al.*, 2008) o para la inversión socialmente responsable (Fernández *et al.*, 2009).

No obstante, la inversión socialmente responsable también ha sido objeto de críticas, como señala Royo (2006). Así, a los fondos de ISR se les atribuye ser menos rentables y más caros, e incluso ser el producto de un marketing coyuntural. Además, como no está generalizado el cumplimiento de los criterios de RSC entre las empresas, se reduce la población susceptible de ser incorporada en una cartera, perdiéndose así oportunidades y disminuyendo la rentabilidad de las carteras ISR. Royo (2006) indica que esto no tiene porqué ser cierto, las empresas que cumplen criterios RSC no tienen que generar menos valor para sus accionistas ni los índices de RSC tienen que ser menos rentables que los globales. En la misma línea, defienden Balaguer y Muñoz (2003), los fondos ISR no han de presentar peor ranking que el resto de fondos de similar exposición o *duration* (según sean de renta variable o fija).

De acuerdo con la encuesta realizada por CSR, Deloitte y Euronext (2003), la mayoría de los gestores de fondos y analistas europeos opinan que, a largo plazo, una buena gestión de los riesgos sociales y medioambientales de la empresa se corresponde con un aumento de su valor de mercado y resultados económicos. Otra encuesta (Calvert, 2005) realizada entre inversores, señala que las empresas con elevado nivel de RSC representan un menor riesgo para sus fondos y mayores dividendos que el resto.

En resumen, para los partidarios de RSC, adoptar estas prácticas contribuye a mejorar el comportamiento financiero de una empresa. En este sentido es de destacar el trabajo de Mori (2008) para *Business in the Community* (BITC)<sup>3</sup>, realizado sobre 33 empresas que cotizan en el índice bursátil de Londres FTSE y que habían evaluado su comportamiento mediante el Índice de Responsabilidad Social Corporativa de BITC. Los resultados de su investigación muestran que las compañías que gestionaban los impactos sociales y medioambientales de su actividad obtuvieron unos beneficios por acción, durante el periodo 2002-2007, entre el 3,3% y el 7,7% superiores a los de las empresas que componen el FTSE 350 y señalan que las acciones de las empresas con mejores políticas de gestión, medioambientales y sociales tienen una menor volatilidad.

A raíz de la discusión sobre la neutralidad o no de la adopción de buenas prácticas sobre la performance financiera y el interés de la misma como condicionante para la captación de fondos en los mercados financieros de las empresas que cumplan con los criterios de RSC<sup>4</sup>, en el presente trabajo se analizarán los aspectos financieros más destacados señalados en la literatura consultada sobre ISR, contrastando la hipótesis de si las empresas incluidas en el FTSE4Good IBEX<sup>5</sup> presentan un comportamiento diferente a sus semejantes en los índices IBEX y que pudiera ser el efecto atribuible a la identificación de estas empresas con aspectos éticos y socialmente responsables.

## **2.1. Aspectos éticos y socialmente responsables del FTSE4Good IBEX**

Los índices éticos se basan en una serie de criterios para incluir a las empresas que forman parte de los mismos. Los criterios de selección son propuestos y revisados cada seis meses por un Comité de Asesoramiento basándose en las opiniones de los diferentes grupos de interés como los organismos gubernamentales, las empresas cotizadas o la comunidad de inversores socialmente responsables. Las empresas son analizadas por determinadas agencias, entre las que destaca EIRIS (Ethical Investment Research Service), quien provee a FTSE4Good de información sobre las mismas en materia de RSC facilitando, de este modo, la aplicación de los criterios de selección. EIRIS emplea información puesta a disposición por la propia empresa, tal como informes y cuentas anuales, así como información adicional obtenida por otros medios.

El Comité de Asesoramiento de FTSE4Good IBEX utiliza códigos de conducta internacionales mundialmente reconocidos para proponer los criterios de selección de las empresas<sup>6</sup>. Dichos criterios pueden ser negativos -y por tanto dar como resultado la exclusión en la selección de empresas- o positivos, aquellos que demuestren una conciencia social y medioambiental. Para FTSE4Good IBEX, dichos criterios se resumen en lo siguiente:

- Los criterios de selección negativos excluyen a las empresas según su actividad. No se permite la entrada al índice a las consideradas dentro de la industria del tabaco, la industria de armamento nuclear, las centrales de energía nuclear y los extractores o productores de uranio.
- Los criterios de selección positivos se refieren a aspectos relacionados con la sostenibilidad medioambiental, como las políticas y códigos de conducta, los sistemas medioambientales o el cambio climático; la defensa y apoyo a los derechos humanos universales, teniendo en cuenta los estándares establecidos por la Organización Internacional del Trabajo; y las relaciones positivas con las partes interesadas.

