



**Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de León**

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Curso 2019 / 2020

**¿INFLUYE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE DE LOS
PAÍSES EN SU NIVEL DE DESARROLLO SOSTENIBLE? EVIDENCIA
EMPÍRICA EN EUROPA (2015-2017)**

**DOES THE SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENT OF THE
COUNTRIES INFLUENCE ON THEIR LEVEL OF SUSTAINABLE
DEVELOPMENT? EMPIRICAL EVIDENCE IN EUROPE (2015-2017)**

Realizado por el alumno David del Prado Martínez

Tutelado por la profesora Almudena Martínez Campillo

León, a 10 de Diciembre de 2019.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

RESUMEN	5
ABSTRACT	6
INTRODUCCIÓN	7
OBJETIVOS	9
METODOLOGÍA	10
1. INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE (ISR)	11
1.1 Responsabilidad Social Corporativa (RSC).	11
1.2 De la RSC a la Inversión Socialmente Responsable (ISR).	19
1.2.1 La ISR: definición, características y tipos de estrategias.	19
1.2.2 Impacto de la ISR en la rentabilidad.	23
1.2.3 Situación actual de la ISR a nivel mundial y nacional.	26
2. CRECIMIENTO ECONÓMICO VERSUS DESARROLLO SOSTENIBLE	31
2.1 Crecimiento económico: concepto e indicadores.	31
2.2 Desarrollo sostenible: concepto e indicadores.	33
3. INFLUENCIA DE LA ISR EN EL DESARROLLO SOSTENIBLE.	46
3.1 Relación entre ISR y desarrollo sostenible.	46
3.2 Impacto de la ISR en el desarrollo sostenible de los países: revisión de la literatura.	48
3.3 Impacto de la ISR en el desarrollo sostenible de los países: un estudio en Europa.	49
3.3.1 Objetivo	49
3.3.2 Muestra	48
3.3.3 Medida de las variables	56
3.3.4 Resultados	57
4. CONCLUSIONES	60
5. REFERENCIAS	64

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1.1. Pirámide de Carroll	12
Figura 1.2. Matriz conceptual RSC	16
Figura 1.3. Principios del Pacto Mundial	18
Figura 1.4. Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU	19
Figura 1.5. Principios para la Inversión Responsable (PRI)	21
Figura 2.1: Principales características del desarrollo sostenible	34
Figura 2.2. Cálculo del MEW	37
Figura 2.3. Dimensiones del Índice de Pobreza Multidimensional (IPM)	39
Figura 2.4. Dimensiones del bienestar del índice SEDA	40
Figura 3.1. Círculo virtuoso de la ISR	46
Figura 3.2. Contribución de la ISR al desarrollo sostenible	48

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1. Índices de S&P 500 con y sin empresas con criterios ISR	25
Gráfico 1.2. Diferencias en rentabilidad entre empresas con y sin criterios ISR	26
Gráfico 1.3. Proporción de ISR a nivel mundial (2018)	27
Gráfico 1.4. Estrategias de ISR a nivel mundial (millones de \$, 2016-2018)	29
Gráfico 1.5. Estrategias de ISR en España (millones de €, 2015-2017)	30
Gráfico 2.1. Relación entre IPG y PIB per cápita en EEUU (1950-2004)	36
Gráfico 2.2. Relación entre puntuación SEDA y PIB per cápita	41

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1.1. Estrategias RSC a partir de la colaboración Empresa-Gobierno	17
Tabla 1.2. Funciones del Sector Público para fomentar la RSC	17
Tabla 1.3 Variación porcentual de la ISR a nivel mundial (2014-2018)	28

Tabla 2.1. Dimensiones del Índice de los Objetivos de Desarrollo Sostenible	44 & 45
Tabla 3.1. Evolución de la ISR en Alemania (en millones de euros, 2015-2017)	50
Tabla 3.2. Evolución de la ISR en Austria (en millones de euros, 2015-2017)	50
Tabla 3.3. Evolución de la ISR en Bélgica (en millones de euros, 2015-2017)	51
Tabla 3.4. Evolución de la ISR en Dinamarca (en millones de euros, 2015-2017)	51
Tabla 3.5. Evolución de la ISR en España (en millones de euros, 2015-2017)	52
Tabla 3.6. Evolución de la ISR en Francia (en millones de euros, 2015-2017)	52
Tabla 3.7. Evolución de la ISR en Italia (en millones de euros, 2015-2017)	53
Tabla 3.8. Evolución de la ISR en Países Bajos (en millones de euros, 2015-2017)	53
Tabla 3.9. Evolución de la ISR en Polonia (en millones de euros, 2015-2017)	54
Tabla 3.10. Evolución de la ISR en Reino Unido (en millones de euros, 2015-2017)	54
Tabla 3.11. Evolución de la ISR en Suecia (en millones de euros, 2015-2017)	55
Tabla 3.12. Evolución de la ISR en Suiza (en millones de euros, 2015-2017)	55
Tabla. 3.13. Estadísticos descriptivos y correlaciones bivariadas	57
Tabla. 3.14. Resultados de la prueba <i>t</i> de Student.	59

RESUMEN

La tendencia actual de muchas entidades financieras a incluir la Inversión Socialmente Responsable entre sus productos ha puesto en el mapa el papel que este tipo inversiones puede jugar dentro de nuestra sociedad, lo que unido a una mayor preocupación por las cuestiones sociales y medioambientales ha provocado que el desarrollo sostenible sea un objeto primordial a día de hoy. Este trabajo, tras definir qué es la Responsabilidad Social Corporativa, primero analiza qué es la Inversión Socialmente Responsable, así como las diferentes estrategias que existen al respecto, junto con los efectos que tiene en la rentabilidad de los fondos. Seguidamente, después de explicar teóricamente la diferencia entre crecimiento económico y desarrollo sostenible, se centra en los diferentes indicadores que existen para medirlos. Por último, una vez revisada la literatura sobre la relación entre Inversión Socialmente Responsable y desarrollo sostenible de los países, a continuación, se realiza un análisis estadístico a partir de una muestra de 12 países europeos entre 2015-2017 para estudiar el posible impacto de la Inversión Socialmente Responsable tanto en el crecimiento económico, medido por el PIB per cápita, como en el desarrollo sostenible, cuantificado por el Índice de Desarrollo Humano.

PALABRAS CLAVE:

Responsabilidad Social Corporativa, Inversión Socialmente Responsable, Desarrollo sostenible, Índice de Desarrollo Humano, Crecimiento económico, PIB per cápita.

ABSTRACT

The tendency of many financial institutions to include Socially Responsible Investment among their financial products has put on the map the role that this type of investment can have within our society, which coupled by a growing concern for social and environmental issues has caused that sustainable development is considered as a key objective at the present time. This project, after defining Corporate Social Responsibility, firstly analyzes what Socially Responsible Investment is as well as the different strategies that exist, along with the effects that this investment produces on funds rentabilities. Then, after theoretically explaining the difference between economic growth and sustainable development, it focuses on the different indicators existing to measure them. Finally, once the literature about the relationship between Socially Responsible Investment and sustainable development of the countries is reviewed, consecutively a statistical analysis is carried out comprehending a sample of 12 european countries between 2015-2017, to study the possible impact of Socially Responsible Investment both in economic growth, measured by GDP per capita and sustainable development, quantified by the Human Development Index.

KEYWORDS:

Socially Responsible Investment, Corporate Social Responsibility, Sustainable development, Human Development Index, Economic growth, GDP per capita.

INTRODUCCIÓN

En los últimos años, la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) ha pasado a jugar un papel muy importante tanto en las empresas, a la hora de aplicarla, como en los consumidores, a la hora de tenerla en cuenta en sus decisiones de compra (Aguinis & Glavas, 2019). Respecto a las empresas, las principales razones para abordar este tipo de iniciativas van desde simplemente mejorar la imagen corporativa para ganar cuota de mercado hasta realmente implicarse con la sociedad, el medioambiente y la creación de valor a largo plazo. En cuanto a los consumidores, según un informe elaborado por la consultora McKinsey, hasta dos terceras partes de la generación “*millennial*” (nacidos entre los años 80 y 90) están de acuerdo con la expresión: “*Mis decisiones de inversión son una manera de expresar mis valores sociales, políticos o medioambientales*”.

Así como los consumidores pueden jugar un papel importante a través de presiones a las empresas socialmente irresponsables y mediante la disposición a pagar más por las empresas socialmente responsables, los inversores pueden influir desde el punto de vista de la financiación. A este respecto, la Inversión Socialmente Responsable (ISR) consiste en aplicar las políticas de RSC a las decisiones de inversión en los mercados financieros (Nath, 2019). Por tanto, las ISR son aquellas inversiones que consideran factores medioambientales, sociales y de buen gobierno para la toma de decisiones, junto con otros criterios financieros tradicionales (Mikołajek-Gocejna, 2018).

La ISR surge, en parte, para dar una solución a los fallos que tiene el mercado, ya que deja de lado ciertos aspectos vitales para la sociedad. Dado que el sector público no siempre cubre los fallos del mercado, es necesario que el sector privado tome cartas en el asunto (Haigh & Hazelton, 2004). Debido a ello, las ISR cada vez tienen más peso a nivel mundial. Además, aunque históricamente ha existido un debate acerca de si este tipo de inversión financiera es rentable o no, con dos tendencias claramente diferenciadas, los estudios académicos previos que concluyen que la ISR genera retornos positivos superan con creces a aquéllos que encuentran que genera pérdidas (Auer, 2016; Azmi, Mohamad & Shah, 2019). Por otro lado,

la ISR afecta no sólo a la empresa en la cual se produce dicha inversión, sino también en el contexto en el cual participa dicha empresa, pudiendo favorecer su desarrollo sostenible (Herringer, Firer & Viviers, 2009; Easton & Pinder, 2018). Todo ello justifica que sea un tema de creciente interés en la actualidad y con una enorme trascendencia tanto a día de hoy como en el futuro a corto y a largo plazo.

Teóricamente, la ISR puede contribuir a la sostenibilidad económica, social y medioambiental de un país, ya que promueve el desarrollo de sus infraestructuras, la preservación de sus recursos naturales y la protección del medioambiente, el compromiso cívico y social, y la reducción de los niveles de pobreza, siendo uno de los canales que pueden ser utilizados por los países para abordar algunos de los problemas tradicionalmente relacionados con el crecimiento económico. Sin embargo, según nuestro conocimiento, apenas hay estudios empíricos a nivel internacional que traten de analizar el verdadero impacto de las ISR en el desarrollo sostenible de los países. Además, no existe ninguna investigación al respecto en el contexto europeo, a pesar de ser los países que tienen la mayor proporción de ISR en la inversión total de este tipo que se realiza a nivel mundial.

Todo lo anterior explica que, tras realizar una revisión de la literatura centrada tanto en la ISR como en el desarrollo sostenible como oposición al mero crecimiento económico, el objetivo principal del presente Trabajo Fin de Grado sea responder a la siguiente cuestión: *¿Influye la ISR en el desarrollo sostenible de los países?* Para ello, una vez considerados los escasos estudios existentes al respecto y después de desarrollar un estudio descriptivo acerca del crecimiento de los fondos de ISR en Europa entre 2015 y 2017, diferenciando entre países y en función de la estrategia utilizada, seguidamente se realiza un estudio explicativo para conocer si existen diferencias estadísticamente significativas entre los países europeos, tanto en el nivel de crecimiento económico como de desarrollo sostenible, en función de la cantidad de fondos invertidos en ISR en dicho periodo. Ello permitirá saber si la ISR realizada en Europa simplemente tiene un fin económico, si, efectivamente, está contribuyendo en términos de desarrollo sostenible, es decir, de compromiso social y sostenibilidad ambiental de los países, o si realmente no está ejerciendo ninguna influencia en los dos indicadores analizados.

OBJETIVOS

El objetivo principal del presente Trabajo Fin de Grado es estudiar la relación que existe entre la ISR y el desarrollo sostenible de los países. En base a ello, se plantean los siguientes objetivos secundarios:

- Profundizar en los aspectos conceptuales más importantes respecto a la RSC, la ISR y el desarrollo sostenible, a fin de asentar la base teórica del trabajo.
- Presentar la evidencia empírica previa sobre el impacto de la ISR en la rentabilidad del inversor, así como la situación actual de la ISR a nivel mundial y nacional.
- Explicar la importancia del desarrollo sostenible de los países frente a su mero crecimiento económico, presentando los principales indicadores para su correcta medición.
- Analizar el papel que la ISR puede ejercer en el logro del desarrollo sostenible de los países, mejorando así los estándares de vida de la sociedad, y revisar la escasa literatura existente respecto a dicha relación causal.
- Realizar un estudio estadístico, cuyos resultados permitan obtener evidencia empírica inédita sobre la relación entre la ISR de los países europeos y su contribución al crecimiento económico y al desarrollo sostenible.

METODOLOGÍA

La metodología empleada en este Trabajo Fin de Grado difiere en función de la naturaleza teórica o práctica de las actividades realizadas. Así, para la *parte teórica*:

- Se ha realizado una revisión bibliográfica de *artículos de revistas científicas y manuales*, tanto nacionales como internacionales, relacionados con el concepto más general de RSC y con el más particular de ISR. También se ha revisado literatura académica sobre el desarrollo sostenible y sus indicadores, así como sobre su posible relación con la ISR.
- Se ha efectuado una exploración exhaustiva de información publicada sobre la ISR en *revistas económicas especializadas, periódicos y páginas Web*.
- Se han *recogido y tratado datos* sobre la ISR procedentes de organismos internacionales, tales como la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), Eurostat, Eurosif, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), Spainsif... así como información emitida por importantes empresas privadas del sector financiero español: Banco Santander, BBVA...

Además, se ha realizado un *estudio empírico* inédito sobre la relación existente entre la ISR de los países europeos y, por un lado, su crecimiento económico, y, por otro lado, su desarrollo sostenible. Para ello, se han seguido tres fases:

- *Diseño empírico*: Se ha escogido la muestra de países objeto de estudio, así como el periodo muestral y los diferentes indicadores para medir la ISR, el crecimiento económico y el desarrollo sostenible.
- *Recopilación de datos*: La información sobre los distintos indicadores relativos a los países de la muestra durante el periodo analizado se ha extraído de tres fuentes de información: SPAINSIF, EUROSTAT y PNUD.
- *Análisis estadístico*: El estudio empírico realizado integra un *análisis descriptivo*, un *análisis de correlaciones* bivariadas (correlación de *Pearson*) y, finalmente, un *análisis de diferencia de medias* entre dos muestras independientes (*t de Student*). Para ello se ha empleado el programa estadístico SPSS versión 19.

1. INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE (ISR).

1.1 RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA (RSC).

La Responsabilidad Social Corporativa (RSC) puede ser definida como *“la asunción voluntaria por parte de las empresas de responsabilidades derivadas de los efectos de su actividad sobre el mercado y la sociedad, así como sobre el medio ambiente y las condiciones de desarrollo humano”* (Aguinis & Glavas, 2019). Por tanto, a partir de esta definición, cabe deducir las siguientes características de la RSC:

- Es una nueva forma de gestión empresarial centrada en el compromiso social y las relaciones con los stakeholders.
- Se adopta voluntariamente.
- Implica ir más allá de las obligaciones económicas y legales.
- Supone una ventaja competitiva basada en el compromiso con la sociedad y el medio ambiente, pudiendo conducir a las empresas a obtener una mejor imagen y un incremento de sus resultados económicos, sociales y medioambientales.

La RSC ha protagonizado un auge desde su creación hasta nuestros días, siendo ahora una de las cuestiones más importantes dentro de una empresa. Según el Libro Verde de la Comisión Europea (2001), ésto se debe a varios factores:

- Crecimiento de las expectativas de los ciudadanos en torno a las empresas y cambio industrial a nivel global.
- Mayor preocupación por criterios sociales, así como por el desgaste ambiental generado por el auge económico.
- Capacidad para controlar las operaciones de los negocios gracias a redes sociales y medios de comunicación.

También reflejaba esta preocupación Joan Antoni Melé, uno de los referentes principales de la banca ética (ex-director de Triodos Bank, entidad que se dedica a la banca ética en Cataluña, actual asesor), que en una entrevista de Borja Vilaseca (2008) en El País, declaraba que “*nuestro poder como ciudadanos ya no reside tanto en el voto como en el consumo*”.

Respecto a los orígenes de la RSC dentro de la literatura, se considera primordial la obra “*Social Responsibilities for the Businessman*”, de Howard R. Bowen, en 1953, pudiendo, por tanto, considerar a Bowen como el creador de dicho término. A pesar de que ya era un concepto establecido en la sociedad, no fue hasta el año 1984, con la “*Teoría de los Stakeholders*” de Ed Freeman, cuando se introdujo dentro de la teoría de la empresa lo que es la responsabilidad de una corporación con la sociedad. Con la introducción del término de los “*stakeholders*”, se da a entender que la organización tiene consecuencias directas en ciertos individuos, tanto dentro como fuera de dicha organización, con los que tiene un compromiso directo e indirecto, como con los accionistas, proveedores, clientes, empleados... etc.

