

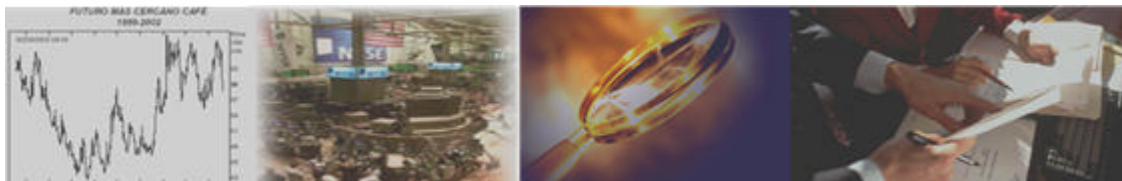


APLICACIÓN DE LA RSC EN LA EVALUACIÓN FINANCIERA



Jaime Silos Leal

Germán Granda Revilla



Índice de contenidos

1. Introducción	3
2. Muestra	4
2.1 Datos de la muestra	4
2.2 Desglose de compañías	5
3. Metodología	6
3.1 Variables financieras	6
3.2 Variables no financieras	7
4. Análisis	8
4.1 Relación entre beta y las variables no financieras	9
4.2 La selección de compañías	10
4.2.1 Ranking no sesgado	12
4.2.2 Ranking sesgado.....	12
5. Aplicación real del modelo	15
5.1 Cartera no sesgada	15
5.2 Cartera sesgada.....	16
6. Conclusión	18

1. Introducción

El presente estudio tiene como objetivo explorar una nueva línea de investigación que permita apreciar el impacto de variables ligadas a la Responsabilidad Social Corporativa en la valoración de grandes compañías cotizadas. En concreto, se trata de apreciar qué ocurre cuando introducimos ciertas variables de que ponen de manifiesto un cierto grado de interés por el sostenibilidad en el análisis financiero de las empresas.

No se pretende ser de todo punto exhaustivo, sino que nuestra intención es contribuir a la modelización de variables no cuantitativas en la valoración y selección de activos financieros.

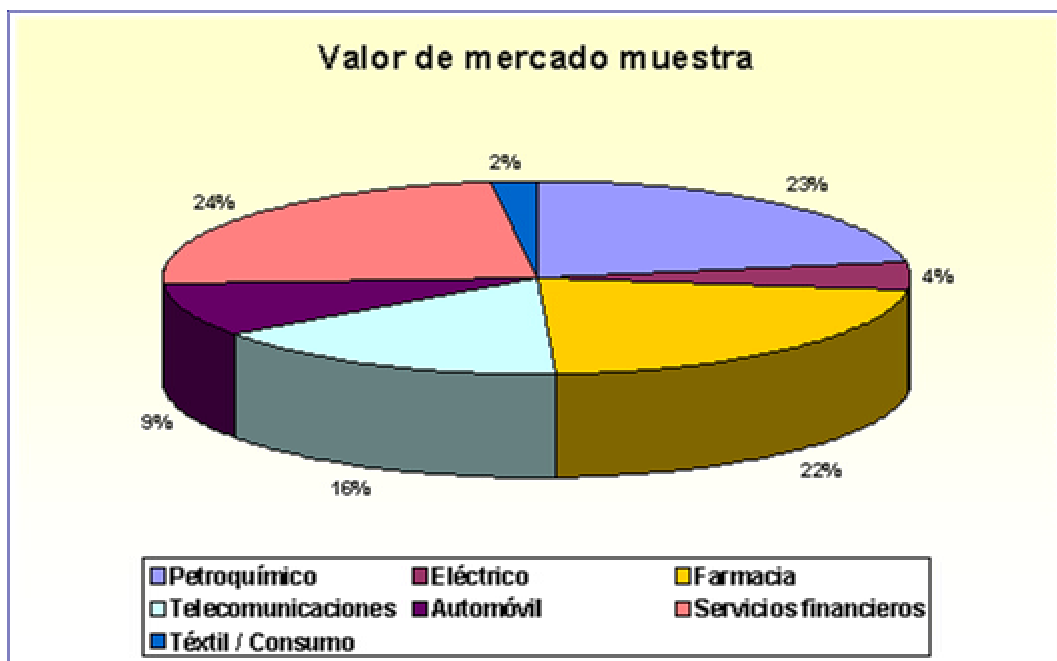
Por lo que respecta a las variables escogidas en el informe como representativas de la gestión de la responsabilidad social corporativa, conviene destacar por obvio que parezca, que en ningún caso los autores contemplan la existencia de estas como una garantía de una gestión socialmente responsable, sino como un indicio de la misma.