## **3. SELECCIÓN DE LA MUESTRA DE EMPRESAS Y DISEÑO DE LAS VARIABLES**

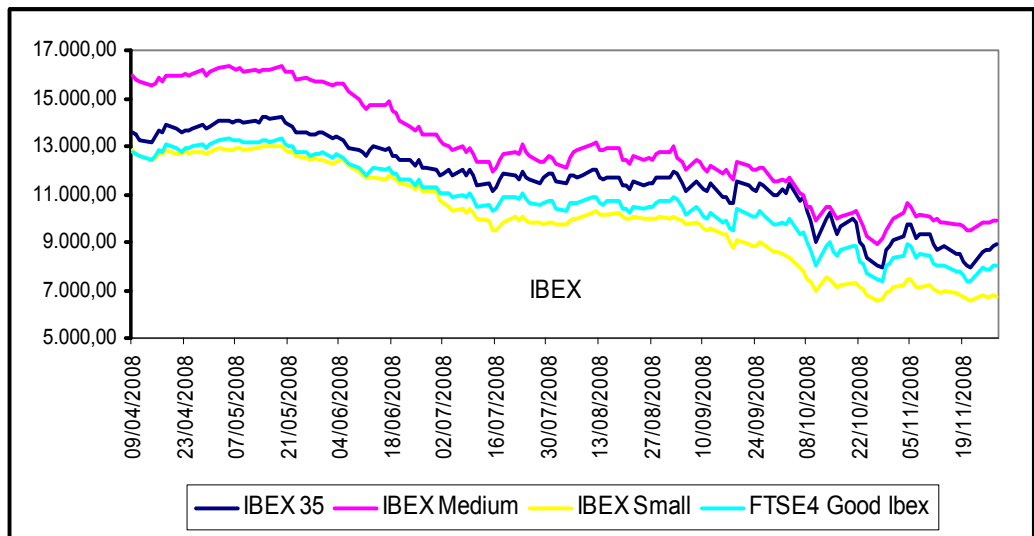
Dado que la principal hipótesis del presente trabajo estriba en conocer si las empresas socialmente responsables pueden presentar un comportamiento diferente, desde un punto de vista financiero, a las que no se califican como tales, se requiere una muestra de empresas que incluya ambos grupos y que sean comparables entre sí.

Para ello, se considerarán empresas socialmente responsables aquellas que forman parte del primer índice de sostenibilidad español, el índice FTSE4Good IBEX. Este índice, aparecido en abril de 2008, selecciona a las empresas atendiendo a los criterios que sigue FTSE4Good - índice de sostenibilidad del grupo FTSE para todo el mundo- y está supervisado por un órgano de gobierno independiente. Los criterios de inclusión se basan en la exigencia del cumplimiento de un conjunto de estándares sociales, medioambientales y de gobierno corporativo como se ha señalado en el apartado 2.1. Se trataría, por lo tanto, de analizar en qué medida dichos filtros podrían ser la causa de resultados financieros distintos a otras empresas que no cuenten con esta consideración.

El índice FTSE4Good IBEX tiene base 5000 al 31 de diciembre de 2002, su revalorización acumulada según la información de Bolsa de Madrid fue del 149% hasta marzo de 2008<sup>7</sup>. Dado que las empresas candidatas para entrar en el índice FTSE4Good IBEX provenían del IBEX 35 y de índices de mediana y pequeña capitalización, nos centramos en aquellas empresas que componen este índice de sostenibilidad y las del resto de los índices IBEX.

En la Figura 1 se muestra la evolución que ha seguido el índice de empresas socialmente responsables respecto a los otros índices IBEX, durante el período comprendido entre abril de 2008, fecha en que aparece el FTSE4Good IBEX, y noviembre de 2008. Se aprecia la alta relación existente entre todos, así como los efectos de la crisis en la trayectoria de los indicadores bursátiles.