Pero si se quiere conocer lo que es la RSC, es importante no confundir la ética con el cumplimiento de las leyes a las que se enfrenta una empresa. Para ello, vamos a utilizar la denominada “*Pirámide de Carroll*” (1991), recogida en la Fig 1.1, que nos permite distinguir entre diferentes niveles de RSC de una empresa.

Fig. 1.1. Pirámide de Carroll.



Fuente: Carroll (1991).

En la base de la pirámide, podemos ver que una empresa tiene una serie de responsabilidades *económicas*, esto es, la razón esencial de su existencia. Aquí se engloba la función que preste la empresa a la sociedad (el producto que fabrique, el servicio que preste etc.). En el siguiente escalón, nos encontramos con las responsabilidades *legales*. La empresa realiza una función y compite con otras empresas bajo un marco legal determinado. Este marco dependerá de la región en la que se encuentre, así como al sector al que pertenezca y otra serie de variables. Hasta aquí nos encontramos con todo aquello que exigimos obligatorio para la supervivencia de cualquier empresa. Más arriba, están las responsabilidades *éticas*, que engloban todo aquello que nosotros como consumidores esperamos o “tenemos fe” que hagan las empresas. Es decir, aquello que consideramos que está bien o que es justo. Por último, en la cima de la pirámide, se encuentran las responsabilidades *filantrópicas*, aquellas en las que la empresa se implica para mejorar la sociedad en la que vive. Por ejemplo, otorgando fondos para investigaciones contra enfermedades, cooperando con el medio ambiente, favoreciendo el crecimiento de su comunidad económica...

A partir de esta base, ya se puede intuir qué es la RSC. Pero, ¿es necesario que las empresas tengan que estar implicadas con la sociedad o por el contrario tienen que centrarse únicamente en su propio beneficio? Se pueden diferenciar dos corrientes en torno al pensamiento acerca de cuál es el compromiso que debe tener una empresa con la sociedad (Vives, 2015):

- Por un lado, encontramos una corriente de pensamiento que defiende que las empresas deben estar comprometidas con la sociedad a la que pertenecen, siguiendo esta corriente autores mencionados anteriormente como Freeman, Carroll, Bowen...
- Por otro lado, está la tendencia de gente que critica la RSC desde distintas perspectivas. La tendencia general acostumbra a situar a autores como Milton Friedman y a Adam Smith como unos de los mayores críticos con la RSC. Milton Friedman, Premio Nobel de Economía de 1976, afirmaba en su libro “*Capitalism and Freedom*” que “*el negocio de los negocios es hacer negocios*”, pero también dijo en su artículo “*The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*” que “*La responsabilidad del ejecutivo es manejar los negocios de acuerdo los deseos de los accionistas deseos, que generalmente es ganar tanto dinero como sea posible,*

cumpliendo con las reglas básicas de la sociedad, tanto las establecidas en las leyes como aquellas plasmadas en las costumbres éticas". Por tanto, Friedman también admitía que, a la hora de dirigir su empresa, el ejecutivo tenía que cumplir ciertas costumbres éticas, lo que en su momento era una idea vaga de la RSC. Lo mismo sucede con Adam Smith, a quien siempre se le conoció como el padre del libre mercado, y un crítico de la RSC. Es muy común que en los manuales de RSC aparezca esta cita de Adam Smith en su libro *"Riqueza de las Naciones"*: *"No es de la benevolencia del carnicero, del cervecero, o del panadero, de quienes debemos esperar nuestra cena, sino de la preocupación de estos por sus propios intereses (...). Por regla general, no intenta promover el bienestar público ni sabe cómo está contribuyendo a ello"*. Pero anteriormente, en su obra titulada *"La Teoría de los Sentimientos Morales"*, Adam Smith afirmaba que *"Por muy egoísta que se suponga que es el hombre, es evidente que hay en su naturaleza algunos principios, que le hacen interesarse por el bienestar de los demás"*.

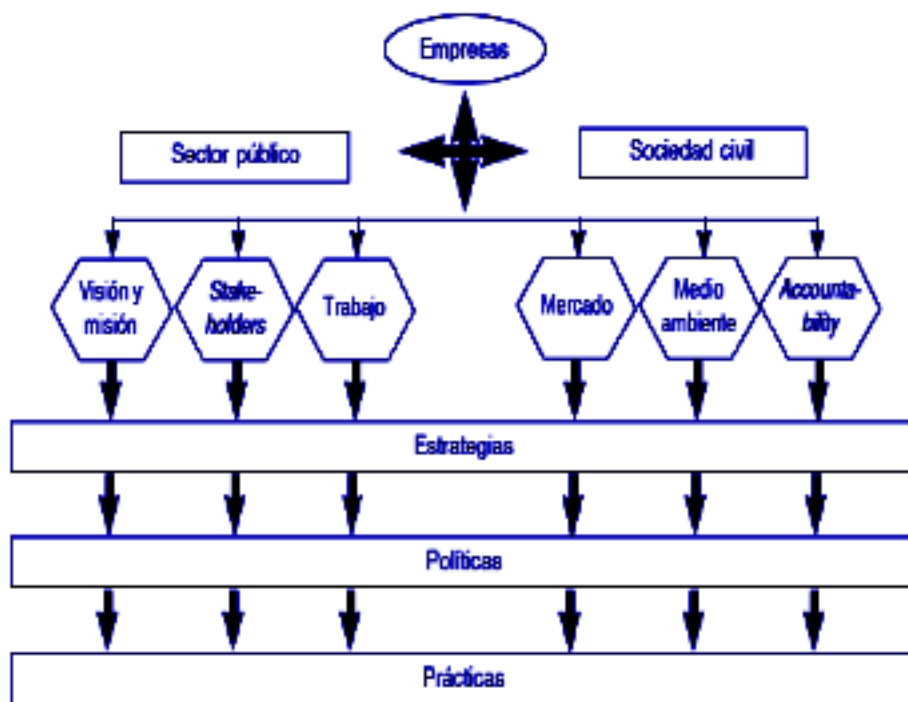
Efectivamente, la imagen que en un primer momento se puede tener de Friedman y Smith es muy distinta de la que era en realidad. Pero al margen de ellos, sigue existiendo cierta controversia en torno a los límites de la responsabilidad social de la empresa (Vives, 2015). En esta tendencia crítica con la RSC, existen diversos personajes importantes que apuntan a que las empresas se centran en ella exclusivamente con fines que buscan una mejora de su reputación, como el caso de Sánchez Legrán (2017), Presidente y fundador de una ONG como FACUA (Federación de Asociaciones de Consumidores y Usuarios de Andalucía), donde en su artículo *"¿Existe la Responsabilidad Social de las empresas o es sólo marketing?"* asegura que la mayoría de compañías tienen preocupación por la RSC por cuestiones exclusivamente de marketing y por una mejora de su imagen de cara a posibles clientes. Llama la atención que desde una ONG se tengan tales sospechas sobre la verdadera intención de las empresas a la hora de tener un compromiso con la sociedad. Otro autor clásico como por ejemplo Levitt (1958), en su artículo: *"The dangers of Social Responsibility"*, afirma que *"la responsabilidad de los negocios es la de obtener beneficios, y la responsabilidad del Gobierno es encargarse del bienestar social"*. Como se puede advertir, es un debate que lleva años vigente, aunque con esta afirmación Levitt inicia otro

debate. Es decir, no sólo exime a los negocios de su responsabilidad social, sino que inicia el debate sobre el papel que debe jugar el Gobierno en materia RSC.

A nivel internacional, existen muchos factores y escándalos que han ido condicionando la política que han provocado que se alejara el interés de temas como la importancia de favorecer el desarrollo sostenible. Por ejemplo, lo sucedido en EEUU, la continua polémica del Gobierno de Donald Trump ha permitido que cualquier relación con los problemas de índole social pasará a un segundo plano. También lo son cuestiones como el Brexit en el Reino Unido o la situación de Cataluña en España, temas actuales muy polémicos que acaparan mucha parte de la atención en la actualidad.

Este es uno de los ejemplos de que no podemos fiar el compromiso social exclusivamente a los Gobiernos y al sector público. Precisamente bajo el mandato de Trump, Scott Pruitt, administrador de la EPA (Environmental Protection Agency - Agencia de la Protección del Medio Ambiente), niega la existencia del cambio climático. Ello es muy llamativo para alguien que ostenta su cargo, cuando investigaciones recientes han sacado a la luz que desde el año 2002 las empresas petrolíferas y de la industria del gas han contribuido con más de 300000 dólares a la campañas de Scott Pruitt para su puesto en la EPA, lo cual incita a pensar que hay intereses oportunistas e individualistas de por medio. Es de una gravedad importante que un cargo vital para la protección medioambiental haya recibido donaciones de la industria petrolífera. Además, Scott Pruitt fue quien ordenó la anulación del Plan de Energía Limpia comenzado por Obama durante el anterior mandato. Cuando esta investigación sale a la luz, es comprensible que la población se sienta insegura acerca de sus Gobiernos. Aquí es donde las empresas deben dar un paso adelante y comprometerse de verdad con la sociedad. La Fig. 1.2 representa cómo el sector público puede aportar a la RSC y cómo puede apoyar a las empresas en su compromiso social (Lozano, Albareda & Ysa, 2005).

Fig 1.2. Matriz conceptual de la RSC.



Fuente: Lozano, Albareda & Ysa (2005).

Para que el esfuerzo en RSC sea útil, las empresas deben incorporar esta nueva filosofía de gestión en su visión y misión, ya que tendrá un efecto tanto sobre los propios stakeholders como sobre el mercado. En función de dicha visión, se aplicarán ciertas estrategias, pudiendo ser apoyadas por las políticas del Gobierno. Así, como señalan Lozano, Albareda & Ysa (2005), *“el éxito para empresas y gobiernos estriba en su progresiva capacidad para afrontar conjuntamente, cada uno desde su especificidad institucional, el desarrollo de la RSC”*.

De esta forma, como se puede observar en la Tabla 1.1, dependiendo de las estrategias de RSC llevadas a cabo por las empresas o por el Gobierno, es posible encontrar las situaciones siguientes:

Tabla 1.1. Estrategias de RSC a partir de la colaboración Empresa-Gobierno.

		Gobierno	
		Ausencia de estrategia	Fomentar la RSE
Empresa	Ausencia de estrategia	Falta de iniciativas	Iniciativas públicas unidireccionales de control
	Contribuir al desarrollo de marcos de RSE	Iniciativas empresariales individuales	Visión compartida Iniciativas públicas de facilitación y combinación de recursos (diálogo, partenariado y redes)

Fuente: Lozano, Albareda & Ysa (2005).

Sin iniciativas no habrá ningún tipo de progreso. Una estrategia unilateral que se base en fomentar la RSC (estrategia del Gobierno sin apoyo de la empresa) o en contribuir a la RSC (estrategia de la empresa sin apoyo gubernamental) no será suficiente. Lo más deseable es alcanzar una visión compartida, con diálogo y combinación de recursos para poder tener un verdadero compromiso social y un impacto positivo en la sociedad. Por su parte, en un informe realizado por el Banco Mundial en 2002 se publican por primera vez una serie de funciones que se le suponen al sector público para fomentar la RSC (Tabla 1.2).

Tabla 1.2. Funciones del sector público para fomentar la RSC.

Obligar	Legislación de obligación y control	Regulación e inspección	Sanciones e incentivos legales y fiscales
Facilitar	Legislación facilitadora de actuaciones Apoyo financiero	Creación de incentivos Aumento de la concienciación	Capacitación Estimulación de mercados
Colaborar	Combinación de recursos	Implicación de stakeholders	Diálogo
Promocionar	Apoyo político		Difusión y reconocimiento

Fuente: Lozano, Albareda & Ysa (2005).

En concreto, el sector público tiene la importante función de dar publicidad y difusión a la RSC. Como se puede ver en la Fig 1.3, Kofi Annan, durante su etapa como Secretario General de la Organización de Naciones Unidas (ONU), puso en marcha en el año 2000 (modificados posteriormente en 2004) los 10 principios del Pacto Mundial, dirigidos especialmente a las empresas, con el objetivo de promover su compromiso social.

Fig 1.3. Principios del Pacto Mundial de la ONU.

Derechos Humanos	Normas Laborales	Medio Ambiente	Lucha contra la Corrupción
<ul style="list-style-type: none"> • Apoyar y respetar la protección de los Derechos Humanos • No ser cómplices en la vulneración de los Derechos Humanos. 	<ul style="list-style-type: none"> • Apoyar la libertad de afiliación y la negociación colectiva. • Apoyar la eliminación de todo trabajo forzoso • Apoyar la erradicación del trabajo infantil. • Apoyar la abolición de prácticas de discriminación. 	<ul style="list-style-type: none"> • Mantener un enfoque preventivo que favorezca el medio ambiente. • Fomentar las iniciativas que promuevan una mayor responsabilidad ambiental. • Favorecer el desarrollo y la difusión de las tecnologías respetuosas con el medio ambiente. 	<ul style="list-style-type: none"> • Trabajar contra la corrupción en todas sus formas posibles.

Fuente: Elaboración propia a partir de Pacto Mundial (2019).

Además, el sector público también se ha marcado objetivos a cumplir para los países. Así, en septiembre de 2015, los 193 países miembros de la ONU llegaron a un acuerdo para llevar a cabo los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible, una serie de metas a medio plazo para poder mejorar las condiciones medioambientales, sociales y económicas a nivel mundial, conocidas bajo el nombre de “Agenda 30” y que podemos observar en la Fig 1.4.

Fig 1.4. Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU.



Fuente: ONU (2019a).

El sector público debe, además de recomendar, legislar y promover la aplicación de políticas de RSC, guiando a las empresas e impulsando sanciones para aquellas que incumplan de forma reiterada los criterios establecidos previamente. Por último, los consumidores debemos dar un paso adelante a la hora de saber qué productos consumir y en qué debemos invertir. En definitiva, cada vez más, parece necesaria una colaboración entre las tres partes, sector público, empresas y consumidores, para poder estimular la RSC y el compromiso social, además de una cooperación entre los Gobiernos de los diferentes países.

1.2 DE LA RSC A LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE (ISR).

1.2.1 La ISR: definición, características y tipos de estrategias.

Así como los consumidores pueden jugar un papel importante a través de presiones a las empresas socialmente irresponsables y mediante la disposición a pagar más por las empresas socialmente responsables, los inversores pueden influir desde el punto de vista de la financiación. Como inversores, podemos beneficiarnos de una rentabilidad al mismo tiempo que estamos financiando a una empresa con la que podemos compartir ciertos valores o ideales (Haigh & Hazelton, 2004).

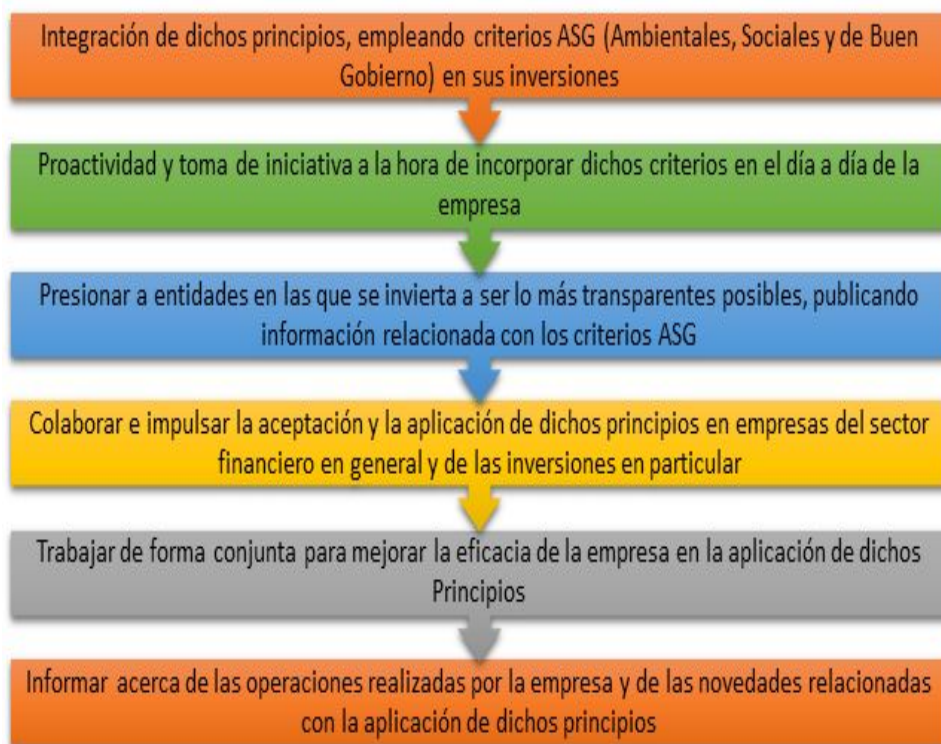
La Inversión Socialmente Responsable (ISR) puede ser definida como *“la aplicación de las políticas de Responsabilidad Social Corporativa (RSC) a las decisiones de inversión en los mercados financieros”* (Nath, 2019). En definitiva, *“el objetivo final de la ISR es la construcción de un mundo más sostenible a través de empresas que asuman su responsabilidad social respecto a todos sus stakeholders, por muy lejos que se encuentren en el espacio o en el tiempo, como en el caso de las generaciones futuras”* (Ng, 2019). Por tanto, las ISR son aquellas inversiones que consideran factores medioambientales, sociales y de buen gobierno para la toma de decisiones, junto con otros criterios financieros tradicionales (Mikołajek-Gocejna, 2018).