2. Muestra

2.1 Datos de la muestra

Para la elaboración de este estudio se han analizado un total de 38 compañías que operan en sectores especialmente representativos. El valor de capitalización de las compañías seleccionadas alcanzan los 3.400 millones de dólares.

Fig. 1



Los sectores escogidos, tanto por su dimensión, como por ser fuente de un cierto grado de escrutinio por parte de la opinión pública, son los reflejados en la tabla 1.

Tabla 1

Sector	Muestra	Capitalización	Peso sector
Petroquímico	5	764	23%
Eléctrico	5	146	4%
Farmacia	5	747	22%
Telecomunicaciones	5	536	16%
Automóvil	6	306	9%
Servicios financieros	6	770	23%
Téxtil / Consumo	6	66	2%
Total	38	3336	100%

2.2 Desglose de compañías

Las compañías seleccionadas responden a criterios tales como tamaño, medido en función de la capitalización bursátil (que suponen el grueso del sector) y a visibilidad de la marca.

Tabla 2

Compañía	Sector
Daimler Crysler FORD General Motors Honda Nissan Toyota	Automóvil
Benneton Boss Holdings GAP Gucci Nike Ralph Lauren	Consumo/textil
Endesa ENEL EON The Southern Co. Suez	Eléctrica
Glaxo Smithkline Johnson & Johnson Merck Novartis Pfizer	Farmacéutica
British petroleum Exxon Petrochina Royal Dutch TOTAL	Petroquímico
American Express bank of america Citi Group HSBC JP Morgan Wells Fargo	Servicios financieros
NTT Docomo Telecom Italia Telefonica Verizon Vodafone	Telecomunicación

3. Metodología

El análisis realizado trata de evaluar las empresas en función de una serie de parámetros. Los primeros ocho responden a criterios puramente financieros, mientras que los tres siguientes tratan de introducir variables ligadas a la responsabilidad social y a la reputación corporativa.

3.1 Variables financieras¹

PER: Número de veces que se paga por cada dólar de beneficio después de impuestos del último cierre de cuentas. Cuanto mayor sea el PER más valorada estará, por tanto, la compañía.

Precio/Valor en libros: Mide el número de veces que el mercado paga por el valor neto contable de la compañía. Que sea distinto de 1 significa que el mercado valora más o menos los recursos propios de la compañía en comparación con lo reflejado en el balance, lo cual es lo más frecuente.

Beneficio operativo: Mide la rentabilidad que se obtiene de las ventas directamente de las operaciones, antes de repercutir costes y gastos generales, así como gastos financieros y cargas no recurrentes.

Beneficio neto: Es el beneficio neto atribuible al grupo, neto de intereses e impuestos.

ROA: Pone en relación el beneficio neto con los activos.

ROE: Es la rentabilidad sobre los recursos propios.

Ratio de deuda: Mide el nivel de deuda de la compañía en relación a los recursos propios. Cuanto mayor deuda asuma una compañía, mayor será el ratio.

¹ La información empleada en este informe ha sido actualizada a comienzos del mes de abril de 2.004.

Beta: Mide el riesgo de la compañía en relación con el mercado de referencia (en nuestro caso el S&P 500) con el que lo queremos comparar. Siendo la beta 1, el riesgo será idéntico al del mercado, lo que significa que un inversor racional exige la misma prima de riesgo a la empresa que al mercado en general. Un beta superior a uno implica mayor riesgo que el mercado, incrementando la rentabilidad exigida, y viceversa. No obstante, hay que recalcar que la beta no compara una compañía con otras del mismo sector, si no con todos los sectores de manera agregada.