**Figura 1. Evolución de los índices IBEX 35, IBEX Medium, IBEX Small y FTSE4Good IBEX**



Fuente: Elaboración propia

Como se trata de analizar la hipótesis sobre la existencia de diferencias significativas en las entidades que forman parte del índice de sostenibilidad, el FTSE4Good IBEX, y el resto de las empresas de la muestra, se comparará entre estos dos grupos de empresas: las correspondientes al IBEX 35, IBEX Medium (IBEX-M) e IBEX Small (IBEX-S) que no forman parte del índice FTSE4Good IBEX de sostenibilidad y aquellas que sí forman parte del índice FTSE4Good IBEX y que pueden proceder de los índices anteriores<sup>8</sup>.

El total de la muestra está formada por 87 empresas de las que 32 se consideran socialmente responsables. Dichas empresas vienen recogidas en la Tabla 1 y en la Tabla 2.

**Tabla 1. Empresas que no forman parte del FTSE4Good IBEX**

IBEX 35	IBEX-M	IBEX-S
ABERTIS SE.A	ALMIRALL	AFIRMA
ACCIONA	AUX.FERROCARIL	AMPER
ACERINOX	BA.VALENCIA	AVANZIT
ACS	CEMENT. PORT. VALDERRIBAS	BARON DE LEY
BANCO POPULAR	COR.ALBA	BAVIERA
CINTRA	EBRO PULEVA	CAMPOFRIO
CRITERIA	FAES FARMA	CODERE
ENDESA	GR.CATALANA OCCIDENTE	DURO FELGUERA
FCC	LA SEDA BAR.	DINAMIA
GRIFOLS	NH HOTELES	EUROPA & C
IBERDROLA	TUBACEX	FERSA
INDRA A	VISCOFAN	FLUIDRA
SACYR VALLEHERMOSO	ZARDOYA OTIS	G.A.M.
TECNICAS REUNIDAS	ZELTIA	GR.EMPRESARIAL ENCE
UNION FENOSA		JAZZTEL
		NATRA
		NATRACEUTICA
		PARQUESOL
		REALIA
		RENTA 4
		ROVI
		SERVICE P.S.
		SNIACE
		SOLARIA
		TUBOS REUNIDOS
		UNIPAPEL

**Tabla 2. Empresas que forman parte del FTSE4Good IBEX**

IBEX 35	IBEX-M	IBEX-S	FTSE
ABENGOA	BANCO PASTOR	ANTENA 3 TV	CORP.DERMOESTÉTICA
BANCO SABADELL	PRISA	CIE AUTOMOT	MECALUX
BANCO SANTANDER	PROSEGUR	ERCROS	
BANESTO	SOL MELIA	VIDRALA	
BANKINTER	SOS CUETARA		
BBVA	VOCENTO		
BME			
ENAGAS			
FERROVIAL			
GAMESA			
GAS NATURAL			
I. RENOVABLES			
IBERIA			
INDITEX			
MAPFRE			
OHL			
R.E.C.			
REPSOL YPF			
TELECINCO			
TELEFONICA			

De acuerdo con el objeto del presente trabajo, el análisis del comportamiento financiero de las empresas socialmente responsables se realiza mediante la elaboración de una base de datos de corte transversal, con las variables financieras que aparecen en la literatura citada, bien a nivel teórico o bien en estudios empíricos realizados en otros países. Las variables obtenidas a partir de datos de los mercados financieros se refieren al periodo comprendido entre noviembre 2007 y noviembre 2008. El resto de las variables del estudio requiere información contable y se ha utilizado el ejercicio 2007 por dos motivos fundamentales: para evitar la fluctuación del mercado al calcular la capitalización de la empresa (modificada continuamente debido a factores como la cotización de la acción y el número de acciones que cotizan) y por ser el último ejercicio del que los participantes en los mercados de capitales disponen de información pública sobre las cuentas anuales de las empresas.