Para poder considerar una inversión como ISR, ésta tiene que cumplir los denominados *“Principios para la Inversión Responsable”* (PRI), establecidos por la ONU. Son 6 principios que se redactaron en 2005 en una reunión organizada por el entonces Secretario General de la ONU, Kofi Annan, en la que también participaron la UNEP Finance Initiative, el Pacto Mundial y un grupo de inversores de diversas instituciones a nivel internacional, apoyados por expertos de la industria de la inversión y de la sociedad civil.

Tal como señaló Ban Ki Moon, Secretario General de la ONU hasta 2016, *“los principios del PRI complementan el Pacto Mundial de la ONU, que pide a las empresas integrar en sus estrategias y operaciones un conjunto de principios universales en derechos humanos, normativa laboral, medio ambiente y contra la corrupción”*. Los 6 principios del PRI que

definen las principales características que deben cumplir este tipo de inversiones financieras son los que aparecen en la Figura 1.5.

Figura 1.5. Principios para la Inversión Responsable (PRI).



Fuente: Elaboración propia a partir de ONU (2019b).

Tanto a nivel nacional como internacional, los productos financieros más comunes dentro de la ISR se pueden clasificar en las siguientes tipologías (De la Cuesta González & Galindo García, 2005; Van Dijk de Groota & Nijhof, 2015):

- *Fondos de Inversión Éticos*: El inversor se asegura que sus fondos van a parar a empresas que cumplen con un código ético determinado. Para conseguir esto, existen diferentes estrategias que vamos a analizar a continuación:
 - *Realización de una discriminación negativa*: La principal estrategia de ISR son las “Exclusiones” de aquellos fondos que tienen conductas no éticas o socialmente irresponsables. Los ejemplos más comunes de discriminación negativa son la eliminación de empresas que pertenezcan a sectores determinados con un impacto negativo para la sociedad (tabaco, pornografía, mercado de las apuestas, industria

armamentística, industria del alcohol...). Otro criterio de eliminación que suele aplicarse es no considerar a empresas que no cumplan con ciertos principios éticos o morales, como cualquier actitud que vaya en contra de los derechos humanos, la responsabilidad medioambiental...

También basada en la discriminación negativa, otra estrategia de ISR es el “*Screening basado en normas*”, tal que los criterios de exclusión empleados no son dictados por los gestores de los activos, sino que se centran en si se cumple o no la normativa internacional con respecto a algún tema concreto. Suelen utilizarse como referencia medidas del Pacto Nacional de la ONU, los Objetivos de Desarrollo Sostenible...

- *Realización de una discriminación positiva*: estas estrategias suponen considerar a aquellas empresas que siguen un código ético determinado, que fomentan el progreso de la comunidad local, que ofrecen programas de formación o que colaboran de alguna forma con el medio ambiente, a la hora de elegir qué empresa recibirá una ISR. A este respecto, la estrategia conocida como “*Integración de criterios ASG (Ambientales, Sociales y de buen Gobierno)*” es la más empleada en los últimos años. Seguidamente, se encuentra el “*Engagement y Voting*”, que hace referencia al poder y a la capacidad de voto que poseen los inversores en las Juntas de Accionistas. También cabe destacar la estrategia conocida como “*Best in Class*”, que se aplica a un nivel más exhaustivo, eligiendo a las empresas con los mejores resultados en función de criterios específicos del sector. Finalmente, con menos relevancia dentro las estrategias de discriminación positiva, se encuentran las “*Inversiones de Impacto*”, que son aquéllas que cuantifican el efecto provocado, tanto a nivel de impacto en la sociedad como en la rentabilidad del inversor, para poder observar con claridad las consecuencias derivadas de realizar dicha inversión. Además, están las “*Inversiones Temáticas o Sostenibles*”, que son aquéllas realizadas en sectores muy concretos considerados dentro de la RSC (por ejemplo, en la dimensión social, ayudas en educación para alumnos con necesidades especiales).

- *Fondos de Inversión Solidarios*: Estos fondos tienen una importante diferencia respecto de los fondos de inversión éticos. Las inversiones se pueden realizar en cualquier empresa, sin ningún tipo de discriminación positiva ni negativa. Una vez obtenida la rentabilidad, el partícipe puede renunciar a ella para acudir a una ONG o bien puede realizarlo la entidad gestora que controla el fondo de inversión. La principal desventaja de estos fondos de inversión respecto de los éticos es que con los estos últimos se evita que haya una contradicción. Es decir, con un fondo de inversión solidario se puede financiar una empresa de la industria armamentística y que la rentabilidad obtenida vaya a parar a una ONG que reúne fondos para ayudar a los heridos en zonas de guerra. Sin embargo, con un fondo de inversión ético se invertirá directamente en una empresa socialmente responsable.
- *Microcréditos*: Son fondos que se otorgan a pequeños empresarios que suelen tener dificultades para obtener financiación en la banca tradicional. El objetivo es que puedan comenzar su negocio con una pequeña ayuda y así poder fomentar el empleo en esa región, cumpliendo la labor social de favorecer a comunidades locales.

1.2.2 Impacto de la ISR en la rentabilidad.

Existe una cierta creencia en la sociedad de que, al invertir en fondos socialmente responsables, el inversor pierde rentabilidad en comparación con invertir sin seguir esos criterios, ya que o bien se excluye a ciertas empresas de la cartera que podrían generar ganancias, o bien, se tiene que realizar un esfuerzo en conocer qué empresa es más responsable en lugar de qué empresa es más rentable (Nath, 2019).

A nivel académico, existen estudios que demuestran que aquellas empresas que normalmente estarían fuera de una inversión por un criterio de exclusión terminarían siendo más rentables que aquellas que pueden ser consideradas socialmente responsables (Hong & Kacperczyk, 2009). Sin embargo, también hay estudios que demuestran que son precisamente las ISR las que generan un mayor rendimiento financiero (Muzindutsi & Sekhampu, 2013; Azmi, Mohamad & Shah, 2019). En la práctica, hay varios factores a tener en cuenta para considerar si la ISR garantiza rentabilidad o no. Al invertir en empresas que garantizan los principios socialmente responsables, el inversor se asegura que la empresa en la cual invierte sigue

ciertos criterios que le permiten, por ejemplo, minimizar el riesgo de caídas en el valor de sus acciones. Es más difícil que empresas que han superado ciertos criterios de exclusión y son consideradas responsables socialmente sufran escándalos debidos a irresponsabilidad con el medio ambiente (como sucedió con Volkswagen) o a denuncias debido a supuestos atentados contra los derechos humanos (la polémica de Nike y la explotación infantil). Así, el Director de Inversiones de Tressis, Ignacio Perea, asegura que la ISR *"no es ni más rentable ni menos rentable que la inversión tradicional, pero tiene toda la gama de activos y al tener más filtros y no sólo la pura cuenta de resultados, a largo plazo es una inversión menos arriesgada"* (Perea, 2018).

Por otra parte, Sébastien Eisinger, Jefe de Inversiones de Pictet Am, introduce una serie de ventajas y afirma que las ISR *"tienen sentido comercial, por varias razones (...) En primer lugar, a medida que los gobiernos de todo el mundo se preparan para cumplir los objetivos del acuerdo de París sobre calentamiento global es probable que la regulación ambiental sea un mayor riesgo (...) otro incentivo procede del poder del consumidor, cada vez más consciente del efecto de las empresas en la sociedad y medio ambiente. Como resultado, la percepción de marca y lealtad del cliente -activos intangibles parte del valor de mercado de una empresa- cada vez están relacionado con las credenciales ASG"* (Eisinger, 2017).

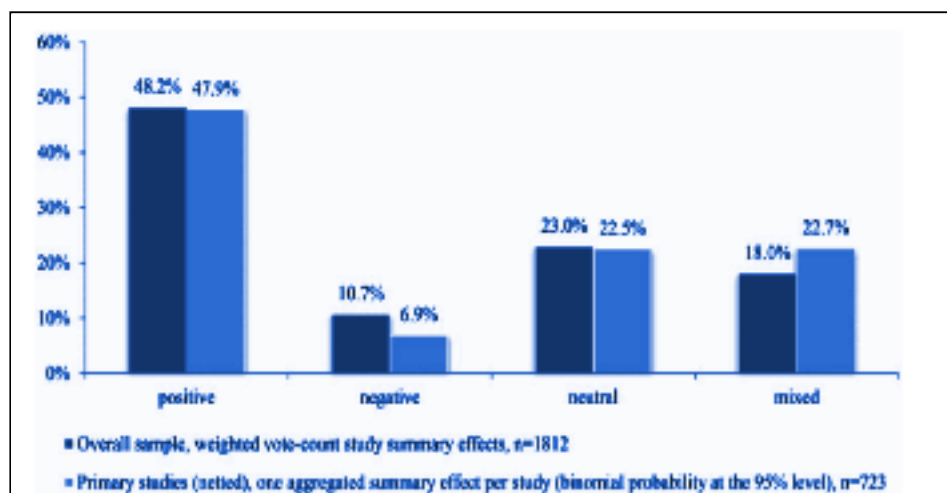
En el Gráfico 1.1 se presenta una comparativa de Parametric Portfolio, empresa dedicada al análisis de inversiones a nivel internacional, para ver si una ISR tiene unos retornos significativamente diferentes de una inversión estándar (Sireklove, 2018). Para ello, considera el índice Standard & Poor's 500 (S&P 500), uno de los índices bursátiles más importantes de Estados Unidos, incluyendo y excluyendo a las empresas con criterios ISR.

Gráfico 1.1. Índices de S&P 500 con y sin empresas con criterios ISR.

Fuente: Sireklove (2018).

A la vista del gráfico, es posible demostrar la poca variabilidad que existe en la rentabilidad al aplicar un criterio de ISR. En este caso, la evolución del índice bursátil excluyendo a las empresas relacionadas con el petróleo (*S&P 500 Index ex fossil fuels*) es muy similar a la seguida por el total de empresas (*S&P 500 Index*), mostrando una mayor rentabilidad a partir de 2012 las empresas siguiendo el criterio ISR.

Además, a nivel académico, existen infinidad de investigaciones acerca de si los activos socialmente responsables realmente son más rentables que aquellos que no lo son. Seguidamente, se presenta una recopilación de los estudios al respecto objeto del meta-análisis realizado por Friede, Busch & Bassen (2015). Con este trabajo, combinando más de 3700 resultados de un total de 2200 estudios diferentes, se trata de conocer si realmente existe una relación entre los factores sociales, medioambientales y de buen gobierno con la rentabilidad financiera corporativa. En el Gráfico 1.2 se pueden ver los resultados derivados de la investigación.

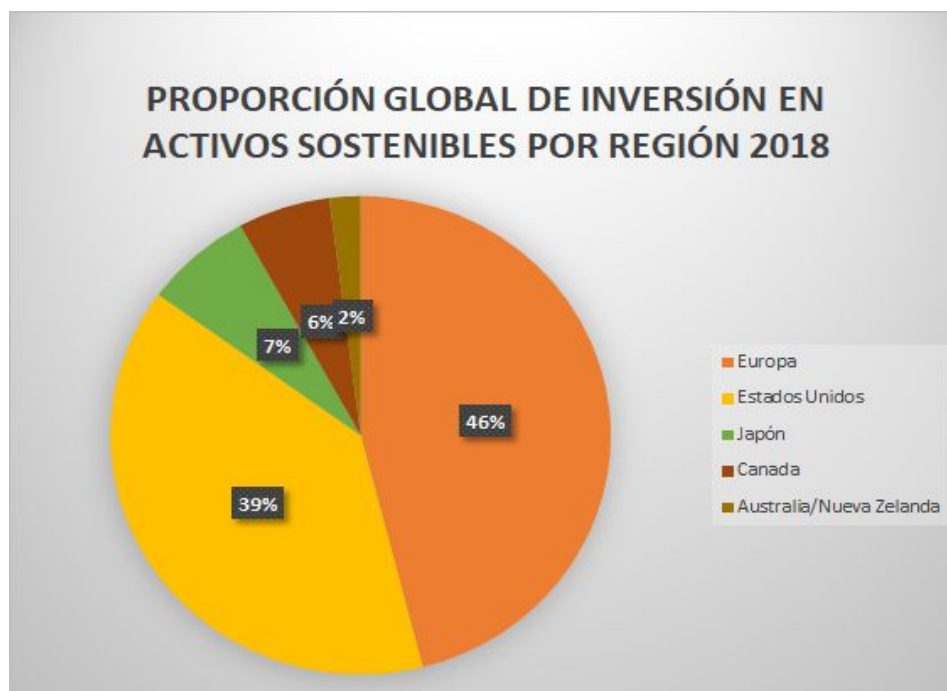
Gráfico 1.2. Diferencias en rentabilidad entre empresas con y sin criterios ISR.

Fuente: Friede, Busch & Bassen (2015).

La barra oscura representa el total de los estudios consultados y la gris tiene en cuenta los estudios netos (excluyendo duplicados y no revelados). Según este meta-análisis, un 47,9% de los estudios arrojan resultados que sugieren una relación positiva entre ISR y rentabilidad financiera, un 6,9% ha obtenido evidencias de que la ISR puede traer una renuncia a la rentabilidad, mientras que un 22,5% no encuentra efectos estadísticamente significativos. Además, un 22,7% consideran que la ISR tiene resultados mixtos (no se puede afirmar nada). Por lo tanto, a partir de este estudio, es posible afirmar que la ISR apenas trae consigo una renuncia a la rentabilidad. Es más, en muchos casos significa exactamente lo contrario, derivando unos retornos extra de nuestras inversiones.

1.2.3 Situación actual de la ISR a nivel mundial y nacional.

En la actualidad, la ISR está ya muy presente a nivel mundial, debido a la mayor concienciación social y medioambiental de los inversores particulares e institucionales. A ello han contribuido campañas de concienciación de ONGs, una mayor preocupación por parte de los inversores acerca de la situación del planeta y sobre todo que el ciudadano de a pie cada vez es más exigente con las empresas con las que interactúa. Según los últimos datos de la *Global Sustainable Investment Alliance*, correspondientes al año 2018, la distribución a nivel mundial del total de fondos de ISR existentes es la que podemos apreciar en el Gráfico 1.3.

Gráfico 1.3. Proporción de ISR a nivel mundial (2018).

Fuente: Elaboración propia a partir de Global Sustainable Investment Alliance (2019).

A la vista del gráfico, es posible señalar que los países de Europa son los que tienen la mayoría de este tipo de activos (46%), seguido de cerca por Estados Unidos (39%). En menor medida, destacan a continuación Japón (7%), Canadá (6%) y Australia/Nueva Zelanda (2%).

Pero para poder valorar estos datos en su justa medida, se presenta la Tabla 1.3, que pone de manifiesto la evolución de la ISR mundial desde 2014 hasta 2018. A simple vista, es posible apreciar que en 2014 la proporción de activos sostenibles controlados por Europa era mayor que la de 2018, a pesar de que ha seguido creciendo a un buen ritmo y se mantiene como líder en la posesión de activos socialmente responsables. Ello se debe al progresivo crecimiento de Estados Unidos, Canadá y Australia/Nueva Zelanda, destacando especialmente Japón, con un crecimiento exponencial desde sus comienzos en el sector. Uno de los factores que más contribuyó a este auge de la ISR en el mercado japonés fue que el Fondo de Inversiones del Gobierno Japonés aceptó los principios PRI entre 2014 y 2016.

Tabla 1.3. Variación porcentual de la ISR a nivel mundial (2014-2018).

	2014	2016	2018	Growth Per Period		Compound Annual Growth Rate (CAGR) 2014-2018
				Growth 2014-2016	Growth 2016-2018	
Europe	€ 9,885	€ 11,045	€ 12,306	12%	11%	6%
United States	\$ 6,572	\$ 8,723	\$ 11,995	33%	38%	16%
Canada (in CAD)	\$ 1,011	\$ 1,505	\$ 2,132	49%	42%	21%
Australia/New Zealand (in AUD)	\$ 203	\$ 707	\$ 1,033	248%	46%	50%
Japan	¥ 840	¥57,056	¥231,952	6802%	307%	308%

Fuente: Global Sustainable Investment Alliance (2019).

En cuanto al peso de las diferentes estrategias de ISR llevadas a cabo a nivel internacional entre 2016 y 2018, el Gráfico 1.4. muestra que las “*Exclusiones*” son las que han gozado de un mayor nivel de aceptación, seguidas en orden de importancia (en volumen de inversión en millones de dólares) por las de “*Integración de criterios ASG (Ambientales, Sociales y de buen Gobierno)*” y, en menor medida, por las de “*Engagement y Voting*” y “*Screening basado en normas*”. Las estrategias de ISR menos empleadas a nivel mundial son, en orden decreciente, las de “*Best in Class*”, “*Inversiones Temáticas o Sostenibles*” e “*Inversiones de Impacto*”, aunque son las que más han crecido entre 2016 y 2018.

Gráfico 1.4. Estrategias de ISR a nivel mundial (millones de \$, 2016-2018).

Fuente: Global Sustainable Investment Alliance (2019).