3.2 Variables no financieras

Memoria de sostenibilidad: Indica si la compañía publica memoria de triple balance, económico, social y ambiental estando reconocido por Global Reporting Initiative².

Índice sostenible: Hace referencia a que la compañía cotice o no en un índice de sostenibilidad de los dos siguientes: Dow Jones Sustainability World o FTSE4GOOD Global.

Fortune 50: Se tiene en cuenta si la compañía ocupa una de las 50 primeras posiciones en el Ranking 2004 de reputación que publica la revista FORTUNE.

Esta última variable es por supuesto discutible, ya que solo recoge 50 compañías dentro de un universo de miles de compañías cotizadas. No obstante queríamos observar si tuviera un impacto manifiestamente notable en la valoración. Tampoco es tan descabellado si tenemos en cuenta que estamos extrayendo las compañías más representativas de los sectores más representativos.

² Consultar <http://www.globalreporting.org/>

4. Análisis

Si observamos las variables no financieras de la muestra, obtenemos los siguientes resultados:

Tabla 3

	GRI Reporters	Indice sostenible	Forune 50
Número de Compañías	13	22	10
% de la muestra	34%	58%	26%

Como vemos, solo un 34% de las compañías que hemos predefinido como representativas publica memorias de sostenibilidad reconocidas por GRI. Esto contrasta fuertemente con el hecho de que más de la mitad de las mismas compañías coticen en un índice de sostenibilidad. Esto podría interpretarse de en el sentido de que las grandes compañías han dado una mayor prioridad a cotizar en un índice de sostenibilidad que a la publicación de memorias. A nuestro juicio, esto responde a dos motivaciones distintas: por un lado, hay empresas que **aún no están preparadas para informar** de su desempeño a nivel social y ambiental, ya que no se han dotado hasta la fecha de sistemas de gestión de la Responsabilidad Social Corporativa que canalicen toda la información. Por otra parte, puede denotar que la urgencia de poner en valor una política de sostenibilidad puede provenir de la **creciente importancia de criterios de carácter ético por parte gestores de fondos** de cara a sus criterios de inversión, tanto de los que operan dentro del nicho de mercado de Inversión Socialmente Responsable, como de los gestores de mercado “sin sesgo”.

La presencia en el ranking de Fortune, al tratarse de una variable ajena a la compañía, apenas da lugar a interpretación.

Nuestro análisis se va limitar a observar como varían los porcentajes cuando solapamos variables financieras con no financieras.

En la práctica, nuestro objetivo consiste en discriminar aquellas compañías cuyo comportamiento destaca con respecto a su sector. Para ello emplearemos la media aritmética de cada variable y ver en qué situación está la compañía analizada, para finalmente conformar una opinión.

4.1 Relación entre beta y las variables no financieras

Una primera cuestión que se puede plantear es ¿afectan las variables escogidas en este estudio al riesgo inherente a una compañía específica, en términos de beta? En este sentido, podemos preguntarnos cuantas compañías que cumplen con los criterios ligados a la reputación y responsabilidad social que hemos establecido anteriormente, tienen una beta inferior a la media del mercado.

Los resultados son los siguientes:

Tabla 4

	GRI	Indice sostenible	Fortune 50
Compañías que aplican	17	27	13
Beta inferior a la media	6	11	8
Porcentaje	35%	41%	62%

Como podemos apreciar en la tabla 4, solo un 35% de las compañías que publican una memoria de sostenibilidad presentan un riesgo no sistemático inferior al de mercado, prácticamente replica la proporción del número de compañías antes de haberlas sometido al filtro de riesgo. En el caso de compañías cotizadas en un índice de sostenibilidad se produce un fuerte descenso, lo que puede dar lugar a pensar que un índice sostenible entraña más riesgos que el S&P 500. La variable que parece más correlacionada es la posición en la revista FORTUNE 50.