De este modo, la base de datos está formada por las siguientes variables:

- **Coefficiente Alfa:** indica el exceso de rentabilidad sobre el riesgo asociado a un valor concreto, debido a sus propias características, en relación con el conjunto del mercado. Se utiliza para la evaluación de un título, comparando su rendimiento con el de un índice bursátil de referencia.
- **Coefficiente Beta:** mide el riesgo sistemático de la rentabilidad de un título en relación a la variación de la rentabilidad del mercado. Si la beta del título es mayor que 1, tiene una volatilidad superior a la del mercado y se denomina agresivo ya que subirá y bajará más que el índice representativo del mercado. Si, por el contrario, la beta es menor que 1 se le denomina defensivo y amortiguará los movimientos del mercado.
- **Volatilidad:** refleja los cambios bruscos en los precios de los distintos valores en función de diferentes variables económicas. Se calcula como la desviación típica anualizada de la tasa de variación del precio de un activo a lo largo de un periodo de tiempo.
- **Rentabilidad financiera (ROE):** relaciona el beneficio neto con los recursos propios implicados en su obtención. Se trata de la rentabilidad final que obtienen los propietarios de la empresa y por lo tanto una medida del coste de oportunidad de invertir en la misma.
- **Beneficio por acción:** es el cociente entre el beneficio neto de una empresa y el número de acciones. Está directamente relacionado con la rentabilidad (y por lo tanto con la cotización) de las acciones, siendo una medida más fiable que el dividendo por acción.
- **Precio valor contable:** este cociente guarda relación con diversos aspectos de la empresa: coste de capital, crecimiento, creación de valor, etc. Valores mayores de la unidad se consideran positivos y proporcionan una visión favorable sobre las expectativas de la empresa, reflejadas en la estimación que realiza el mercado de las mismas.

Los estadísticos descriptivos de las variables aparecen en la Tabla 3.

**Tabla 3. Estadísticos descriptivos**

Variables	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
COEF. ALFA	86	-0,81	0,14	-0,1305	0,17060
COEF. BETA	86	0,14	1,34	0,7341	0,29067
VOLATILIDAD	86	21,28	140,65	57,4834	16,10123
ROE	87	-154,78	175,53	16,2569	33,86146
PRECIO VALOR CONTABLE	87	0,80	57,59	6,3358	8,62472
BENEFICIO POR ACCIÓN	87	-2,25	30,07	1,1571	3,36459



### 3. RESULTADOS DEL ANÁLISIS

Con el fin de contrastar la hipótesis de partida y verificar si existen diferencias significativas entre los dos grupos de empresas considerados, teniendo en cuenta las variables descritas anteriormente, se crea una variable dicotómica que toma el valor 0 para las empresas que no forman parte del FTSE4Good IBEX y el valor 1 para aquellas que se consideran socialmente responsables. La metodología utilizada es el análisis de varianza (ANOVA) de un factor, verificando la hipótesis de la igualdad de las medias de las variables financieras para cada grupo. Los análisis realizados se resumen en la Tabla 4.

**Tabla 4. Análisis ANOVA de las diferentes variables financieras**

Variables	Grupo	N	Media	Desv. típica	Error típico	Interv. Confianza 95%		F	Sig
						L. Inf.	L. Sup.		
Coef. Alfa	0	55	-0,1605	0,18698	0,02521	0,2111	0,1100	4,965	0,029
	1	31	-0,0771	0,12218	0,02194	0,1219	0,0323		
	Total	86	-0,1305	0,17060	0,01840	0,1670	0,0939		
Coef. Beta	0	55	0,6862	0,29516	0,03980	0,6064	0,7660	4,302	0,041
	1	31	0,8190	0,26630	0,04783	0,7214	0,9167		
	Total	86	0,7341	0,29067	0,03134	0,6717	0,7964		
Volatilidad	0	55	57,5193	18,1966	2,45363	52,600	62,4385	0,001	0,978
	1	31	57,4197	11,7696	2,11389	53,102	61,7368		
	Total	86	57,4834	16,1012	1,73624	54,031	60,9355		
ROE	0	55	16,2490	31,8788	4,29854	7,6309	24,8670	0,000	0,998
	1	32	16,2705	37,5583	6,63944	2,7293	29,8118		
	Total	87	16,2569	33,8614	3,63033	9,0401	23,4738		
Precio Valor Contable	0	55	5,9756	7,5945	1,02405	3,9225	8,0287	0,259	0,612
	1	32	6,9550	10,2598	1,81369	3,2559	10,6540		
	Total	87	6,3358	8,6247	0,92467	4,4976	8,1740		
B° por acción	0	55	1,3055	4,15352	0,56006	0,1827	2,4284	0,289	0,592
	1	32	0,9019	1,11686	0,19743	0,4992	1,3046		
	Total	87	1,1571	3,36459	0,36072	0,4400	1,8742		

A partir de los resultados obtenidos, se pueden realizar los siguientes comentarios:

**Coefficiente alfa:** las acciones de las empresas RSC han presentado un alfa superior en promedio a las no incluidas en este índice<sup>9</sup>, además esta diferencia es estadísticamente significativa al 95% de confianza, de acuerdo con el nivel de significación de la prueba F (con un valor de 4,97) que es 0,029. Por tanto, debemos rechazar la hipótesis de que el exceso de rentabilidad sobre el riesgo es igual para las empresas socialmente responsables y aquellas que no lo son.