En España, la ISR ha experimentado un crecimiento importante a lo largo de los últimos años. Un papel importante lo han jugado organizaciones expertas en este tipo de inversiones, como por ejemplo Triodos Bank, o empresas de la banca tradicional que comienzan a desarrollar productos financieros de este tipo. Por ejemplo, el Banco Santander, con “*Santander Responsabilidad Solidario*”, menos arriesgado, y “*Santander Solidario Dividendo Europa*”, con 100% renta variable; el BBVA, con “*BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible*” o “*BBVA Futuro Sostenible*”; y CaixaBank, con multitud de proyectos. Hasta que estos bancos comenzaron a entrar en el sector de la inversión responsable, el principal aporte a la ISR a nivel nacional venía de los fondos de inversión extranjeros, además de algunas ONGS, una minoría de inversores individuales y ciertas órdenes religiosas.

Según el estudio de mercado de Spainsif de 2018, entre 2015 y 2017, la ISR en España, en función de las estrategias aplicadas, ha seguido la siguiente evolución (Gráfico 1.5):

Gráfico 1.5. Estrategias de ISR en España (millones de €, 2015-2017) .

Fuente: Spainsif (2018).

La realización de una discriminación negativa, es decir, las “*Exclusiones*” de aquellos fondos que tienen conductas no éticas o socialmente irresponsables, es considerada como la norma en las estrategias de ISR en España, con una tendencia creciente entre 2015 y 2017. La siguientes estrategias de ISR, en orden de importancia, son el “*Screening basado en normas*”, también basado en la discriminación negativa y con una evolución decreciente, la “*Integración de criterios ASG (Ambientales, Sociales y de buen Gobierno)*”, que es la estrategia basada en una discriminación positiva más empleada en los últimos años y con tendencia creciente, y el “*Engagement y voting*”. Finalmente, se encuentran las estrategias de “*Best in Class*”, que es la que ha experimentado un mayor crecimiento entre 2015 y 2017, y las de “*Inversiones de impacto*” e “*Inversión temática o sostenible*”, que son la menos utilizadas a nivel nacional.

Por tanto, se observa prácticamente la misma tendencia respecto a las estrategias de ISR seguidas a nivel mundial y a nivel nacional, siendo la actuación más común la de “*Exclusión*”.

2. CRECIMIENTO ECONÓMICO VERSUS DESARROLLO SOSTENIBLE.

El llamado “crecimiento económico” ya está siendo antieconómico. Tal como reconoce Daly (2008), *“el crecimiento económico está fracasando, es decir, la expansión cuantitativa del subsistema económico provoca un incremento de los costes medioambientales y sociales a un ritmo mayor que el de la rentabilidad económica, algo que nos convierte en más pobres y no en más ricos”*.

En palabras de Ban Ki-Moon durante su etapa como secretario General de la ONU, *“La sostenibilidad es una necesidad imperiosa a escala global. Constituye mi principal prioridad como Secretario General y Naciones Unidas cree que los inversores tienen un papel esencial para lograrlo.”*

¿El crecimiento económico trae consigo una mayor o menor sostenibilidad? Evidentemente es un factor que puede ser importante, pero no se puede afirmar que haya una relación directa entre ambos factores.

2.1 CRECIMIENTO ECONÓMICO: CONCEPTO E INDICADORES.

El crecimiento económico es el aumento de la renta generada por una economía (generalmente de un país o una región) en un determinado periodo (generalmente en un año). Desde comienzos del siglo XX, el continuo crecimiento económico ha traído consigo un impacto directo positivo tanto en la esperanza de vida de las personas como en su calidad de vida. Pero existe una dimensión que cada vez se está viendo más perjudicada: la medioambiental. A este respecto, el crecimiento económico puede generar ciertas externalidades negativas, como puede ser la contaminación derivada de los procesos de producción (Colasante & Ripollés, 2018).

Según Amate Fortes & Guarnido Rueda (2011), Adam Smith y los economistas clásicos defendieron que el problema medioambiental asociado al crecimiento económico se solucionaría por la mano libre del mercado “*laissez faire*”, sin ninguna intervención del Estado. Otros autores como Robert Malthus o John Stuart Mill pusieron de manifiesto algunos problemas derivados del modelo de crecimiento económico existente, tales como el del crecimiento demográfico ante una cantidad de recursos escasa. Sin embargo, la otra gran escuela de la económica, liderada por Keynes, defendía la intervención del Estado para solucionar estos fallos producidos por el mercado. Es decir, el panorama político se situaba por encima del económico. Así, por ejemplo, el Gobierno debía intervenir para frenar la desigualdad de rentas.

El principal indicador del crecimiento económico de un país o una región es el Producto Interior Bruto (PIB). En concreto, las medidas más comunes suelen ser la variación del PIB o el PIB per cápita. Seguidamente, se presentan las principales características y limitaciones de este indicador del progreso económico.

a) Producto Interior Bruto (PIB)

El PIB es la principal variable utilizada para medir cuantitativamente la economía de un país, permitiendo cuantificar el valor económico de los bienes y servicios finales producidos a lo largo de un año. A este respecto, cabe distinguir entre:

- El *PIB nominal* mide ese valor a precios de mercado, tal que se ve afectado por la inflación/deflación.
- El *PIB real* mide dicho valor a precios constantes, eliminando así el efecto de la inflación/deflación.
- El *PIB per cápita* relaciona directamente el PIB generado por un país a lo largo de un año con la población total de dicho territorio. Por tanto, es una medida del crecimiento económico relativa y más precisa que las anteriores. Sin embargo, no refleja si la riqueza está repartida de forma uniforme entre la población.

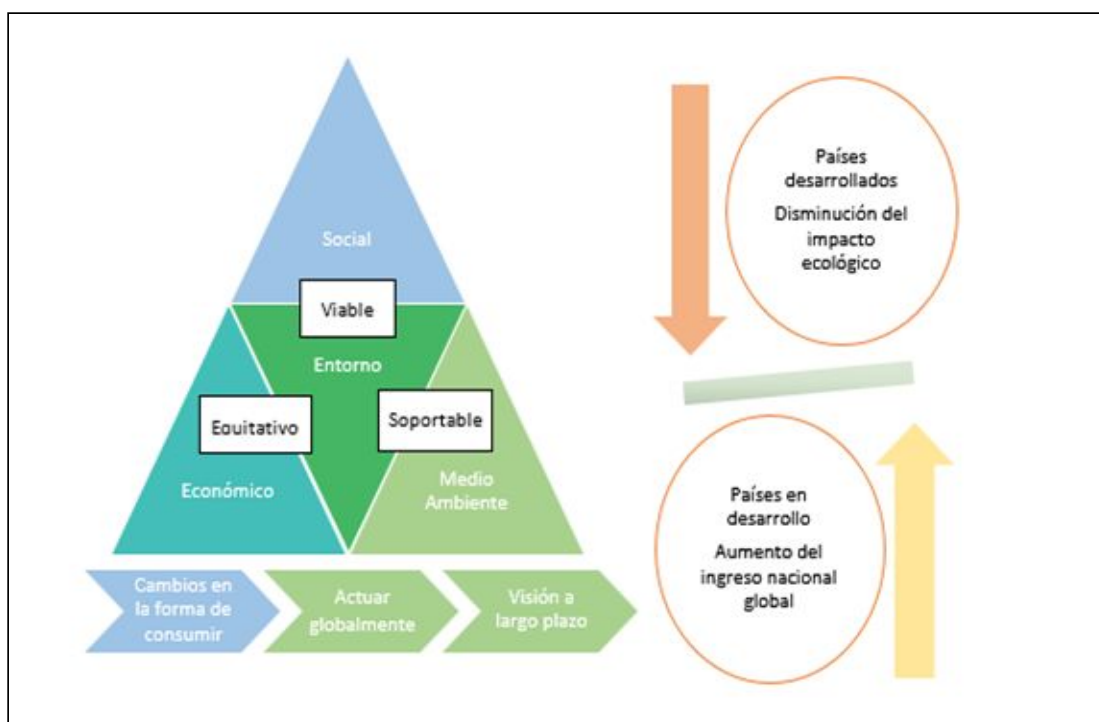
Respecto a las limitaciones de PIB, cabe aludir fundamentalmente al concepto de “gastos compensatorios o defensivos”, que son aquellos en los que se incurre para poder compensar un perjuicio (pérdida de bienestar) causado a la sociedad por parte de la actividad económica, como por ejemplo insonorizar un hogar debido a la existencia de ruidos originados por el tráfico aéreo. de la actividad económica, incrementando el valor del PIB. Obviamente, estos gastos deberían restarse y no añadirse al PIB para poder tener en cuenta el bienestar económico.

Según Joseph Stiglitz, Premio Nobel de Economía en el año 2001, junto con George A. Akerlof y A. Michael Spence, “*el PIB no es un error en sí mismo, pero se utiliza de una manera errónea, especialmente cuando se presenta como una forma de medir el bienestar económico*”. En cualquier caso, a pesar de sus carencias como índice, el PIB permite comparar diferentes países a nivel económico con relativa facilidad. Pero si se quieren considerar factores como el bienestar social o el medioambiental es necesario recurrir al concepto de “desarrollo sostenible”.

2.2 DESARROLLO SOSTENIBLE: CONCEPTO E INDICADORES.

El desarrollo sostenible, definido como “*la satisfacción de las necesidades de la generación presente sin comprometer la capacidad de las generaciones futuras para satisfacer las propias*” (Brundtland, 1987), es una de las cuestiones que más debate ha generado en las últimas décadas, debido a que el paradigma principal de la economía ortodoxa defendía que el éxito de cualquier gestión económica se veía reflejado exclusivamente en el crecimiento económico. Aunque se pensaba que el crecimiento económico era el principal motor del bienestar social y el empleo, resulta un argumento cuando menos paradójico, ya que durante los últimos años los índices de pobreza, desigualdad y vulnerabilidad han incrementado exponencialmente en la mayoría de los países más pobres .

La Figura 2.1 presenta las principales características del desarrollo sostenible, pudiendo destacar tres de ellas (Ukko *et al.*, 2019): a) la “*Triple Sostenibilidad*”; b) la “*Economía Ecológica*”; y, finalmente, c) los impactos provocados.

Figura 2.1: Principales características del desarrollo sostenible.

Fuente: Elaboración propia a partir de Ukko *et al.* (2019).

- La *Teoría de la Triple Sostenibilidad* se representa en forma de triángulo con las tres dimensiones que la forman: social, económica y medioambiental. La unión de dichas dimensiones conlleva un entorno que garantiza un desarrollo viable, equitativo y soportable para el planeta. En concreto, este entorno sostenible se apoya en tres fuerzas vitales que lo sustentan: a) los cambios en la forma de consumir; b) las actuaciones a nivel global, implicando a instituciones como el Banco Mundial, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, el Programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente, etc.; y, c) una visión a largo plazo

No obstante, esta teoría limita la idea de sostenibilidad a un mero factor económico tal como el PIB, sin incluir los aspectos más relevantes como el impacto ecológico de las actividades económicas, la problemática de las desigualdades, la economía sumergida, el trabajo doméstico, etc. Por esta razón, se ha incluido la economía ecológica dentro del proceso del desarrollo sostenible.

- La *Economía Ecológica* enfoca el planteamiento de la sostenibilidad a través de la consideración de la economía como un subsistema de la biosfera. Es decir, es la economía la que depende de la biosfera y la que se tiene que desarrollar en función de los límites ecológicos de la Tierra. La Economía Ecológica, por tanto, a diferencia de la teoría económica clásica, es una ciencia que estudia la viabilidad en términos de sostenibilidad del modelo económico, mediante la energía, los flujos de materiales y residuos que se necesitan.
- A la derecha de la figura, se puede apreciar el resultado que se derivaría de la integración de todas las variables influyentes en el desarrollo sostenible. Se trata de un balance que muestra, por un lado, la disminución del impacto ecológico provocado por los países más desarrollados y, por otro lado, el aumento del PIB de los países menos desarrollados. Estos son, precisamente los dos objetivos principales perseguidos por las distintas iniciativas llevadas a cabo por los países desarrollados de cara a lograr el desarrollo sostenible.

Medir el desarrollo sostenible, así como el bienestar de un país, es un proceso evidentemente subjetivo. Cada persona, a partir de unas circunstancias determinadas y de unas vivencias concretas, le otorgará un valor diferente a las variables que podemos considerar a la hora de medir el bienestar social junto con el crecimiento económico.

Históricamente, los principales indicadores del desarrollo sostenible de un país o una región son los siguientes: a) el índice de Progreso Genuino (IPG); b) el índice del Bienestar Económico Sostenible (IBES); c) el índice de Desarrollo Humano (IDH); d) el índice de Pobreza Multidimensional (IPM); e) el índice SEDA; f) el índice para una Vida Mejor; g) el índice de Progreso Social (IPS); y h) el índice de los Objetivos de Desarrollo Sostenible. Estos índices permiten ver el poder de la economía de un país, teniendo en cuenta, además del nivel de renta, otras características de la nación a nivel social, cultural, medioambiental... o bien, proporcionando información acerca de su bienestar social que pueda complementarse con el PIB, para poder hablar así de desarrollo sostenible.

a) Índice de Progreso Genuino (IPG)

Uno de los indicadores más antiguos para medir el desarrollo sostenible de un país es el índice de Progreso Genuino (IPG), que fue creado por Lew Daly en 1950 y actualizado por Redefining Progress. Este índice permite integrar variables que miden la actividad macroeconómica tradicional de un país con información sobre su bienestar y su progreso social y medioambiental (Arias, 2006).

Por ejemplo, para diferenciar este índice del PIB, en el caso de la criminalidad, desde el punto de vista del PIB aumentaría el valor al producirse un gasto necesario en seguridad, pero desde el punto de vista del IPG bajaría, ya que representaría un coste. En concreto, se consideran tres tipos de costes: defensivos (seguridad, criminalidad), sociales (igualdad) y medioambientales (contaminación). Otro ejemplo sería que, desde el punto de vista económico, el IPG otorga una mayor puntuación a aquellos países que tratan de evitar la obsolescencia programada, ya que valora positivamente la duración de los bienes, el trabajo doméstico, actividades relacionadas con el cuidado de los hijos el voluntariado y servicios derivados del uso de infraestructuras públicas (Talberth, Cobb & Slattery, 2007).

En el Gráfico 2.1 se puede ver que, al igual que pasaba con el MEW, el IPG (en este caso, relacionado con la población) crece a un ritmo inferior que el PIB per cápita en Estados Unidos durante el periodo comprendido entre 1950 y 2004. Esto se debe a la exclusión de los costes defensivos, sociales y medioambientales.

Gráfico 2.1. Relación entre IPG y PIB per cápita en EEUU (1950-2004).

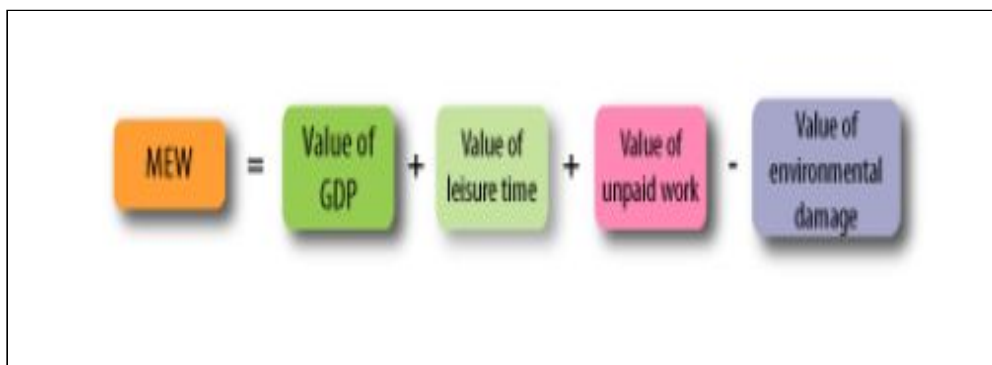


Fuente: Talberth, Cobb & Slattery (2007).

b) Índice de Bienestar Económico Sostenible (IBES)

Otro de los primeros intentos, a nivel histórico, de medir el desarrollo sostenible fue llevado a cabo por dos economistas norteamericanos, Nordhaus y Tobin, que en el año 1972 publicaron un indicador titulado “*Measure of Economic Welfare*” (Medida del Bienestar Económico, MEW), siendo los primeros en realizar una comparación entre la evolución del crecimiento económico y el bienestar de un país entre los años 1929-1965. Para calcular el MEW, se siguió el procedimiento que aparece en la Figura 2.2, teniendo en cuenta que el MEW era igual a la suma de los valores de PIB, tiempo de ocio, trabajo impagado y daño medioambiental.

Figura 2.2. Cálculo del MEW.



Fuente: Economics Online (2019).

Las conclusiones de este estudio fueron que, en Estados Unidos, el indicador experimental MEW crecía a un ritmo inferior al PIB durante esa época (1,1% del MEW por 1,7% del PIB). A pesar de que el MEW, visto a los ojos de la sociedad actual, tiene ciertas carencias como estimación, históricamente fue un punto de inflexión y sirvió para poner de manifiesto las carencias del PIB a la hora de reflejar muchos otros factores del bienestar de la sociedad.

