



CEU

*Universidad
San Pablo*

**Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales**

**Las finanzas empresariales:
aportaciones y reflexiones a la
luz de los criterios éticos y de
responsabilidad social**

Ricardo Javier Palomo Zurdo

Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad
Universidad CEU San Pablo

Festividad de San Vicente Ferrer
Abril de 2007

CEU Ediciones

Las finanzas empresariales: aportaciones y reflexiones a la luz de los criterios éticos y de responsabilidad social

Ricardo Javier Palomo Zurdo

Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad
Universidad CEU San Pablo

Festividad de San Vicente Ferrer
Abril de 2007

**Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales
Universidad CEU San Pablo**

Las finanzas empresariales: aportaciones y reflexiones a la luz de los criterios éticos y de responsabilidad social

No está permitida la reproducción total o parcial de este trabajo, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito de los titulares del copyright.

Derechos reservados © 2007, por Ricardo Javier Palomo Zurdo
Derechos reservados © 2007, por Fundación Universitaria San Pablo-CEU

CEU Ediciones
Julián Romea, 18 - 28003 Madrid
<http://www.ceu.es>

ISBN: 978-84-96860-13-1
Depósito legal: M-15846-2007

Compuesto e impreso en el Servicio de Publicaciones de la Fundación Universitaria San Pablo-CEU

Introducción

Hace unas semanas, en torno a las siete y media de la tarde, por sorpresa y sin previo aviso, el equipo decanal al completo me abordó mientras firmaba mi salida de esta Facultad. Una amplia sonrisa en sus rostros abonaba mi inquietud y me hacía sospechar de las intenciones. Me acompañaron hacia el despacho de la Decana, sin posibilidad de huida, para indicarme, sugerirme, rogarme, convencerme, aunque creo que para obligarme (-no lo tengo aún claro-) a ocuparme en esta ocasión de la Lección Magistral de la Festividad de nuestro Santo Patrón San Vicente Ferrer. Aceptado el trance, y más tranquilo ya por no tratarse de otra encomienda en torno a la ya famosa ciudad de Bolonia, me reconfortó escuchar que mi intervención debía ser breve, y en la medida de lo posible amena (-complicada ecuación entre lo académico, la amenidad y la brevedad-).

Me dieron total libertad para elegir la temática apropiada, pues cada conferencia de años anteriores había versado sobre materias muy distintas; por ello, empecé a escribir, y lo que sigue es lo que salió del teclado bajo cierta presión de plazos de entrega. En esta ocasión, la ventaja, ¡¡por una vez!!, de poder hablar fuera del ámbito más común de las ponencias temáticas de congresos o ciclos de conferencias, y el hecho de que no constituya materia de examen para mis alumnos ni intervención en un proceso de promoción de la Universidad, me pedía cambiar levemente de registro y animarme a decir estas palabras.

Deseo empezar esta conferencia con el agradecimiento sincero a mi Decana, la Dra. Begoña Blasco, por haberme designado para pronunciar el discurso de

celebración del día de nuestro patrono, San Vicente Ferrer, y haberme llevado así, por necesidad, a escribir y decir cosas que hasta ahora no había llevado al papel, quizá por no haber encontrado el foro adecuado.

Todos conocemos ya, tras las conferencias que han precedido a ésta, de la labor evangelizadora de San Vicente Ferrer. También sabemos que es nuestro patrón por decisión del que fuera, en 1944, primer decano de la entonces primera Facultad de Ciencias Políticas y Económicas; y también hemos conocido de su vida y obra y de su decisiva participación en el conocido compromiso de Caspe, allá por siglo XIV. Recordemos solamente que nació en la localidad valenciana de San Vicente, en el año 1350, que tuvo una intensa actividad y que vivió hasta la bastante longeva edad para la época, de 69 años.

Desde aquellos tiempos que conocieron de la vida y obra de San Vicente Ferrer hasta la actualidad, el saber económico ha experimentado un largo, apasionante y también convulso recorrido que, en el momento actual, parece situarnos en torno a una visión de la responsabilidad social de la empresa que hace pocas décadas muchos podrían considerar absurda, y hace algunas más contraria incluso al progreso.