De esta forma, las acciones de las empresas socialmente responsables obtienen una rentabilidad, adicional a su riesgo sistemático, superior a las empresas que no reúnen estos requisitos, por lo que es de esperar que estas empresas supongan una mejor oportunidad de inversión al proporcionar más rentabilidad que la correspondiente por su riesgo. Se trataría por lo tanto del “alfa ético” señalado por Velasco (2006).

**Coefficiente Beta:** el resultado del análisis ANOVA sobre las betas de ambos grupos de empresas muestra diferencias estadísticamente significativas a un nivel de confianza del 95%, como se desprende del valor del test F (4,3). En este caso, ha resultado superior el valor medio del coeficiente beta en las empresas socialmente responsables (0,82) respecto a las no incluidas en el índice (0,69). Esto supone que las empresas del índice FTSE4Good IBEX en promedio

presentan un mayor riesgo sistemático, reaccionan con mayor sensibilidad a las oscilaciones del mercado y por lo tanto proporcionan una mayor prima de mercado. No obstante, dado su valor promedio no se trata de inversiones agresivas y se pueden considerar como empresas defensivas ante movimientos bajistas de la Bolsa.

**Volatilidad:** como se desprende del valor del parámetro F (0,001), no se han detectado diferencias estadísticamente significativas al 95% entre ambos grupos de empresas, por lo tanto presentarían unos niveles similares de riesgo. No se ha encontrado evidencia en la línea del trabajo de Mori (2008) que detectaba menor volatilidad en el mercado bursátil londinense para las acciones de las empresas socialmente responsables, respecto a las de un índice general.

**ROE:** la rentabilidad que obtienen los propietarios de las empresas que forman el índice responsable, medida por el ratio ROE, presenta un valor promedio del 16,27%, superior al 16,25% de las empresas de otros índices. Sin embargo, el resultado del análisis ANOVA muestra que no se han encontrado diferencias estadísticamente significativas entre ambos valores, como se puede apreciar por el valor nulo de F.

**Precio valor contable:** las acciones de las empresas socialmente responsables presentan unas mejores expectativas de valoración en el mercado, un promedio de 6,96 frente al 5,98 de las empresas de otros índices. No obstante, esta diferencia no es estadísticamente significativa al nivel del 95% debido al valor de F (0,26).

**Beneficio por Acción:** a las empresas socialmente responsables les corresponde un menor beneficio neto por acción, con un valor promedio de 0,90 frente a 1,31 de las empresas que se consideran en otros índices. En cualquier caso, estas últimas presentan una mayor dispersión y el valor de F (0,29) obtenido para esta variable señala que esta diferencia no es estadísticamente significativa.

#### **4. CONCLUSIONES**

Existe un creciente interés en el mundo académico y empresarial por los temas de responsabilidad social corporativa, incentivado por el empuje que los gobiernos y la sociedad en general dan a las empresas para que tomen las medidas oportunas de manera que su comportamiento se considere más responsable. Esto es aún más necesario en el momento actual por la crisis de confianza que afecta a los intermediarios y mercados financieros, donde la adopción de buenas prácticas puede contribuir a la recuperación de la confianza en el sistema financiero.

Sin embargo, el hecho de que las empresas estén cada vez más vinculadas a conceptos de responsabilidad por motivos sociales no es suficiente para que se produzca un auténtico desarrollo. Aunque la vertiente social es relevante, a la empresa le interesa también la vertiente económica y esta no debe verse penalizada por la adopción de buenas prácticas.

Por todo ello, en el presente trabajo se ha considerado de importancia para el desarrollo de la RSC contrastar la hipótesis sobre si las empresas incluidas en el índice de sostenibilidad español FTSE4Good IBEX, presentan un comportamiento diferente a sus semejantes en el resto de índices IBEX y que pudiera ser atribuido a la identificación de estas empresas con aspectos éticos y socialmente responsables.