Posteriormente, en el año 1989, partiendo del MEW, John Cobb y Herman Daly propusieron el índice del Bienestar Económico Sostenible (IBES), cuyo principal objetivo fue analizar el crecimiento económico de un país, pero teniendo en cuenta al mismo tiempo determinadas dimensiones sociales y medioambientales. Así, el IBES pretende medir los servicios relacionados con el consumo que influyen directamente en el bienestar social (Van den Bergh

& Antal, 2014). De hecho, las variables contabilizadas por el IBES son el consumo directamente realizado por parte de los consumidores, el trabajo doméstico, restando externalidades como por ejemplo la contaminación, los gastos militares o el gasto para desplazarse al trabajo.

La teoría principal acerca de este índice es que existe una relación inversa entre crecimiento económico y bienestar social, de forma que a partir de ciertos límites, el crecimiento económico se produce en detrimento del bienestar de la sociedad.

c) **Índice de Desarrollo Humano (IDH)**

Calculado por el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) desde 1990, se basa en tres pilares principalmente: *nivel económico*, calculando el PIB per cápita a niveles constantes del país; *nivel cultural*, relativo a la educación y tasa de alfabetización del país; y, finalmente, *nivel social*, relativo la esperanza de vida del país.

A partir de este índice, dentro del Informe Anual del Desarrollo Humano se realizan otros derivados, como por ejemplo el Índice de Desarrollo Humano ajustado por la Desigualdad, el Índice de Desarrollo de Género y el Índice de Desigualdad de Género (PNUD, 2018):

- En el índice de *Desarrollo Humano ajustado por la Desigualdad*, se restan los tres niveles la desigualdad existentes -en la esperanza de vida, en los ingresos y en la educación-, de forma que en todos los países la puntuación obtenida es ligeramente inferior a la obtenida en el IDH. Para ello se utilizan herramientas como el coeficiente de Gini o el índice de Palma.
- En el índice de *Desarrollo de Género*, se observan los resultados obtenidos diferenciados por sexo entre hombres y mujeres.
- El índice de *Desigualdad de Género* se centra en tres apartados diferentes: la seguridad reproductiva de las madres (tasa de mortalidad materna y tasa de natalidad entre las adolescentes), la presencia de mujeres en el parlamento y en la población con educación al menos secundaria, y, por último, la presencia de mujeres en el mercado laboral (tasa de participación en la fuerza de trabajo).

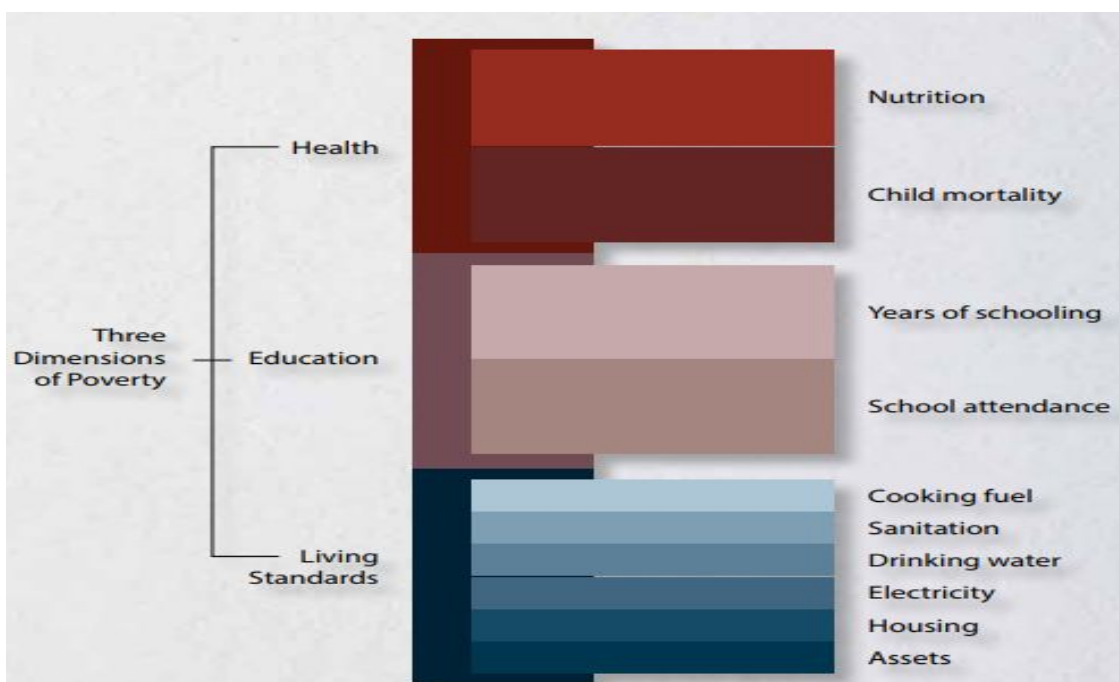
El IDH presenta grandes diferencias en su ranking respecto a los rankings del PIB y del PIB per cápita. Por ejemplo, Noruega suele ser el país que lidera el ranking del IDH año tras año, y en 2017 fue el sexto país en la clasificación del PIB per cápita. Sin embargo, Qatar en 2017 fue el país que lideró la clasificación del PIB per cápita, pero ocupó un puesto nº 37 en la clasificación del IDH.

d) **Índice de Pobreza Multidimensional (IPM)**

Existen también medidores para la pobreza de un país. Muchos de ellos caen en el error de medir exclusivamente la pobreza en términos monetarios. Por ello, se va a considerar únicamente el Índice de Pobreza Multidimensional utilizado por la ONU, que está también incluido en el Informe Anual del Índice de Desarrollo Humano.

Este índice está desarrollado por la Oxford Poverty and Human Development Initiative (OPHDI), dividiéndose en tres dimensiones, tal como se puede apreciar en la Figura 2.3 (Alkire, Kanagaratnam & Suppa, 2019): Salud, Educación y Nivel de Vida.

Figura 2.3. Dimensiones del Índice de Pobreza Multidimensional (IPM).



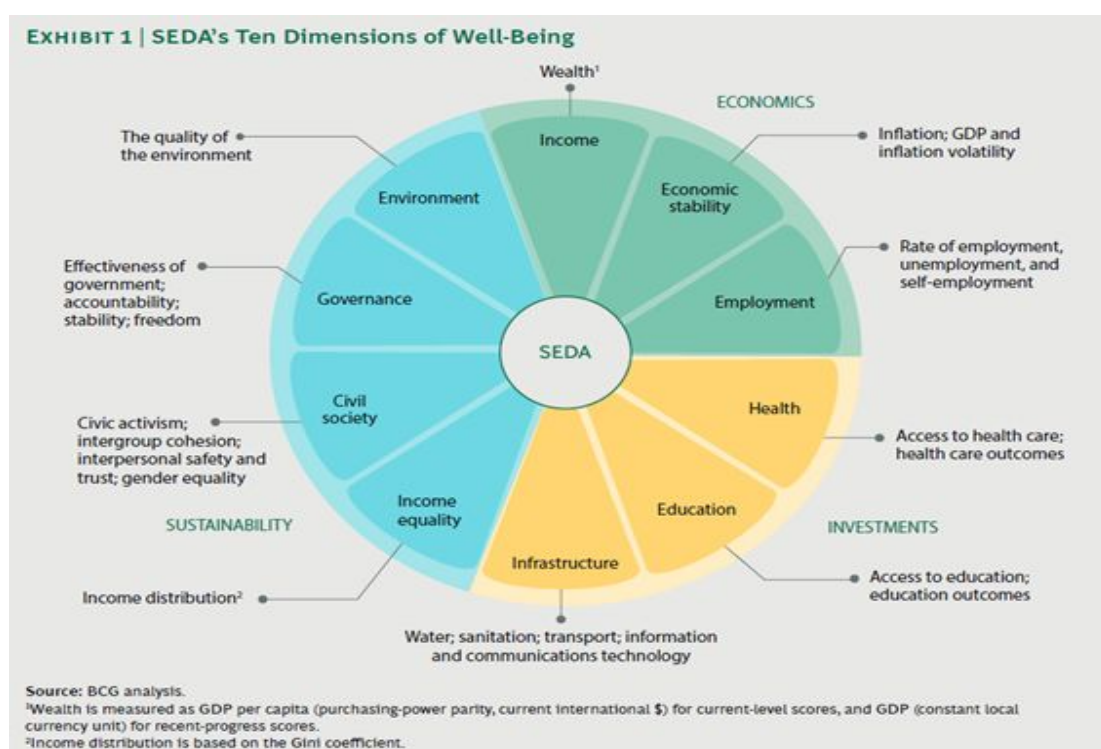
Fuente: Alkire, Kanagaratnam & Suppa (2019).

El IPM es una herramienta especialmente útil para las Administraciones Públicas, ya que permite detectar con bastante precisión en qué países y en qué áreas específicas hay carencia de recursos, permitiendo una gestión más eficiente por parte de los gobiernos. De esta forma, se puede ver en qué está fallando el desarrollo de cada país.

e) Índice SEDA

El índice SEDA (*Sustainable Economic Development Assessment*) fue propuesto por el grupo Boston Consulting Group (BCG) para poder analizar el crecimiento económico, el bienestar de la sociedad, así como la relación entre ambos. El análisis se lleva realizando desde 2012 en 152 países (Beal *et al.*, 2016). En concreto, tal como muestra la Figura 2.4, el bienestar se analiza a partir de un total de 40 indicadores diferentes, agrupados en 10 apartados, que a su vez se distribuyen en tres niveles: *Económico* (salario, estabilidad económica y empleo), *Inversión Pública* (educación, salud e infraestructura) y *Sostenibilidad* (medio ambiente, gobierno, sociedad civil e igualdad salarial).

Figura 2.4. Dimensiones del bienestar del índice SEDA.

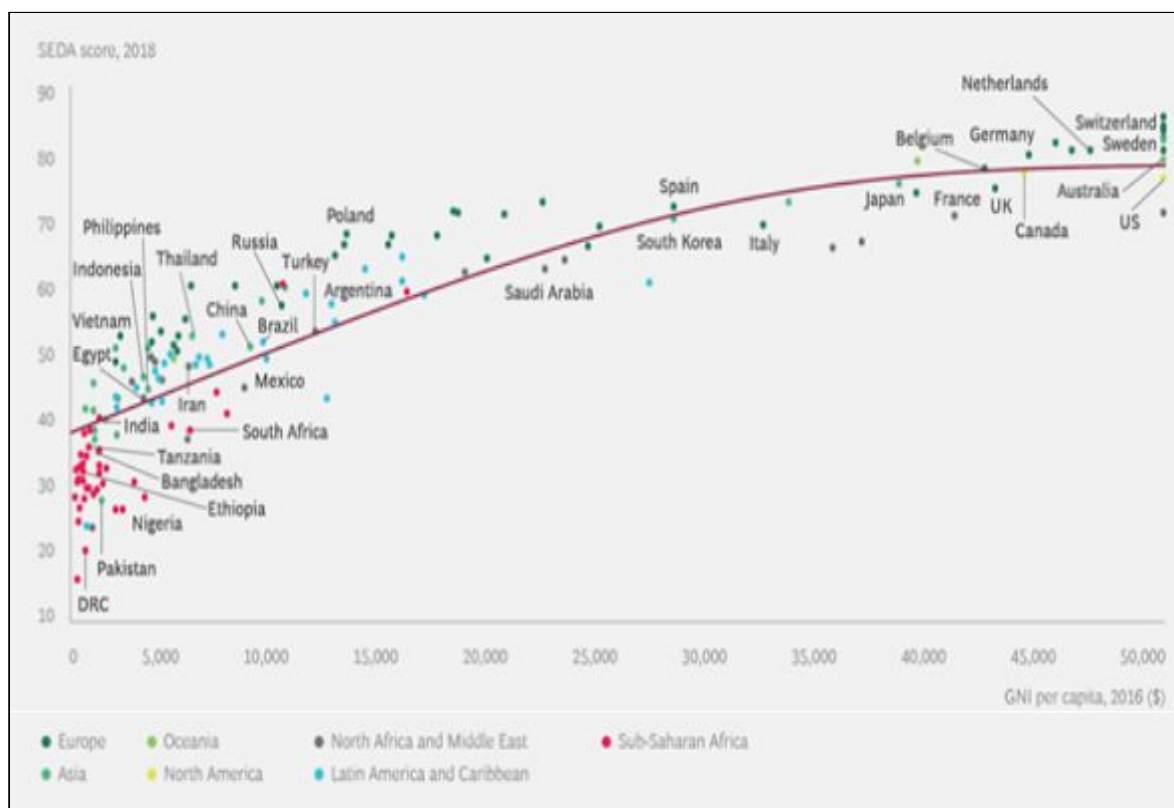


Fuente: Beal *et al.* (2016).

El índice SEDA plantea que existe un círculo virtuoso en la relación entre el crecimiento económico y el bienestar social. Por ejemplo, aquellos países bien asentados a nivel económico, pueden optar por invertir más en educación. Esto mejorará el bienestar de su sociedad, pero, además, a largo plazo conseguirá un mayor crecimiento económico debido a la formación que habrán tenido los futuros trabajadores. Lo mismo ocurre con el I+D, promoviendo el progreso tecnológico a medio y largo plazo y con ello la productividad. De esta forma, podríamos alcanzar un desarrollo sostenible a largo plazo.

En el Gráfico 2.2 se recoge la posición de 36 países, que son la suma de los 25 con mayor población y los 25 con mayor economía, excluyendo 14 países que se repiten, relacionando su puntuación SEDA junto con su PIB per cápita.

Gráfico 2.2. Relación entre puntuación SEDA y PIB per cápita.



Fuente: Beal *et al.* (2016).

A partir de este gráfico, podemos apreciar una clara relación positiva entre aquellos países con una puntuación SEDA más alta (siguiendo los criterios que aparecen en el gráfico anterior) y una mayor renta nacional bruta. Por ello, desde el BCG afirman que “*Nuestros descubrimientos significan que los países que se concentran en realzar el bienestar no solo incrementan los estándares de vida de los ciudadanos, sino que también preparan a su país para crecimientos económicos más elásticos y fuertes*”. Es decir, que el desarrollo sostenible sería imposible mediante puro crecimiento económico.

f) Índice para una Vida Mejor

Realizado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) desde 2013, se trata de un índice que valora 11 indicadores sobre el bienestar de una sociedad: Acceso a la vivienda, Trabajos disponibles en el mercado, Comunidad, Ingresos, Educación, Medio Ambiente, Compromiso Civil, Salud, Satisfacción de vida, Seguridad y Equilibrio entre Trabajo y Vida (OCDE, 2019).

Con el objetivo de realizar un índice que se adapte a las necesidades de cada persona, en su portal web, la OCDE permite otorgar un valor determinado a cada indicador para así crear un índice propio, según la importancia que se considere oportuna. El bienestar no deja de ser un aspecto subjetivo, dependiendo de lo que cada uno considere importante.

g) Índice de Progreso Social (IPS)

Creado por la organización “Social Progress Imperative” en 2014, el IPS se divide en tres dimensiones que incluyen, a su vez, varios subíndices:

- *Necesidades Humanas Básicas*: Nutrición y Atención médica básica, Agua y Sanidad, Seguridad Personal y Protección.
- *Fundamentos del Bienestar*: Acceso a Educación Básica, Acceso a la Información y Comunicaciones, Salud y Bienestar, Igualdad Medioambiental.
- *Oportunidades*: Derechos Personales, Libertad Personal y Elección, Inclusión, Acceso a Educación Avanzada.

Este índice se realiza de forma totalmente independiente de la economía del país estudiado, ciñéndose en medir exclusivamente el bienestar del país. Por lo tanto, debería complementarse con algún indicador exclusivamente económico para poder estudiar el progreso de un país desde todos los puntos de vista, es decir, podría estudiarse de forma conjunta con el PIB y así arrojaría un resultado completo acerca del nivel económico, social, medioambiental y gubernamental de un país. De este modo, los resultados obtenidos por el IPS son un punto de partida para conocer el progreso social, en general, de un país (Stern, Wares & Epner, 2018).

h) Índice de los Objetivos de Desarrollo Sostenible

Este índice analiza y detalla la actuación de los países que firmaron los acuerdos de la Agenda 2030 con los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) a partir de una serie de variables comunes para todos, indicando así su actuación y su tendencia. Estos objetivos se miden con la misma importancia y tienen el mismo peso dentro del índice (Sachs *et al.*, 2019). En concreto, los indicadores para cuantificar cada uno de los 17 ODS son los que aparecen en la Tabla 2.1.

Este es el índice más actual y más completo para medir el desarrollo sostenible, teniendo a su vez el apoyo de la ONU para su estudio, elaboración y recopilación de datos desde un punto de visto estadístico.