En este punto, conviene aclarar que no se trata de relaciones de causalidad, sino de mera observación de la repetición de un suceso. Sí parece lógico, no obstante, pensar que una mejor reputación (FORTUNE) aporte una mayor tranquilidad a los inversores. Siguiendo con este hilo argumental podríamos entender que cuanto mayor notoriedad real ostente una compañía, mayor nivel escrutinio será ejercido sobre la misma, y estará disponible un mayor volumen de información en el mercado. Por ende, un número mayor de analistas cubrirán el valor, disminuyendo el margen de error en sus estimaciones. Este efecto se traslada al mercado reduciendo la incertidumbre y con ella, la volatilidad del valor, que en definitiva determina el riesgo de la compañía en bolsa.

No obstante, parece que este análisis peca de superficial e insuficiente. Para ello vamos a introducir más variables financieras en el análisis y comparar los resultados.

4.2 La selección de compañías

El siguiente análisis consiste en agrupar las compañías por sectores de actividad. A continuación, comparamos cada una de las variables cuantitativo-financieras con la media del sector y se extraen aquellas que estén por encima de la media de la industria. En este caso recibirá un punto la compañía evaluada por cada variable en la que destaque sobre el mercado y cero si está por debajo de la media. A efectos aclarativos diremos que, en los casos de las variables de riesgo beta y apalancamiento financiero, se entiende mejor que el mercado el que esté por debajo de la media.

En cuanto a las variables no financieras, se sumará un punto cuando se verifique la variable observada, sin penalizar cuando no se cumpla. Por ejemplo, si la compañía cotiza en un índice sostenible puntuará, de lo contrario recibirá un 0 en este campo.

En resumen, vamos a comparar compañías en función de 11 variables, 8 financieras y tres no financieras, dando a cada una la misma ponderación ($1/11=9\%$). Finalmente extraeremos a las dos compañías que hayan obtenido una mayor puntuación.

A modo de ejemplo insertamos la tabla del sector petroquímico.

Tabla 5

Variables Financieras			
Compañía	PER	Precio / Valor Contable	Margen neto
British petrollum	17,99	2,41	4,49%
Exxon	13,36	3,07	8,50%
TOTAL	13,8	3,06	6,59%
Royal Dutch	13,09	2,29	6,47%
Petrochina	11,08	2,23	23,31%
Promedio	13,86	2,61	9,87%

Compañía	Margen operativo	ROI	ROE
British petrollum	7,42%	6,27%	14,19%
Exxon	11,82%	12,95%	26,16%
TOTAL	11,16%	7,82%	21,66%
Royal Dutch	11,30%	8,17%	18,63%
Petrochina	33,73%	13,59%	21,53%
Promedio	15,09%	9,76%	20,43%

Compañía	Deuda / Recursos Propios	Beta
British petroleum	29,40%	0,66
Exxon	11,50%	0,415
TOTAL	61,50%	0,604
Royal Dutch	27,70%	0,769
Petrochina	21,30%	0,662
Promedio	30,28%	0,622

Variables no financieras

Compañía	GRI	Indice Sostenible	Fortune 50
British petroleum	1	1	1
Exxon	0	0	1
TOTAL	1	1	0
Royal Dutch	1	1	1
Petrochina	0	0	0
Total	3	3	3

Ranking del sector

Compañía	
1	Exxon
2	TOTAL
3	British petroleum
4	Petrochina
5	Royal Dutch

Así, en el sector petroquímico habría dos ganadores. Exxon y TOTAL, con una puntuación de 5,5 y 4,5 respectivamente³.

³ Convertido a escala de 1 a 10.

4.2.1 Ranking no sesgado

Del análisis de todos los sectores obtenemos el ranking que se contiene en el anexo I, en el que figuran, como antes apuntábamos, las dos compañías más puntuación han recibido según nuestras matrices. A este primer Ranking le denominamos **no sesgado** ya que le hemos otorgado la misma importancia a cada variable (9%).