De este modo, se ha comprobado que las acciones de las empresas socialmente responsables obtienen una rentabilidad superior para un mismo riesgo sistemático, respecto a las empresas que no reúnen estos requisitos, el denominado “alfa ético”, lo que representaría un aliciente para los inversores. También se ha detectado diferencias significativas en cuanto a su sensibilidad ante las oscilaciones del mercado, siendo mayor la prima de mercado en el caso de las empresas que pertenecen al índice sostenible. De todas formas, el valor promedio del coeficiente beta de las empresas con buenas prácticas es inferior a 1 y pueden considerarse como títulos defensivos que amortiguarían las caídas bursátiles.

Por lo que respecta al resto de las variables, la volatilidad es inferior en la cotización de las empresas RSC, si bien no existen diferencias significativas entre ambos grupos. Igual ocurre con la rentabilidad financiera y el precio valor contable; siendo ambas superiores en las empresas pertenecientes al FTSE4Good IBEX, no se confirma esta diferencia a nivel estadístico. Lo mismo se puede afirmar en el caso del beneficio por acción, aunque el valor de esta variable es mayor en las empresas no incluidas en el índice.

El estudio realizado confirma que las empresas con buenas prácticas son tan rentables como el resto, e incluso en los mercados financieros pueden ofrecer una prima adicional. Este comportamiento es una de las condiciones necesarias para que se desarrolle la ISR (y por tanto la RSC), de forma que los ahorradores que deseen invertir responsablemente puedan percibir una buena rentabilidad y no ser penalizados financieramente por ello.

## NOTAS

<sup>1</sup> Según De la Cuesta (2005), las inversiones socialmente responsables son aquellas que a los tradicionales criterios financieros añaden criterios sociales y medioambientales, permitiendo a los inversores combinar objetivos financieros con valores sociales.

<sup>2</sup> La ISR es una de las principales causas que impulsan la RSC desde los mercados financieros, fundamentalmente por el poder que tienen los inversores institucionales a través de los fondos de inversión y de pensiones, así como en este caso deberían tener las organizaciones religiosas, las organizaciones sociales y las fundaciones (AECA, 2009).

<sup>3</sup> Organización sin ánimo de lucro que promueve las buenas prácticas empresariales en el Reino Unido.

<sup>4</sup> Los ahorradores que deseen invertir con criterios sociales no deberían ver mermada por ello su rentabilidad.

<sup>5</sup> Índice bursátil que incluye a las compañías españolas líderes en buenas prácticas y en RSC.

<sup>6</sup> FTSE (2006) “Serie de índices FTSE4Good: Añada valores a su inversión”.

[http://www.ftse.com/Indices/FTSE4Good\\_Index\\_Series/Downloads/Brochure\\_spanish.pdf](http://www.ftse.com/Indices/FTSE4Good_Index_Series/Downloads/Brochure_spanish.pdf) (consultado en enero, 2010).

<sup>7</sup> Comparando la serie histórica de cinco años hasta el 31 de marzo de 2008, el FTSE4Good IBEX alcanzó una revalorización superior a la del IBEX 35 que fue de 120%. Además, en ese mismo periodo el FTSE4Good IBEX tuvo una menor volatilidad, de 14,87 frente a la del IBEX 35 que resultó de 16,35.

<sup>8</sup> La información sobre las empresas que integran el IBEX 35, IBEX Medium Cap, IBEX Small Cap y FTSE4Good IBEX se ha obtenido de la página web de la bolsa de Madrid ([www.bolsamadrid.es](http://www.bolsamadrid.es)), según consulta realizada en noviembre de 2008.

<sup>9</sup> Los valores son negativos probablemente debido a la coyuntura actual del mercado de valores, como puede verse en el gráfico de la evolución de índices (Figura 1).

## BIBLIOGRAFÍA

- AECA (2009): *Inversión Socialmente Responsable: Estrategias, Instrumentos, Medición y Factores de Impulso*, Documento número 5, AECA, Serie Responsabilidad Social Corporativa.
- BACKHAUS, K.B.; STONE, B.A. y HEINER, K. (2002): “Exploring the Relationship Between Corporate Social Performance and Employer Attractiveness”, *Business and Society*, Vol. 41, No. 3, pp. 292-318.