Tabla 2.1. Dimensiones del Índice de los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

1	Poverty headcount ratio at \$1.90/day (% population)
1	Poverty headcount ratio at \$3.20/day (% population)
1	Poverty rate after taxes and transfers, Poverty line 50% (% population)
2	Prevalence of undernourishment (% population)
2	Prevalence of obesity, BMI \geq 30 (% adult population)
2	Cereal yield (t/ha)
2	Human Trophic Level (best 2–3 worst)
3	Maternal mortality rate (per 100,000 live births)
3	Neonatal mortality rate (per 1,000 live births)
3	Mortality rate, under-5 (per 1,000 live births)
3	Incidence of tuberculosis (per 100,000 population)
3	New HIV infections (per 1,000)
3	Age-standardised death rate due to cardiovascular disease, cancer, diabetes, and chronic respiratory disease in populations age 30–70 years (per 100,000 population)
3	Traffic deaths rate (per 100,000 population)
3	Life Expectancy at birth (years)
3	Adolescent fertility rate (births per 1,000 women ages 15-19)
3	Births attended by skilled health personnel (%)
3	Percentage of surviving infants who received 2 WHO-recommended vaccines (%)
3	Universal Health Coverage Tracer Index (0-100)
3	Subjective Wellbeing (average ladder score, 0-10)
3	Gap in self-reported health by income (0-100)
3	Daily smokers (% population age 15+)
4	Net primary enrolment rate (%)
4	Lower secondary completion rate (%)
4	Population age 25-34 with tertiary education (%)
5	Ratio of female to male mean years of schooling of population age 25 and above
5	Ratio of female to male labour force participation rate
5	Seats held by women in national parliaments (%)
5	Gender wage gap (Total, % male median wage)
6	Population using at least basic drinking water services (%)
6	Population using at least basic sanitation services (%)
6	Population using safely managed water services (%)
6	Population using safely managed sanitation services (%)
7	Access to electricity (% population)
7	Access to clean fuels & technology for cooking (% population)
7	CO ₂ emissions from fuel combustion / electricity output (MtCO ₂ /TWh)

Fuente: Sachs *et al.* (2019).

Tabla 2.1. Dimensiones del Índice de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (Cont.).

8	Adults (15 years and older) with an account at a bank or other financial institution or with a mobile-money-service provider (%)
8	Unemployment rate (% total labor force)
8	Employment-to-Population ratio (%)
8	Youth not in employment, education or training (NEET) (%)
9	Population using the internet (%)
9	Mobile broadband subscriptions (per 100 inhabitants)
9	Logistics performance index: Quality of trade and transport-related infrastructure (1=low to 5=high)
9	Number of scientific and technical journal articles (per 1,000 population)
9	Research and development expenditure (% GDP)
9	Research and development researchers (per 1,000 employed)
9	Triadic Patent Families filed (per million population)
9	Gap in internet access by income (%)
10	Gini Coefficient adjusted for top income (1-100)
10	Palma ratio
10	Elderly Poverty Rate (%)
11	Annual mean concentration of particulate matter of less than 2.5 microns of diameter (PM2.5) ($\mu\text{g}/\text{m}^3$)
11	Improved water source, piped (% urban population with access)
11	Satisfaction with public transport (%)
13	Energy-related CO ₂ emissions per capita (tCO ₂ /capita)
14	Mean area that is protected in marine sites important to biodiversity (%)
14	Ocean Health Index Goal—Clean Waters (0-100)
14	Percentage of Fish Stocks overexploited or collapsed by EEZ (%)
14	Fish caught by trawling (%)
15	Mean area that is protected in terrestrial sites important to biodiversity (%)
15	Mean area that is protected in freshwater sites important to biodiversity (%)
15	Red List Index of species survival (0-1)
16	Homicides (per 100,000 population)
16	Unsentenced detainees (%)
16	Proportion of the population who feel safe walking alone at night in the city or area where they live (%)
16	Corruption Perception Index (0-100)
16	Freedom of Press Index (best 0-100 worst)
16	Prison Population per 100,000 people
17	Government Health and Education spending (% GDP)
17	For high-income and all OECD DAC countries: International concessional public finance, including official development assistance (% GNI)
17	Other countries: Government Revenue excluding Grants (% GDP)

Fuente: Sachs *et al.* (2019).

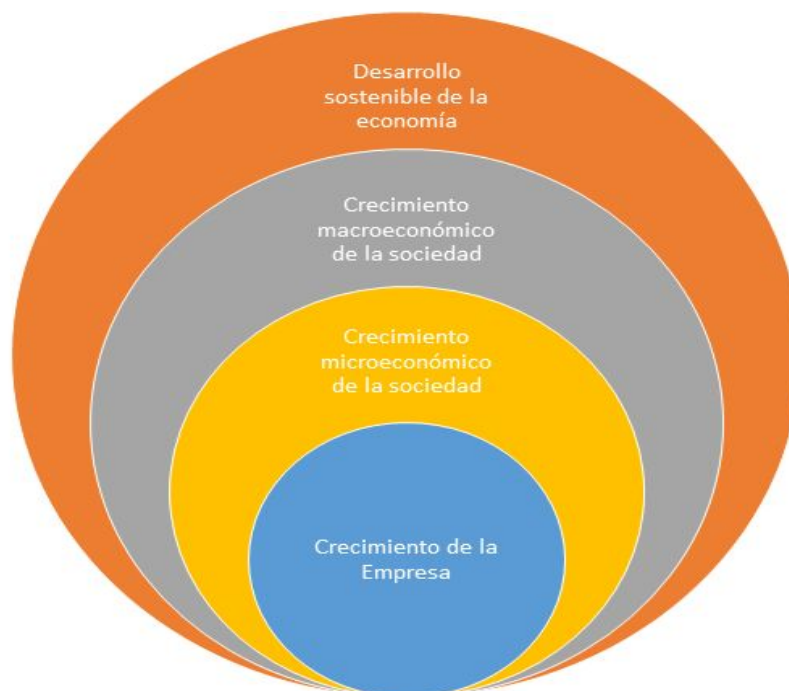
3. INFLUENCIA DE LA ISR EN EL DESARROLLO SOSTENIBLE.

3.1 RELACIÓN ENTRE ISR Y DESARROLLO SOSTENIBLE.

Tanto la ISR como desarrollo sostenible coinciden en que su objetivo principal es de naturaleza económica (la mayor rentabilidad, en el caso de las ISR, y el crecimiento económico, en el caso del desarrollo sostenible), pero con un protagonismo para los factores sociales, medioambientales y de buen gobierno, a fin de crear riqueza mejorando los estándares de vida de la sociedad (Herringer, Firer & Viviers, 2009).

Además, la ISR afecta no sólo a la empresa en la cual se produce dicha inversión, sino también en el contexto en el cual participa dicha empresa, fomentando su sostenibilidad. En la Figura 3.1, se puede observar de forma simplificada como la ISR puede tener un impacto pequeño a nivel empresarial, que se traduce en otro mayor en el desarrollo sostenible del entorno que rodea a la empresa (Easton & Pinder, 2018).

Figura 3.1. Círculo virtuoso de la ISR.



Fuente: Elaboración propia a partir de Easton & Pinder (2018).

En primer lugar, la empresa que recibe la hipotética ISR puede afrontar una reducción de costes al no tener que acceder a fondos con altas comisiones y/o intereses, teniendo así un mayor margen para sus operaciones. Esto le otorga una ventaja competitiva frente a otras compañías que no tienen acceso a este tipo de inversiones por no cumplir los criterios socialmente responsables.

A nivel microeconómico, esta inversión tendrá un impacto positivo, en general, en el contexto geográfico en el que la empresa actúa (ya sea de ámbito local, regional...) y, en particular, en sus diferentes stakeholders (clientes, proveedores, empleados...), incluyendo los inversores que han puesto sus fondos en dicha empresa (como ya se mostró anteriormente, la mayoría de los estudios que tratan el tema confirman que las ISR terminan generando una mayor rentabilidad). De hecho, los propios stakeholders también valoran que dichos fondos generen bienestar en la sociedad, sin que tengan que beneficiarlos necesaria y directamente a ellos.

De esta forma, se genera un círculo virtuoso, produciéndose cierto crecimiento a nivel macroeconómico en el entorno que rodea a la empresa. Además, como la inversión se ha realizado en una empresa que ha superado ciertos criterios para considerarse “socialmente responsable”, se garantiza simultáneamente el desarrollo sostenible en el entorno empresarial.

Según Sánchez *et al.* (2002), para garantizar los estándares que las ISR deben cumplir para ser denominadas así y, por tanto, su éxito, estas inversiones necesitan transparencia en el mercado y adquirir cierta credibilidad para poder crecer. Todos estos factores de éxito están condicionados por la rentabilidad, que es otro factor que hará que la ISR tenga éxito o no. Así, la ISR podrá también influir en la actitud empresarial, de manera que cuanto más influya en ella, mayor éxito tendrá. Las diferentes estrategias para llevar a cabo las ISR permiten, en mayor o menor medida, garantizar tanto la transparencia como la credibilidad, y garantizan sobre todo el objetivo último de la ISR: contribuir al desarrollo sostenible. Este proceso aparece recogido en la Figura 3.2.

Figura 3.2. Contribución de la ISR al desarrollo sostenible.

Fuente: Sánchez *et al.* (2002).

3.2 IMPACTO DE LA ISR EN EL DESARROLLO SOSTENIBLE DE LOS PAÍSES: REVISIÓN DE LA LITERATURA.

¿Se podría llegar a un desarrollo sostenible de los países con el crecimiento de fondos ISR que estamos viendo a nivel mundial? La respuesta es muy compleja, ya que depende de las condiciones financieras del país en cuestión, sus relaciones comerciales, su entorno geográfico, su tendencia económica, sus relaciones internacionales, sus factores internos de empleo, su cultura empresarial y el tipo de estrategia de ISR llevada a cabo.

Tras realizar una revisión de la literatura, es posible concluir que la ISR garantiza, en mayor o menor medida, un impacto favorable en el crecimiento económico y en el desarrollo sostenible de los países.

- Por un lado, hay estudios que establecen una *relación directa y positiva entre la ISR y ciertas variables macroeconómicas*, tales como el incremento del PIB o la reducción de la inflación (Muzindutsi & Sekhampu, 2013; Auer, 2016). No obstante, la evidencia empírica previa también demuestra que para que ese efecto positivo sea posible es necesario que exista una ISR desarrollada a largo plazo, ya que a corto plazo los resultados no son concluyentes.

- Por otro lado, respecto a influencia de las ISR en el desarrollo sostenible, obviamente, estas iniciativas financieras pueden afectar a la sostenibilidad de un país al contribuir al desarrollo de sus infraestructuras, a la responsabilidad medioambiental, al compromiso social y a la reducción de la pobreza, al tiempo que tienen en cuenta la diversidad, la equidad y el trabajo justo (Ng, 2019). Esto sugiere que las ISR son uno de los canales que pueden ser utilizados por los países para abordar algunos de los problemas tradicionalmente relacionados con el crecimiento económico. A nivel empírico, apenas estudios a nivel internacional sobre el posible impacto de las ISR en el desarrollo sostenible de los países (Wut & Ng, 2015; Ng, 2019). Ambos estudios concluyen que *la ISR tiene un vínculo directo, positivo y a largo plazo con la sostenibilidad de las naciones.*

3.3. IMPACTO DE LA ISR EN EL DESARROLLO SOSTENIBLE DE LOS PAÍSES: UN ESTUDIO EN EUROPA.

3.3.1 Objetivo.

El principal objetivo de este trabajo es responder a la siguiente pregunta: *¿Influye la ISR en el desarrollo sostenible de los países?* Para ello, tras revisar la literatura relativa a dicha relación, se va a realizar un estudio de naturaleza empírica. En concreto, dado que no existe ninguna evidencia previa al respecto en Europa, que es el ámbito geográfico que acapara el mayor volumen de ISR a nivel mundial, el análisis estadístico se centrará en los países europeos en los años 2015 y 2017, a fin de determinar si la ISR de dichos países está relacionada o no con su nivel de crecimiento económico, así como con su desarrollo sostenible. Ello permitirá saber si la ISR realizada en Europa simplemente tiene un fin económico, si está contribuyendo en términos de sostenibilidad social y medioambiental o, si por el contrario, la ISR no está relacionada con dichos indicadores.

3.3.2 Muestra.

La muestra analizada está compuesta por 12 países europeos, que son aquéllos para los que EUROSIF publica los datos de ISR: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Francia, Italia, Países Bajos, Polonia, Reino Unido, Suecia y Suiza. El período investigado son los dos

últimos años disponibles -2015 y 2017-, ya que el informe de Eurosif se publica cada dos años. Por tanto, resulta una muestra total de 24 observaciones (12 países x 2 años).

Seguidamente, se describe la situación de la ISR de cada uno de estos países en 2015 y 2017, considerando tanto la inversión total como la inversión en cada una de las diferentes estrategias de ISR, es decir, Best in class, Inversión sostenible o temática, Screening basado en normas, Integración de criterios ASG, Engagement and voting, Exclusiones e Inversión de Impacto, mostrando, además, la tasa porcentual de crecimiento entre ambos períodos.

Alemania

Tabla 3.1. Evolución de la ISR en Alemania (en millones de euros, 2015-2017).

ALEMANIA	BEST IN CLASS	INVERSIÓN SOSTENIBLE	SCREENING	CRITERIOS ASG	ENGAGEMENT Y VOTING	EXCLUSIONES	INVERSIÓN DE IMPACTO	TOTAL
2015	21088	8157	15379	27733	31880	1803473	4763	1912473
2017	22068	9184	50789	49612	92084	1487161	5232	1716130
CRECIMIENTO	4,65%	12,59%	230,25%	78,89%	188,85%	-17,54%	9,85%	-10,27%

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurosif.

Como se puede apreciar en la Tabla 3.1, en Alemania la ISR total baja entre 2015 y 2017, aunque se mantiene como uno de los líderes en este tipo de inversión a nivel europeo. Las estrategias más seguida son las “Exclusiones”, si bien, su peso ha caído un 17,54% (la estrategia que más ha disminuido), y las que menos son la “Inversión temática o sostenible” y la “Inversión de impacto”. La opción que más crece es “Engagement y voting” (188,55%).

Austria

Tabla 3.2. Evolución de la ISR en Austria (en millones de euros, 2015-2017).

AUSTRIA	BEST IN CLASS	INVERSIÓN SOSTENIBLE	SCREENING	CRITERIOS ASG	ENGAGEMENT Y VOTING	EXCLUSIONES	INVERSIÓN DE IMPACTO	TOTAL
2015	8153	271	7920	1363	3791	42736	323	64557
2017	14023	992	9871	3695	12358	76543	1030	118512
CRECIMIENTO	72,00%	266,05%	24,63%	171,09%	225,98%	79,11%	218,89%	83,58%

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurosif.

Desde el punto de vista de la ISR, la Tabla 3.2 nos indica que en Austria la ISR ha aumentado un 83,58% entre 2015 y 2017. De nuevo, la estrategia de “Exclusiones” es la que tiene un mayor peso en el total de la ISR y la menos seguida es la “Inversión temática o sostenible”, aunque es la que ha experimentado un mayor crecimiento (266,05%).

Bélgica

Tabla 3.3. Evolución de la ISR en Bélgica (en millones de euros, 2015-2017).

BELGICA	BEST IN CLASS	INVERSIÓN SOSTENIBLE	SCREENING	CRITERIOS ASG	ENGAGEMENT Y VOTING	EXCLUSIONES	INVERSIÓN DE IMPACTO	TOTAL
2015	17542	275	50426	90384	45645	253946	340	458558
2017	15570	8101	31654	97428	18502	249014	1151	421420
CRECIMIENTO	-11,24%	2845,82%	-37,23%	7,79%	-59,47%	-1,94%	238,53%	-8,10%

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurosif.

Como vemos en la Tabla 3.3, la ISR total ha decaído un 8,10%, especialmente en la estrategia de “Engagement y voting” (59,47%). Las “Exclusiones” siguen siendo la estrategia mayoritaria, a pesar de un pequeño retroceso. La “Inversión temática o sostenible” y la “Inversión de impacto” experimentan un crecimiento importante, a pesar de que siguen siendo las estrategias minoritarias, continuando con la tónica habitual de la muestra.

Dinamarca

Tabla 3.4. Evolución de la ISR en Dinamarca (en millones de euros, 2015-2017).

DINAMARCA	BEST IN CLASS	INVERSIÓN SOSTENIBLE	SCREENING	CRITERIOS ASG	ENGAGEMENT Y VOTING	EXCLUSIONES	INVERSIÓN DE IMPACTO	TOTAL
2015	15	5232	261776	63149	227651	305109	31500	894432
2017	100	65	50080	16527	23820	211048	0	301640
CRECIMIENTO	566,67%	-98,76%	-80,87%	-73,83%	-89,54%	-30,83%	-100,00%	-66,28%

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurosif.

La Tabla 3.4 muestra que en Dinamarca se produce la caída más brusca en la ISR entre los 12 países europeos de la muestra (un 66,28%). La estrategia de “Best in class” es una de las menos desarrolladas, aunque es la única estrategia que experimenta un crecimiento

(566,67%), mientras que el resto caen todas, desapareciendo la “*Inversión de impacto*” en 2017. Las “*Exclusiones*” también se establecen como estrategia mayoritaria en Dinamarca.

España

Tabla 3.5. Evolución de la ISR en España (en millones de euros, 2015-2017).

ESPAÑA	BEST IN CLASS	INVERSIÓN SOSTENIBLE	SCREENING	CRITERIOS ASG	ENGAGEMENT Y VOTING	EXCLUSIONES	INVERSIÓN DE IMPACTO	TOTAL
2015	2535	300	24003	8283	10455	123516	267	169359
2017	10364	12665	11327	67995	11750	176742	9171	300014
CRECIMIENTO	308,84%	4121,67%	-52,81%	720,90%	12,39%	43,09%	3334,83%	77,15%

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurosif.