Como podemos apreciar, **a medida que añadimos más variables financieras** (no solo la beta) y las conjugamos **con las de carácter no financiero**, apreciamos una **mejora** sustancial de compañías con políticas más definidas de responsabilidad social.

El siguiente cuadro muestra que las compañías seleccionadas como mejores en su industria, sí tienen una **beta inferior** con respecto a sus propios sectores en un 64% de los casos. De ellas, la **mitad publican memoria de tripe balance**. No obstante esta vez, la variable más común entre las compañías seleccionadas es el hecho de que coticen en **índices de sostenibilidad**.

Tabla 6

	Beta < Mercado	Reporters Cotizadas	Fortune
% Compañías	64%	50%	71%

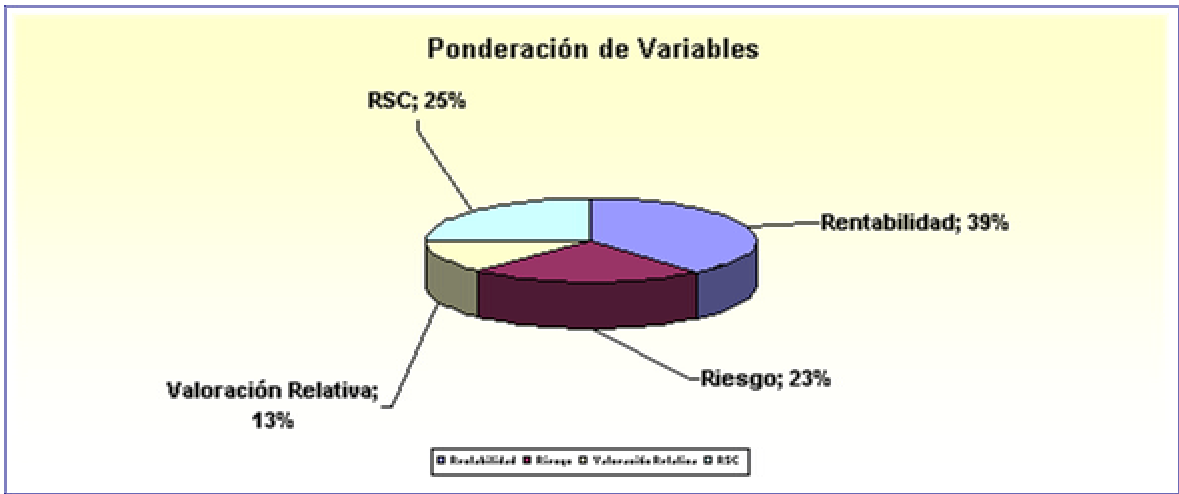
4.2.2 Ranking sesgado

No todas las variables tienen la misma importancia. Unas miden el riesgo, otras son indicadores de lo “caro” o “barato” que cotiza una compañía con respecto a su sector. Por otra parte, muchas están directamente relacionadas con otras. Así por ejemplo, la rentabilidad sobre recursos propios es una función directa de, entre otros, el margen neto, de la rentabilidad de los activos y del nivel endeudamiento.

De esta forma, sesgamos de manera subjetiva y, por tanto, absolutamente abierta a debate, ponderando más las variables de rentabilidad. Para este sesgo hemos realizado una clasificación que agrupa las siguientes variables.

- Rentabilidad
- Riesgo
- Valoración relativa de mercado
- Responsabilidad Social Corporativa

Figura 2



A continuación se muestra el desglose de la ponderación de cada variable:

Tabla 7

Sesgo	Variable	Peso
Rentabilidad	Margen neto	2%
	Margen operativo	10%
	ROI	7%
	ROE	20%
Riesgo	Beta	20%
	Deuda / Recursos Propios	3%
Valoración	PER	10%
	Precio / Valor Contable	3%
RSC	GRI	10%
	Indice Sostenible	10%
	Fortune 50	5%
	Total	100%

Fruto de sesgar la ponderación de variables se producen cambios en el Ranking, lo cual parece lógico. No obstante, llama la atención que pese a que hay variables que llegan a pesar más del doble que en el ranking anterior, mientras que otras se reducen en hasta un 80%, el esquema general del Ranking ha variado poco a efectos de este estudio.