- BALAGUER, M.R. y MUÑOZ, M.J. (2003): *Análisis de los Fondos de Inversión Éticos y Solidarios Españoles: Evaluación de la Performance Social y Financiera*, Universitat Jaume I, (Castellón).
- CALVERT (2005): *Corporate Sustainability Report*, Calvert: Bethesda.
- DE LA CUESTA, M. (2005): "Las Inversiones Socialmente Responsables como Palanca de Cambio Económico y Social", *Revista Futuros*, 11, Vol. III, en <http://www.revistafuturos.info> (consultado en octubre 2008)
- DELOITTE (2003): *Investing in Responsible Business*, A Deloitte, CSR Europe and Euronext Survey, Publicado: 19 November 2003; 36 pág. En <http://www.euractiv.com/en/sustainability/investing-responsible-business/article-110208> (consultado en octubre, 2008).
- FERNÁNDEZ, M.; ARAGÓ, V.; MATALLIN, J.C. y NIETO, M.L. (2009): "Do investors in Spain react to news on Sustainability and Corporate Social Responsibility (CSR)?", *International Journal of Sustainable Economy*, Vol. 1, No. 3, pp. 227-244.
- GARZ, H.; VOLK, C. y GILLES, M. (2002): *More gain than pain*, SRI: Sustainability pays off, WetsLB Panmure, Londres
- MARGOLIS, J.D. y WALSH, P. (2001): *People and Profits?: the Search for Link Between a Company's Social and Financial Performance*, Lawrence Erlbaum Associates Publishers, Mahwah, New Jersey.
- MAIGNAN, I.; FERRELL, O.C. y HULT, G.T. (1999): "Corporate Citizenship: Cultural Antecedents and Business Benefits", *Journal of the Academy of Marketing Science*, Vol. 27; No. 4, pp. 455-469.
- MCWILLIAMS, A. y SIEGEL, D. (2000): "Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification", *Strategic Management Journal*, Vol. 21, pp. 603-609.
- MONEVA, J.M.; RIVERA, J.M. y MUÑOZ, M.J. (2007): "The Corporate stakeholder commitment and social and financial Performance", *Industrial Management & Data Systems*, Vol. 107, No. 1, pp. 84-102.
- MOORE, G. (2001): "Corporate Social and Financial Performance: an Investigation in the UK Supermarket Industry", *Journal of Business Ethics*, Vol. 34, No. 3/4, pp. 299-315.
- MORI, I. (2008): *The Value of Corporate Governance: The Positive Return of Responsible Business*, Business in the Community (BITC), en <http://www.bitc.org.uk/financialimpact> (consultado en octubre 2008).
- MUÑOZ, M.J., RIVERA, J. y MONEVA, J.M. (2008): "Evaluating Sustainability in Organizations: A Fuzzy Logic Approach", *Industrial Management & Data Systems*, Vol. 108, pp. 829-841.
- NIETO, M y FERNÁNDEZ, R. (2004): "Responsabilidad Social Corporativa: la Última Innovación en Management", *Universia Business Review*, Primer trimestre, pp. 28-39 .
- ORLITZKY, M. y BENJAMIN, J.D. (2001): "Corporate Social Performance And Firm Risk: A Meta-Analytic Review", *Business and Society Review*, Vol. 40, No. 4, pp. 369-396.
- ORLITZKY, M.; SCMDT, F.L. y RYNES, S.L. (2003): "Corporate Social and Financial Performance", *Organization Studies*, Vol. 24, No. 3, pp. 403-433.
- PIMENTEL, A. (2002): *La responsabilidad social de las empresas*, El estado de la publicidad y el corporate en España y Latinoamérica, Pirámide, Madrid.
- ROYO, J. (2006): *Los Fondos de Inversión Socialmente Responsables en España*, Mito y Realidades de la Responsabilidad Social Corporativa en España. Un enfoque multidisciplinar, cap. XIII, Civitas Ed, Madrid.
- SIMPSON, W.G. y KOHERS, T. (2002): "The Link Between Corporate Social and Financial Performance: Evidence from the Banking Industry", *Journal of Business Ethics*, Vol. 35, No. 2, pp. 97-109.
- VELASCO, J. (2006): Ponencia de apertura de la Jornada "Sector Financiero y Responsabilidad Social", Madrid, 7 de febrero de 2006.