A partir de la Tabla 3.5, es posible ver que en España se produce un crecimiento en la ISR del 77,15% entre 2015 y 2017. De nuevo, las “*Exclusiones*” son la estrategia dominante, aunque crecen en un porcentaje menor que aquellas estrategias que suponen una mayor involucración, lo cual hace ver que el mercado de la ISR está empezando a madurar en España. De hecho, destacan especialmente los crecimiento experimentados por las estrategias de “*Inversión temática o sostenible*” (un 4.121,67%) y de “*Inversión de impacto*” (3.334,83%).

Francia

Tabla 3.6. Evolución de la ISR en Francia (en millones de euros, 2015-2017).

FRANCIA	BEST IN CLASS	INVERSIÓN SOSTENIBLE	SCREENING	CRITERIOS ASG	ENGAGEMENT Y VOTING	EXCLUSIONES	INVERSIÓN DE IMPACTO	TOTAL
2015	321984	43065	2650582	338170	38500	666215	1138	4059654
2017	295178	20620	1845679	920055	23897	768128	1894	3875451
CRECIMIENTO	-8,33%	-52,12%	-30,37%	172,07%	-37,93%	15,30%	66,43%	-4,54%

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurosif.

Como muestra la Tabla 3.6, en Francia, a diferencia del resto de países que hemos analizado, la estrategia más popular es el “*Screening basado en normas*”, que sufre un importante retroceso (30,37%), al igual que otras estrategias, a pesar de las subidas de otras inversiones

como la “Integración de criterios ASG” o las “Exclusiones”. Todo ello trae consigo una bajada del total de ISR del 4,54%. Francia se mantiene como el país europeo con una mayor ISR del tipo “Best in class”, a pesar de su retroceso desde 2015.

Italia

Tabla 3.7. Evolución de la ISR en Italia (en millones de euros, 2015-2017).

ITALIA	BEST IN CLASS	INVERSIÓN SOSTENIBLE	SCREENING	CRITERIOS ASG	ENGAGEMENT Y VOTING	EXCLUSIONES	INVERSIÓN DE IMPACTO	TOTAL
2015	4058	2064	565607	45008	43303	569728	2927	1232695
2017	58137	52861	105842	70425	135279	1449554	51960	1924058
CRECIMIENTO	1332,65%	2461,09%	-81,29%	56,47%	212,40%	154,43%	1675,20%	56,09%

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurosif.

Italia ha aumentado significativamente su ISR durante los últimos años (un 56,09%). A pesar de que disminuye bruscamente la estrategia de “Screening basado en normas” (81,29%), aumenta la popularidad de todas las demás, como se ve en la Tabla 3.7. Las “Exclusiones” se mantienen como estrategia mayoritaria con una amplia diferencia.

Países Bajos

Tabla 3.8. Evolución de la ISR en Países Bajos (en millones de euros, 2015-2017).

PAISES BAJOS	BEST IN CLASS	INVERSIÓN SOSTENIBLE	SCREENING	CRITERIOS ASG	ENGAGEMENT Y VOTING	EXCLUSIONES	INVERSIÓN DE IMPACTO	TOTAL
2015	56645	37114	936399	440695	726314	1123133	40791	3361091
2017	83449	7125	631721	627477	724809	724704	1391	2800676
CRECIMIENTO	47,32%	-80,80%	-32,54%	42,38%	-0,21%	-35,47%	-96,59%	-16,67%

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurosif.

Con la Tabla 3.8 se advierte como la ISR disminuye un 16,67% en los Países Bajos. De hecho, a pesar del crecimiento de las estrategias “Best in class” e “Integración de criterios ASG”, descienden todas las demás entre 2015 y 2017.

Polonia

Tabla 3.9. Evolución de la ISR en Polonia (en millones de euros, 2015-2017).

POLONIA	BEST IN CLASS	INVERSIÓN SOSTENIBLE	SCREENING	CRITERIOS ASG	ENGAGEMENT Y VOTING	EXCLUSIONES	INVERSIÓN DE IMPACTO	TOTAL
2015	2717	3762	2769			2769	34	12051
2017	0	0	6841	2500	5431	7181	0	21953
CRECIMIENTO	-100,00%	-100,00%	147,06%			159,34%	-100,00%	82,17%

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurosif.

La Tabla 3.9 muestra como la ISR en Polonia crece un 82,17%, con un cambio radical en las estrategias de ISR empleadas, desapareciendo por completo las estrategias “*Best in Class*”, “*Inversión de impacto*” y la “*Inversión temática o sostenible*” en 2017. Por otra parte, dicho año aparecen por primera vez inversiones con “*Integración de criterios ASG*” y “*Engagement y voting*”. De esta forma, el total de la ISR llega casi a duplicarse, a pesar de seguir siendo aún un mercado poco desarrollado. Como suele ocurrir en este tipo de mercados, la estrategia de “*Exclusiones*” es mayoritaria.

Reino Unido

Tabla 3.10. Evolución de la ISR en Reino Unido (en millones de euros, 2015-2017).

REINO UNIDO	BEST IN CLASS	INVERSIÓN SOSTENIBLE	SCREENING	CRITERIOS ASG	ENGAGEMENT Y VOTING	EXCLUSIONES	INVERSIÓN DE IMPACTO	TOTAL
2015	8368	21022	7806	1135955	2573731	1870896	4564	5622342
2017	20536	16463	28391	2007847	2854400	2195394	15284	7138315
CRECIMIENTO	145,41%	-21,69%	263,71%	76,75%	10,91%	17,34%	234,88%	26,96%

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurosif.

Reino Unido es uno de los países con un mercado de la ISR más desarrollado. Esto se puede apreciar en la Tabla 3.10 con el menor peso de la estrategia de “*Exclusiones*” respecto al total, comparado con el resto de países, donde esta estrategia suele ser la más común. De

hecho, la estrategia predominante es la de “*Engagement y voting*”. El mercado ISR ha crecido un 26,96% entre 2015 y 2017.

Suecia

Tabla 3.11. Evolución de la ISR en Suecia (en millones de euros, 2015-2017).

SUECIA	BEST IN CLASS	INVERSIÓN SOSTENIBLE	SCREENING	CRITERIOS ASG	ENGAGEMENT Y VOTING	EXCLUSIONES	INVERSIÓN DE IMPACTO	TOTAL
2015	10967	2315	378189	358520	444719	714638	1421	1910769
2017	25419	1966	305833	297182	874724	720292	6422	2231838
CRECIMIENTO	131,78%	-15,08%	-19,13%	-17,11%	96,69%	0,79%	351,94%	16,80%

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurosif.

Como podemos ver en la Tabla 3.11, en Suecia la ISR ha aumentado un 16,8%, especialmente bajo la estrategia “*Engagement y voting*”, situándose como la estrategia más popular en dicho país en el 2017. La tabla también demuestra que Suecia es uno de los países con un mercado más asentado en ISR, con variadas estrategias con un porcentaje elevado respecto del total.

Suiza

Tabla 3.12. Evolución de la ISR en Suiza (en millones de euros, 2015-2017).

SUIZA	BEST IN CLASS	INVERSIÓN SOSTENIBLE	SCREENING	CRITERIOS ASG	ENGAGEMENT Y VOTING	EXCLUSIONES	INVERSIÓN DE IMPACTO	TOTAL
2015	38866	21017	75051	92876	77345	2536014	9818	2850987
2017	40889	18775	64435	77069	77925	2348797	15041	2642931
CRECIMIENTO	5,21%	-10,67%	-14,15%	-17,02%	0,75%	-7,38%	53,20%	-7,30%

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurosif.

A partir de la Tabla 3.12, vemos que Suiza presenta un retroceso en su total de ISR del 7,30%, donde la estrategia de “*Exclusiones*” se mantiene como la mayoritaria con mucha diferencia respecto del resto, si bien ha decrecido a lo largo del periodo, del mismo modo que

las estrategias de “*Inversión temática o sostenible*”, “*Screening basado en normas*” e “*Integración de criterios ASG*”.

3.3.3 Medida de las variables.

Dado que se va a estudiar el posible vínculo entre la ISR de los países europeos y sus niveles de crecimiento económico y desarrollo sostenible, a continuación se detallan los distintos indicadores utilizados para medir las tres variables.

- Respecto a la cuantificación del *nivel de ISR* de los países europeos, se empleó la variable **ISR total (ISRit)**, que se calcula a partir de la cantidad total de fondos de ISR invertidos por cada país europeo i en cada año t (en millones de euros), considerando todos los tipos de estrategias existentes para invertir en fondos sostenibles y responsables. La información se tomó de los informes publicados por EUROSIF.
- Respecto a la medida del *crecimiento económico* de los distintos países, se va a utilizar la principal variable para medir la economía de un país, permitiendo cuantificar el valor económico de los bienes y servicios finales producidos a lo largo de un año: el **Producto Interior Bruto per cápita (PIBpcit)**, que representa el valor del PIB per cápita de cada país europeo i en cada año t (en euros por habitante). Por tanto, relaciona directamente el PIB generado por cada país a lo largo de un año con su población total. Los datos de partida proceden de la base de datos de EUROSTAT.
- En cuanto a la medida del *desarrollo sostenible* de los países, entre todos los indicadores posibles analizados en el segundo capítulo, por razones de disponibilidad de datos, se va a utilizar el **Índice de Desarrollo Humano (IDH _{i})**, que representa el nivel de desarrollo sostenible de cada país europeo i en cada año t (valor entre 0 y 1 punto), considerando tres dimensiones: su *nivel económico*, a través del PIB per cápita del país a niveles constantes; su *nivel cultural*, a través de la tasa de alfabetización del país; y su *nivel social*, relativo la esperanza de vida del país. Este índice es elaborado y publicado por el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD).

3.3.4 Resultados.

a) Análisis descriptivo y de correlaciones

En primer lugar, se realiza un *análisis descriptivo* de las distintas variables representativas de la ISR, el crecimiento económico y el desarrollo sostenible de los países europeos, a fin de describir las características de la muestra a este respecto en los años 2015 y 2017, que son los dos últimos con datos públicamente disponibles. Se trata, por tanto, de un estudio general dirigido a presentar las principales medidas de tendencia central (media simple) y dispersión (desviación típica) de las tres variables consideradas en el estudio.

Seguidamente, se presentan los resultados del *análisis de correlaciones bivariadas* entre dichas variables para conocer el signo y significación estadística de la asociación entre ellas. A este respecto, dado que, tras aplicar el test de Kolmogorov-Smirnoff, se comprueba que los tres indicadores siguen una distribución Normal, para calcular las correlaciones bivariadas se emplea una medida paramétrica tal como el coeficiente de correlación de Pearson (r).

La Tabla 3.13 muestra los resultados de ambos tipos de análisis. Respecto a los principales estadísticos descriptivos, cabe señalar que, por término medio, el nivel de ISR de los 12 países europeos considerados en los años 2015 y 2017 fue de 1.918.412,8 millones de euros. En cuanto a su crecimiento económico, el PIB per cápita medio fue de 38.666,7 euros por persona, y respecto a su desarrollo sostenible, el índice IDH medio fue de 0,9108 puntos.

Tabla. 3.13. Estadísticos descriptivos y correlaciones bivariadas*

Variables	N	Media	D.T.	1	2	3
1. IDH_{it}	24	0,9108	0,025	1,00		
2. ISR_{it}	24	1.918.412,8	1.886.628,7	0,362	1,00	
3. $PIBpc_{it}$	24	38.666,7	14.599,5	0,862**	0,253	1,00

IDH_{it} es el Índice de Desarrollo Humano, que mide el desarrollo sostenible del país i en el año t (valor entre 1 y 10); ISR_{it} es el nivel de Inversión Socialmente Responsable del país i en el año t (en millones de €); y $PIBpc_{it}$ es el PIB per cápita del país i en el año t (en € por habitante).

*Coeficientes de correlación r de Pearson.

**Correlación estadísticamente significativa al nivel del 1% (p -value <0.01).

Respecto al análisis de los coeficientes de correlación bivariada, cabe señalar que la asociación entre el nivel de ISR de los países europeos y su crecimiento económico es positiva, del mismo modo que la relación con su desarrollo sostenible, dado que los dos coeficientes de correlación de Pearson presentan un signo positivo. No obstante, ninguna de las dos relaciones positivas observadas es estadísticamente significativa. En concreto, el *aumento del nivel de inversión sostenible y responsable (ISR)* tiene una *correlación*:

- del 25,3% con el *crecimiento del PIB per cápita* (correlación positiva baja con el crecimiento económico).
- del 36,2% con el *incremento del IDH* (correlación positiva baja con el desarrollo sostenible).

La única relación positiva relevante desde el punto de vista estadístico, al nivel del 1% ($p\text{-value} < 0.01$), es la existente entre el crecimiento económico y el desarrollo sostenible de los países.

b) Análisis explicativo

Para analizar empíricamente la posible relación entre el volumen de la ISR de los 12 países europeos y su nivel de crecimiento económico/desarrollo sostenible se va a llevar a cabo un análisis estadístico a partir de la prueba paramétrica de la t de Student para dos muestras independientes. Para ello es necesario constituir dos muestras independientes atendiendo al nivel de ISR. Así, partiendo del valor medio alcanzado por esta variable (media = 1.918.412,8 millones de euros), se van a configurar dos grupos en función de si su inversión sostenible y responsable es mayor o igual que el valor medio (*Grupo con más ISR*), o bien, inferior a dicho valor (*Grupo con menos ISR*).

Una vez constituidos los dos grupos independientes, la prueba paramétrica de la t de Student permite determinar si existen diferencias estadísticamente significativas en el crecimiento económico y el desarrollo sostenible de los países europeos de la muestra en función de su nivel de ISR. Los resultados alcanzados figuran en la Tabla 3.14.

Tabla. 3.14. Resultados de la prueba *t* de Student.

Variables	Grupo con más ISR (n=10)		Grupo con menos ISR (n=14)		N=24
	Media	D.T	Media	D.T.	
Crecimiento Económico ($PIBpc_{it}$)	44.901,0	15.593,2	34.213,6	12.550,6	1,860*
	Grupo con más ISR (n=10)		Grupo con menos ISR (n=14)		N=24
	Media	D.T	Media	D.T.	
Desarrollo Sostenible (IDH_{it})	0,9105	0,020	0,9046	0,026	1,481

* Prueba *t* estadísticamente significativa al nivel del 10% (*p-value* <0.1).

A priori, tal como se puede observar, tanto el crecimiento económico como el desarrollo sostenible alcanzan, por término medio, valores superiores en la muestra de países europeos con mayor ISR que en aquella integrada por los países que muestran un menor nivel de inversión responsable y sostenible.

Los resultados obtenidos tras aplicar la prueba paramétrica de la *t* de Student permiten concluir que, sólo en el caso del crecimiento económico, las diferencias observadas son estadísticamente significativas al nivel del 10% (*p-value* <0.1). Por tanto, respecto al grado de desarrollo sostenible, no existen diferencias relevantes desde un punto de vista estadístico entre los países con mayor y menor nivel de ISR. Estos hallazgos avalan, por tanto, la presencia de un posible efecto de arrastre de la ISR de los países europeos sobre su nivel de crecimiento económico durante 2015 y 2017, pero no sobre su desarrollo sostenible.

4. CONCLUSIONES

Las ISR son aquellas inversiones que consideran factores medioambientales, sociales y de buen gobierno para la toma de decisiones, junto con otros criterios financieros tradicionales. A este respecto, el objetivo principal del presente Trabajo Fin de Grado era responder a la siguiente cuestión: *¿Influye la ISR de los países en su nivel de desarrollo sostenible?*

Para ello, en primer lugar y para contextualizar el trabajo, se ha partido del concepto de RSC, sumamente importante a la hora de hablar de ISR, ya que es la base de la misma. En cuanto a la RSC, existen dos posturas claramente diferenciadas respecto a la relación entre la empresa y la sociedad: mientras la primera establece que la única responsabilidad social que deben asumir las empresas es obtener el máximo beneficio posible y cumplir las leyes, de manera que la RSC no entraría dentro de sus competencias, la segunda apoya que las empresas deben crear valor promoviendo la RSC, es decir, asumiendo las responsabilidades sociales y medioambientales en el desarrollo de sus negocios. A modo de conclusión es posible señalar que cada vez está adquiriendo más relevancia la última postura, si bien, la RSC necesita de un compromiso importante por parte del sector público para llegar a ser realmente útil. Así, entidades como la ONU han establecido objetivos como los Objetivos de Desarrollo Sostenible (para países) o los Principios del Pacto Mundial (para empresas) al objeto de fomentar las prácticas socialmente responsables.