4 compañías se ven sustituidas en el ranking, mientras que solo una de ellas pierde su liderazgo dentro del sector. Una industria donde sí que se ha producido un cambio radical es la de telecomunicaciones, donde la ponderación de las variables ha desbancado a las dos compañías preseleccionadas.

Como vemos, aun sesgando nuestro modelo para que discrimine las compañías hacia la rentabilidad un 71% de las compañías preseleccionadas permanece en el ranking. Si excluyésemos el factor de las telecomunicaciones, la cifra ascendería hasta el 83%.

Otro punto interesante es observar lo poco que varían las estadísticas del ranking. El porcentaje de compañías con **beta inferior** al mercado y **que coticen en un índice** de sostenibilidad **se mantienen constantes** a pesar de que hayamos incrementado un 122% el peso de la beta y un 11% el del índice. El número de reporters desciende ligeramente y cae dramáticamente la variable Fortune.

Tabla 8

	Beta < Mercado	Reporters	Cotizadas	Fortune
% Compañías	64%	43%	71%	43%

Esto nos lleva a pensar que la inclusión de variables de Responsabilidad Social Corporativa en el análisis financiero y, más concretamente de gestión de carteras aporta solidez al análisis. Además, según la metodología que ha seguido el presente estudio, las compañías pioneras se han posicionado en la mayoría de los sectores al frente de la Responsabilidad Social Corporativa y el desarrollo sostenible. Por último, la manera de abordar esta estrategia ha comenzado por los propios mercados financieros, tal y como muestran las estadísticas.

5. Aplicación real del modelo

Hemos querido finalizar nuestro estudio tratando de trasladar la teoría a la práctica. En concreto nos hemos preguntado qué hubiera ocurrido si hubiéramos empleado nuestro modelo a la gestión de carteras durante el último ejercicio (abril 2003-Abril 2004).

5.1 Cartera no sesgada

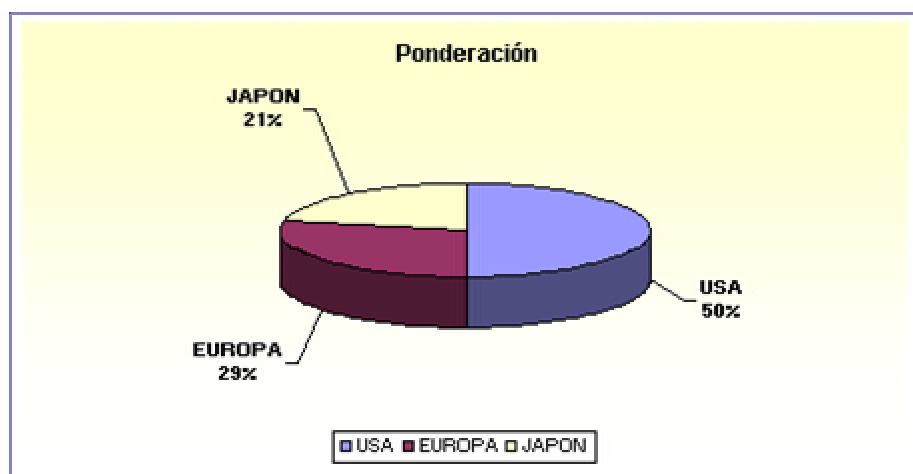
Empleando un modelo de gestión pasiva (sin modificar la composición de la cartera) y otorgando el mismo peso en la composición inicial a cada uno de los 14 valores obtenemos lo siguiente:

Tabla 9

Rentabilidad anual	
Exxon	24,57%
Total Fina	41,50%
ENEL	35,99%
Southern	7,19%
Glaxo	23,57%
Johnson & Johnson	-10,04%
Telecom Italia	48,21%
NTT Docomo	14,46%
Honda	29,71%
Toyota	46,90%
Citi Group	43,32%
Bank of america	15,76%
Nike	43,76%
Ralph Lauren	59,91%
Rentabilidad Media	28,97%