Antes de comenzar con mi disertación, pido de antemano disculpas por si, en algún momento, el tono de mi intervención, se aparta de los cánones más tradicionales; pero los que me conocen saben como soy (otra cosa es lo que parece que soy); ¡y juzgué!! adecuada esta ocasión para tratar de construir una intervención en la que dar cierta rienda suelta a muchas cuestiones que me planteo y creo que la mayoría nos planteamos diariamente, de las que dudo y no siempre me convengo, y sobre las que ahora quiero reflexionar en voz alta, utilizando como hilo conductor la economía en general y las finanzas en particular, pero con claras incursiones en lo ético y lo social.

Por otra parte, en cuanto a la brevedad que me rogaron, voy a intentarlo, aunque escucho la misma intención y disculpa año tras año en estos mismos actos. Disculpa comprensible, pues si algo hacemos y nos gusta hacer a los profesores es hablar, e incluso escucharnos a nosotros mismos. Quizá sea este nuestro pecado más vanidoso.

Dudar es y nos hace grandes... Hace más de veinte años leí una frase que decía “la duda es el fundamento de mi finitud”; y poco más abajo había otra que rezaba

“la ignorancia consciente es el preludio de cada uno de los grandes avances del conocimiento”, en este segundo caso sí tengo recuerdo de que la cita era del científico Maxwell.

En esta conferencia que me ha correspondido dictar, hablaré de lo que son las finanzas (por el enfoque académico del acto); reflexionaré sobre alguno de sus aspectos derivados ahora tan llamados colaterales, y trataré de resumir los efectos de índole económica y financiera que rodean a la responsabilidad social de la empresa.

1. Lo que son las finanzas: aportaciones y valoraciones

Como todos los presentes en este acto conocen sobradamente, la Economía o Ciencia Económica, como componente de la Ciencia, tiene por objeto estudiar cómo se emplean los recursos escasos susceptibles de usos alternativos para producir bienes y servicios destinados al consumo presente y futuro. Evidentemente, entre este variado conjunto de recursos escasos se encuentran los recursos financieros.

Así, las Finanzas surgen como una de las diferentes ramas de la Ciencia Económica que, particularmente, se configura como una disciplina científica que estudia la asignación y el uso de tales recursos financieros de la mejor forma posible, es decir, con criterios de eficiencia.

A las Finanzas o –en su denominación más académica o tradicional en España– a la Economía Financiera de la Empresa, se puede llegar, principalmente, desde dos posturas o enfoques diferenciados: la que parte desde los mercados financieros (como desgaje “directo” de la Economía); y la que defiende que se llega desde –o, a través de– la Economía de la Empresa (como una disciplina especializada de ésta, bajo el prisma del enfoque funcional de la empresa).

Para la postura de procedencia desde los mercados, la principal coincidencia entre Economía y Finanzas es el estudio de los mercados financieros y de los precios de los activos; si bien, la Economía los estudia como parte de un sistema económico amplio, mientras que las Finanzas prestan una atención especial a

las transacciones y a las interrelaciones entre los precios de los diferentes activos financieros.

Y en esa codiciada y a veces conflictiva frontera académica se desarrolla y se defiende, una amplia disciplina más que centenaria, pero especialmente potenciada bajo el nombre de finanzas modernas desde la década de los años cincuenta del pasado siglo XX.

Sin la adecuada gestión financiera, las empresas no podrían sobrevivir mucho tiempo; sin las finanzas no habría sido posible el desarrollo de los actuales mercados financieros; no se habrían podido crear nuevos y sorprendentes productos financieros, ni llevar a cabo las operaciones de inversión que han sido precisas para ver las actuales infraestructuras en el ámbito de las comunicaciones, la tecnología, etc.; tampoco habrían encontrado millones de empresas los cauces adecuados para su financiación y apalancamiento. Sin duda alguna, el desarrollo y aplicación de las finanzas ha contribuido también, decisivamente, al desarrollo económico y social.

Los fondos de inversión, los planes de pensiones, los futuros y opciones, los bonos, y un largo etcétera son realidades palpables de la economía moderna y de las finanzas domésticas. En la mayoría de los casos son incluso términos populares que hace 50 años sólo asomaban en artículos científicos que conformaron, por ejemplo, la teoría de formación de carteras y los modelos de valoración de activos financieros.