La ISR está estrechamente ligada con la RSC, ya que no deja de ser una aplicación de políticas socialmente responsables en el mundo de la inversión financiera. A este respecto, la ONU también establece ciertas directrices para considerar una inversión como ISR a partir de los denominados “*Principios para la Inversión Responsable*”. Tras realizar una revisión de la literatura empírica acerca de la ISR, es posible desmentir la creencia popular de que estas inversiones sostenibles y responsables conllevan una renuncia a la rentabilidad, dado que la mayoría de estudios previos concluyen que, de hecho, la ISR trae consigo unos mayores retornos. Respecto al panorama actual de la ISR, cabe indicar que dentro de esta categoría de inversiones es posible distinguir entre microcréditos, fondos de inversión solidarios y fondos de inversión éticos, los cuales pueden seguir diferentes estrategias, desde una discriminación negativa (“*Exclusiones*” y “*Screening basado en normas*”) hasta una discriminación positiva

(“Integración de criterios ASG”, “Engagement y Voting”, “Best in Class”, “Inversiones de Impacto” o “Inversiones Temáticas o Sostenibles”). Como conclusión, destacar que, en los últimos años, se está produciendo un auge global en este tipo de inversiones, donde Europa es la zona con mayor volumen de ISR a nivel mundial, siendo la estrategia de “Exclusiones” la más utilizada, seguida de cerca por la “Integración de criterios ASG”, al igual que sucede en España.

Dado que el fin principal del trabajo es relacionar la ISR con el desarrollo sostenible de los países, otro de sus objetivos era analizar en qué consiste el desarrollo sostenible y cuáles son sus diferencias con un crecimiento puramente económico. A este respecto, es posible concluir que el crecimiento económico, relativo a la expansión cuantitativa del subsistema económico, provoca un incremento de los costes medioambientales y sociales a un ritmo mayor que el de la rentabilidad económica. Por tanto, es posible concluir que medir exclusivamente el crecimiento económico de un país, por ejemplo a través del PIB, no refleja su verdadero nivel de bienestar para la sociedad. Para ello se requiere tener en cuenta el concepto de desarrollo sostenible, que trata de equilibrar las dimensiones económica, social y medioambiental, existiendo múltiples indicadores al respecto, tales como el IPG, el IBES, el IDH, el IPM, el SEDA, el Índice para una Vida Mejor o el IPS. De hecho, si se considera el IDH, Noruega, que suele ser el país que lidera el ranking del IDH año tras año, en 2017 fue el sexto país en la clasificación del PIB per cápita. Sin embargo, Qatar, presentando un PIB muy elevado en dicho periodo, tuvo un IDH escaso.

Finalmente, respecto a relación entre la ISR de los países y su nivel de desarrollo y bienestar, tras revisar la escasa literatura existente a nivel internacional, es posible señalar lo siguiente:

- *La ISR tiene un impacto favorable en el crecimiento económico:* Dos estudios establecen una relación directa y positiva entre la ISR y ciertas variables macroeconómicas, tales como el incremento del PIB o la reducción de la inflación (Muzindutsi & Sekhampu, 2013; Auer, 2016).
- *La ISR tiene un impacto favorable en el desarrollo sostenible:* Otros dos estudios concluyen que la ISR tiene un vínculo directo, positivo y a largo plazo con la sostenibilidad económica, social y medioambiental de los países (Wut & Ng, 2015; Ng, 2019).

Es decir, es posible concluir que la ISR puede crear un círculo virtuoso que desemboque en mayor crecimiento económico y desarrollo sostenible de los países, tal que este tipo de inversiones pueden contribuir a cambiar tendencias macroeconómicas a largo plazo, como por ejemplo contribuyendo a la mejora del nivel de riqueza de un país, pero también a su desarrollo sostenible, invirtiendo en entidades que garanticen el trabajo justo, la equidad o la responsabilidad medioambiental.

Dado que Europa es la zona con mayor volumen de ISR a nivel mundial y no existe ningún estudio empírico previo sobre el impacto de dicha inversión en el crecimiento económico y desarrollo sostenible de los países europeos, se llevó a cabo un estudio estadístico al respecto a partir de la información proporcionada por EUROSIF. En concreto, se consideró una muestra de 12 países (Austria, Alemania, Bélgica, Dinamarca, España, Francia, Italia, Países Bajos, Polonia, Reino Unido, Suecia y Suiza) en los años 2015 y 2017, obteniendo un total de 24 observaciones (12 países x 2 años), a fin de estudiar el impacto de la ISR en sus niveles de crecimiento económico, medio a través del PIB per cápita, y de desarrollo sostenible, cuantificado a partir del IDH (PIB per cápita + tasa de alfabetización + esperanza de vida).

A partir del análisis de correlaciones realizado, es posible concluir que existe una relación positiva entre ISR y PIB per cápita, así como entre ISR e IDH, si bien ninguna de las dos correlaciones es estadísticamente significativa. En cambio, la asociación entre crecimiento económico y desarrollo sostenible sí parece ser positiva y estadísticamente significativa.

En cuanto a los resultados del análisis explicativo efectuado a partir de la prueba paramétrica de la *t* de Student, se observa que el grupo de las 10 observaciones con mayor ISR (que son aquellas con ISR superior a la media) tiene valores superiores que el grupo de las 14 observaciones con menor ISR (que son aquellas con ISR inferior a la media) tanto en crecimiento económico como en desarrollo sostenible, aunque la diferencia observada sólo es estadísticamente significativa en el caso del impacto de la ISR en el crecimiento económico. Por tanto, nuestros hallazgos coinciden con los encontrados previamente en la literatura a este respecto (Muzindutsi & Sekhampu, 2013; Auer, 2016). Por el contrario, en contra de los resultados obtenidos en los estudios de Wut & Ng (2015) y Ng (2019), el impacto positivo de

la ISR en el desarrollo sostenible no ha resultado estadísticamente relevante. Así, pese a que la ISR ha demostrado tener un beneficio para la economía de los países europeos en términos del PIB per cápita, aún no está ejerciendo la influencia suficiente para mejorar las condiciones de vida de la sociedad de dichos países, considerando tanto el PIB per cápita como su tasa de alfabetización y su esperanza de vida.

En definitiva, ante la pregunta planteada inicialmente y que da título a este Trabajo Fin de Grado: *¿Influye la ISR de los países en su nivel de desarrollo sostenible?*, nuestros hallazgos para Europa en los años 2015 y 2017 muestran que la ISR de los países europeos sí afecta en su nivel de crecimiento económico, aunque de momento no parece influir significativamente en su grado de desarrollo sostenible. Por tanto, no confirman la efectividad de la inversión sostenible y responsable para el logro de los Objetivos de Desarrollo Sostenible en los países europeos, tal que las diferencias observadas en su nivel de sostenibilidad pueden ser atribuibles al azar y no tanto a su nivel de ISR.

Finalmente, señalar que los hallazgos encontrados deberían ser interpretados con la debida cautela por las siguientes razones:

- El tamaño de la muestra es muy pequeño ($N = 24$ observaciones), lo que puede explicar que algunos resultados obtenidos no sean estadísticamente significativos.
- El periodo muestral es de sólo dos años (2015 y 2017), mientras que la teoría establece que la ISR puede contribuir a mejorar el desarrollo sostenible de los países a largo plazo.
- Entre los múltiples indicadores del desarrollo sostenible que existen, por razones de disponibilidad pública de los datos, sólo se ha empleado el IDH (PIB per cápita + tasa de alfabetización + esperanza de vida). Para confirmar nuestros resultados, sería conveniente utilizar simultáneamente diferentes medidas del desarrollo sostenible de los países a fin de comprobar la consistencia de nuestros hallazgos.
- El indicador del desarrollo sostenible utilizado es el IDH, que sólo mide el bienestar económico y social de un país, pero no tiene en cuenta la dimensión medioambiental. Sin embargo, cada vez se está considerando más por los inversores el impacto de la ISR en el medio ambiente.

5. REFERENCIAS

- Aguinis, H., & Glavas, A. (2012). What we know and don't know about Corporate Social Responsibility: a review and research agenda. *Journal of Management*, 38(4), 932-968.
- Aguinis, H., & Glavas, A. (2019). On Corporate Social Responsibility, sensemaking, and the search for meaningfulness through work. *Journal of Management*, 45(3), 1057-1086.
- Alkire, S., Kanagaratnam, U., & Suppa, N. (2019). The Global Multidimensional Poverty Index (MPI) 2019. *OPHI MPI Methodological Note*, 47. Oxford: Oxford Poverty and Human Development Initiative (Universidad de Oxford, Reino Unido). Recuperado el 16 de junio de 2019, de https://ophi.org.uk/wp-content/uploads/OPHI_MPI_MN_47_2019_vs2.pdf
- Amate Fortes, I., & Guarnido Rueda, A. (2011). *Factores Determinantes del Desarrollo Económico y Social* (Premio Unicaja de Investigación Económica). Málaga: Analistas Económicos de Andalucía.
- Arias, F. (2006). Desarrollo sostenible y sus indicadores. *Sociedad y Economía*, 11, 200-229.
- Auer, B.R. (2016) Do socially responsible investment policies add or destroy European Stock Portfolio value? *Journal of Business Ethics*, 135(2), 381-397.
- Azmi, W., Mohamad, S., & Shah, M.E. (2019). Ethical investments and financial performance: an international evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.05.005> (en prensa).
- Brundtland, G. H. (1987). Informe de la Comisión Mundial sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo: Informe Brundtland. En G. H. Brundtland y M. Khalid (Eds.), *Desarrollo y Cooperación Económica Internacional*. Oslo: Naciones Unidas.
- Beal, D., Rueda-Sabater, E., En Young, S., & Ling Heng, S. (2016). *The Private-Sector Opportunity to Improve Well-Being: The 2016 Sustainable Economic Development Assessment*. Boston: The Boston Consulting Group.
- Carroll, A. B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39-48.

- Colasante, A., & Ripollés, J. (2018). ¿El Producto Interior Bruto es un buen indicador del bienestar de los ciudadanos? Una comparativa entre España e Italia. *Revista de Trabajo, Economía y Sociedad*, 87, 21-35.
- Comisión de las Comunidades Europeas (2001). *Libro Verde: Fomentar un Marco Europeo para la Responsabilidad Social de las Empresas*. Recuperado el 10 de mayo de 2019, de <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52001DC0366&from=ES>
- Daly, H. (2008). *Towards A Steady-State Economy*. Londres: Sustainable Development Commission.
- De la Cuesta González, M., & Galindo García, Á. (2005). *Inversiones Socialmente Responsables*. Salamanca: Publicaciones Universidad Pontificia de Salamanca.
- Easton, S., & Pinder, S. (2018). *Theory and Empirical Evidence on Socially Responsible Investing and Investment Performance*. Victoria: Monash Centre for Financial Studies (Universidad de Monash, Australia).
- Economics Online (2019). *Measures of Economic Welfare - Economic Development*. Recuperado el 10 de julio de 2019, de https://www.economicsonline.co.uk/Global_economics/Measure_of_economic_welfare_MEW.html
- Eisinger, S. (2017). ¿Es la inversión ISR más rentable que la inversión tradicional? *Funds People*. Recuperado el 25 de junio de 2019, de <https://es.fundspeople.com/news/es-la-inversion-isr-mas-rentable-que-la-inversion-tradicional>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 5(4), 210-233.
- Global Sustainable Investment Alliance (2019). *2018 Global Sustainable Investment Review*. Recuperado el 15 de octubre de 2019, de http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf?utm_source=The+IIG+Community&utm_campaign=60a39c9e1c-EMAIL_CAMPAIGN_11_30_2018_11_56_COPY_01&utm_medium=email&utm_term=0_4b03177e81-60a39c9e1c-71997937
- Haigh, M., & Hazelton, J. (2004). Financial markets: a tool for social responsibility? *Journal of Business Ethics*, 52(1), 59-71.

- Herringer, A., Firer, C., & Viviers, S. (2009). Key challenges facing the socially responsible investment (SRI) sector in South Africa. *Investment Analysts Journal*, 38(70), 11-26.
- Hong, H., & Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: the effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 15-36.
- Levitt, T. (1958). The dangers of social responsibility. *Harvard Business Review*, 36(5), 41-50.
- Lozano, J. M., Albareda, L., & Ysa, T. (2005). ¿Qué pueden hacer los gobiernos para promover la Responsabilidad Social de la Empresa (RSE)? *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 53, 53-74.
- Mikolajek-Gocejna, M. (2018). The environmental, social and governance aspects of Social Responsibility indices: a comparative analysis of European SRI Indices. *Comparative Economic Research*, 21(3), 25-44.
- Muzindutsi, P. F., & Sekhampu, T. J. (2013). Socially responsible investment and macroeconomic stability in South Africa: an application of vector error correction model. *The Journal of Applied Business Research*, 29(6), 1623-1630.
- Nath, S. J. (2019). The business of virtue: evidence from socially responsible investing in financial markets. *Journal of Business Ethics*, <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04291-9> (en prensa).
- Ng, A. (2019). Socially responsible investing in sustainable development. En F. Leal (Ed.), *Encyclopedia of Sustainability in Higher Education*. Basilea: Springer Nature.
- Organización para las Naciones Unidas, ONU (2019a). *Objetivos de Desarrollo Sostenible*. Recuperado el 12 de junio de 2019, de <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/objetivos-de-desarrollo-sostenible/>
- Organización de las Naciones Unidas, ONU (2019b). *Principios para la Inversión Responsable*. Recuperado el 13 de junio de 2019, de: <https://www.casadelapaz.cl/derechoshumanosyempresas/wp-content/uploads/2018/11/Principios-para-la-inversión-responsable.pdf>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, OCDE (2019). *Tu Índice para una Vida Mejor*. Recuperado el 28 de octubre de 2019, de <http://www.oecdbetterlifeindex.org/es/#/111111111111>

- Pacto Mundial (2019). *Diez Principios*. Recuperado el 15 de junio de 2019, de <https://www.pactomundial.org/category/aprendizaje/10-principios/>
- Perea, I. (21 de junio de 2018). Tressis: invertir con ética es a largo plazo menos arriesgado. *El País*. Recuperado el 15 de julio de 2019, de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/06/19/mercados/1529408621_510663.html
- Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo, PNUD (2018). *Human Development Indices and Indicators 2018 Statistical Update*. Recuperado el 23 de octubre de 2019, de http://hdr.undp.org/sites/default/files/2018_human_development_statistical_update.pdf
- Sachs, J., Schmidt-Traub, G., Kroll, C., Lafortune, G., & Fuller, G. (2019): *Sustainable Development Report 2019*. Nueva York: Sustainable Development Solutions Network (SDSN).
- Sánchez Legrán, P. (2017). *¿Existe la Responsabilidad Social de las Empresas o es sólo marketing?*. Recuperado el 29 de mayo de 2019, de <https://www.facua.org/es/noticia.php?Id=11536>
- Sánchez, P., Rodríguez, M. Á., Ricart, J. E., Capdeville, S., & Gai, E. (2002). Inversión socialmente responsable: evolución, tendencias e implicaciones para la dirección de las empresas. *Documento de Investigación, 464*. Navarra: IESE Business School (Universidad de Navarra). Recuperado el 29 mayo de 2019, de https://www.researchgate.net/publication/4803050_Inversion_socialmente_responsible_evolucion_tendencias_e_implicaciones_para_la_direccion_de_las_empresas
- Sireklove, J. (2018). Socially responsible investment performance: do ESG screens hurt returns? *Parametric Portfolio*. Recuperado el 28 de mayo de 2019, de <https://www.parametricportfolio.com/blog/does-socially-responsible-investing-hurt-expected-returns>
- Spainsif (2018). *La Inversión Sostenible y Responsable en España*. Recuperado el 25 de mayo de 2019, de https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/dlm_uploads/2018/10/La-inversión-sostenible-y-responsable-en-España-Estudio-Spainsif-2018-.pdf
- Stern, S., Wares, A., & Epner, T. (2018). *2018 Social Progress Index Methodology Report*. Recuperado el 26 de octubre de 2019, de <https://www.socialprogress.org/assets/downloads/resources/2018/2018-Social-Progress-Index-Methodology.pdf>

-
- Talberth, J., Cobb, C., & Slattery, N. (2007). *The Genuine Progress Indicator 2006: A Tool for Sustainable Development*. Recuperado el 28 de octubre de 2019, de <https://d3pcsg2wj9izr.cloudfront.net/files/24200/articles/12128/GPI202006.pdf>
- Ukko, J., Saunila, M., Rantala, T., & Havukainen, J. (2019). Sustainable development: implications and definition for open sustainability. *Sustainable Development*, 27(3), 321-336.
- Van den Bergh, J., & Antal, M. (2014). Evaluating alternatives to GDP as measures of social welfare/progress, *WWWforEurope Working Paper*, 56. Viena: WWWforEurope (WIFO, Austrian Institute of Economic Research, Austria).
- Van Dijk-de Groota, M., & Nijhof, A. H. J. (2015). Socially responsible investment funds: a review of research priorities and strategic options. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 5(3), 178-204
- Vilaseca, B. (9 de noviembre de 2008). Pon tu dinero donde estén tus valores. *El País*. Recuperado el 23 de mayo de 2019, de https://elpais.com/diario/2008/11/09/negocio/1226242056_850215.html
- Vives, A. (2015). *Mirada Crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica (Volumen III)*. Recuperado el 30 de mayo de <http://www.cumpetere.com/wp-content/uploads/2018/02/Mirada-Critica-Vol-III-Final.pdf>
- Wut, T. M., & Ng, A. (2015). ISR and sustainable business performance: evidence from the global financial centre of China. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 195, 133-141.