La diversificación internacional por mercados de nuestra cartera modelo sería la siguiente:

Figura 3



En este periodo, la rentabilidad de los principales índices de referencia fue la siguiente:

Tabla10

Índice	Rentabilidad anual
Dow Jones	22,38%
Eurostoxx	18,21%
Nikkei	51,76%
Promedio equivalente[*]	27,65%

En la parte inferior hemos calculado el denominado promedio equivalente, esto es, la rentabilidad promedio tomando en cuenta los factores geográficos de nuestra cartera modelo.

De esta manera, hubiéramos batido a los principales índices, objetivo básico del gestor de carteras. Un 1,32% de retorno por encima del mercado supone en términos relativos un 5% de variación en la rentabilidad.

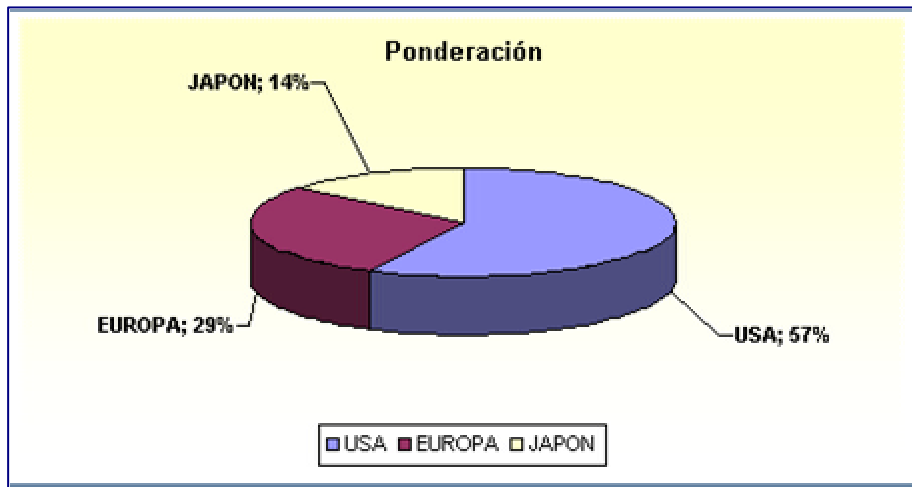
5.2 Cartera sesgada

Repitiendo el mismo proceso en el caso de nuestra selección de valores con nuestros sesgos de rentabilidad/riesgo antes mencionados, este sería el resultado:

	Rentabilidad anual
Total Fina	41,50%
Exxon	24,57%
ENEL	35,99%
Southern	7,19%
Glaxo	23,57%
Merck	-14,92%
Verizon	2,39%
Telefonica	50,98%
Honda	29,71%
Toyota	46,90%
City Group	43,32%
Wells Fargo	23,98%
Nike	43,76%
Ralph Lauren	59,91%
Rentabilidad Media	29,92%

En este caso, las ponderaciones geográficas se distribuirían de la siguiente manera:

Figura 4



En este caso, la rentabilidad ajustada de los principales índices hubiera sido:

Tabla 11

Índice	Rentabilidad anual
Dow Jones	22,38%
Eurostoxx	18,21%
Nikkei	51,76%
Promedio equivalente*	25,57%

Como vemos, estábamos en lo cierto al sesgar el modelo si lo que pretendíamos era maximizar el retorno de nuestra cartera. La cartera superaría en un 4,34% el retorno total, lo que supone un incremento del 8% en términos relativos. También bate a nuestra cartera no sesgada en un 1% (3,2% relativo).

6. Conclusión

La pregunta que nos surge es: ¿Estamos realmente ante un nuevo paradigma de la gestión que optimice el valor de los inversores? ¿Nos encontramos ante la constatación definitiva de que la ética es rentable? Nada nos complacería más que realizar esta afirmación, pero en primer lugar, no era este el objetivo de nuestro estudio. Por otra parte, un universo de compañías cotizadas tan vasto precisaría de una muestra lo suficientemente representativa. El haber preseleccionado las compañías de mayor tamaño es un condicionante a priori que tiene un impacto en los resultados.

Así mismo, desde un punto de vista técnico, serían necesarias series históricas más largas y una serie de cálculos estadísticos que no han sido realizados en el presente informe por no ser ese nuestro objetivo.

Para concluir, sería necesario un mayor consenso acerca de qué entendemos por responsabilidad social corporativa, ya que existe cierta confusión terminológica. De la misma manera, es preciso determinar unas variables que puedan dar una mayor garantía de que la RSE se desarrolla de manera integrada dentro del negocio de la compañía, ya que no existe, a modo de ejemplo, una relación causa-efecto entre publicar una memoria de sostenibilidad y ser socialmente responsable. Más aún, cuando dichas memorias pueden ser publicadas dando cumplimiento a todas las directrices que establece Global Reporting Initiative (“*in accordance*”), o de una manera más laxa, siguiendo las líneas principales.

Anexo I

Ranking no sesgado

	Compañía	industria	Beta vs. Sector	GRI	Indice Sost	Fortune 50	Pur
1	Exxon	Petroquímica	Inferior			si	
2	TOTAL FINA	Petroquímica	Inferior	Reporter	Cotiza		
1	ENEL	Eléctrica	Inferior	Reporter	Cotiza		
2	Southern	Eléctrica	Inferior				
1	Glaxo Smithkline	Farmacéutica	superior	Reporter		si	
2	Johnson & Johnson	Farmacéutica	Inferior		Cotiza	si	
1	Telecom Italia	Telecomunicación	superior	Reporter	Cotiza		
2	NTT Docomo	Telecomunicación	superior	Reporter	Cotiza	si	
1	Honda	Automóvil	Inferior		Cotiza	si	
2	Toyota	Automóvil	superior		Cotiza	si	
1	Citi Group	Servicios financieros	superior	Reporter	Cotiza	si	
2	Bank of america	Servicios financieros	Inferior		Cotiza	si	
1	Nike	Consumo/textil	Inferior	Reporter	Cotiza		
2	Ralph Lauren	Consumo/textil	Inferior				

	Beta < Mercado	Reporters	Cotizadas	Fortune
% Compañías	64%	50%	71%	57%

Anexo II
Ranking sesgado

	Compañía	industria	Beta vs. Sector	GRI	Indice Sost	Fortune 50	Punt
1	TOTAL FINA	Petroquímica	Inferior	Reporter	Cotiza		6
2	Exxon	Petroquímica	Inferior			si	5
1	ENEL	Eléctrica	Inferior	Reporter	Cotiza		9
2	Southern	Eléctrica	Inferior				7
1	Glaxo Smithkline	Farmacéutica	superior	Reporter		si	7
2	Merck	Farmacéutica	superior		Cotiza	si	5
1	Verizon	Telecomunicación	Inferior		Cotiza		7
2	Telefonica	Telecomunicación	superior	Reporter	Cotiza		6
1	Honda	Automóvil	Inferior		Cotiza	si	7
2	Toyota	Automóvil	superior		Cotiza	si	7
1	Citi Group	Servicios financieros	superior	Reporter	Cotiza	si	6
2	Wells Fargo	Servicios financieros	Inferior		Cotiza		5
1	Nike	Consumo/textil	Inferior	Reporter	Cotiza		8
2	Ralph Lauren	Consumo/textil	Inferior				6

	Beta < Mercado	Reporters	Cotizadas	Fortune
% Compañías	64%	43%	71%	43%

Bibliografía y documentación

Reuters: www.reuters.com

Global Reporting Initiative:

FTSE4GOOD: <http://www.ftse.com/ftse4good/>

Dow Jones Sustainability Indexes: <http://www.sustainability-indexes.com/>

Global Reporting Initiative: <http://www.globalreporting.org/>

European Sustainable and Responsible Investment Forum: <http://www.eurosif.org/>

Bloomberg: www.bloomberg.com