Las finanzas han generado riqueza y empleo, además de otras muchas cosas, por supuesto algunas perfectamente criticables y otras incluso perversas debido al mal uso o abuso por parte de algunas personas o instituciones; pero las finanzas también han hecho posible muchos de los milagros económicos de la historia.

Cuando a finales del otoño de 1989 contemplábamos atónitos el predecible, pero ya real colapso del antiguo bloque del Este europeo (imposible de simbolizar mejor que con el derrumbe de un muro con manos, patadas y piquetas, pero acompañado de besos y abrazos bajo una forma más verdadera de entender la libertad) las finanzas se preparaban para aportar su contribución al proceso. Gobiernos, empresas e inversores de todo el mundo dirigirían hacia allí, como siguen haciendo hoy, ingentes flujos financieros..... pero, curiosamente, el principal problema al inicio de este histórico evento no fue la falta de fondos,

sino la inexistencia de un sistema financiero mínimamente desarrollado que fuera capaz de asignar con cierta eficiencia los recursos a los proyectos que empezaban a plantear una nueva generación de empresarios. En un símil más atroz me recuerda mucho a esas provisiones y ayudas que se envían a países en conflicto y que a duras penas salen del aeropuerto de destino por imposibilidad o inseguridad en su distribución, cuando no por el apropiamiento indebido o el lucro infame de otros.

Volviendo a la cuestión que nos ocupa, las Finanzas Empresariales, pretenden dar solución a los problemas que surgen, principalmente, en la gestión y dirección financiera de la empresa; es decir, se dirigen hacia la búsqueda de conocimientos sobre el comportamiento de los mercados financieros y sobre la gestión y administración de los recursos financieros. La intención no es otra –y creo que bastante ambiciosa- que tratar de pronosticar los acontecimientos futuros para tratar de mejorar la toma de decisiones de inversión y financiación. Teóricamente se pretende incluso la optimización (palabra que decimos pero que no existe ni como palabra ni como posibilidad real), pero en la realidad nos conformamos con mejorar –que ya es bastante- las decisiones empresariales.

A este respecto, mi “abuelo académico”, el hace poco desaparecido Prof. Dr. Suárez Suárez, y por el que hoy quiero mostrar mi recuerdo, asevera que las Finanzas Empresariales son mucho más que un mero conjunto de reglas y prácticas con aplicación específica para la resolución de problemas concretos, pues cuenta con conceptos y principios (algunos procedentes de la microeconomía y de la teoría financiera neoclásica) que construyen una estructura coherente en la que se sustenta la adopción de decisiones de índole financiera. También mi “padre académico”, por cuyo reconocimiento considero justo nombrarle ahora, pues no en vano es el responsable de que ahora mismo me encuentre aquí, el Prof. Dr. García-Gutiérrez Fernández nos insiste en la ligazón permanente entre los flujos económico-financieros, los flujos reales y flujos de información-decisión.

Según Marhuenda (2000), “queda claro que la característica fundamental de la Economía Financiera es el estudio de la forma en que operan los mercados de capitales, así como la oferta y valoración, en los mismos, de los activos de capital. De esta forma, más que la temática propia es la perspectiva metodológica lo que diferencia a la Economía Financiera del resto de áreas de la Economía”. Así, las diferencias metodológicas entre la Economía Financiera y la Economía se materializan, principalmente, en lo siguiente:

- La Economía Financiera construye modelos usando, básicamente, variables observables, mientras que la Economía tiende a modelos cuyas variables suelen ser abstracciones de aspectos observables.
- Los modelos de la Economía Financiera se centran en los precios de los diferentes activos financieros, mientras que los modelos de la Economía relacionan los precios de los activos con otras variables económicas.
- En la Economía Financiera el análisis se limita a la determinación de precios, mientras que la Economía considera tanto los precios como las cantidades. Esto es consecuencia de que los mercados financieros son los que más se aproximan al ideal de mercados perfectamente competitivos, y son los precios, más que las cantidades, los que determinan las actuaciones de los individuos.
- En la Economía Financiera, el esquema de oferta y demanda no es demasiado útil, y la noción básica no es la de equilibrio sino la de arbitraje (es decir, la inexistencia de oportunidades de arbitraje sin riesgo); por tanto, diferente al planteamiento de equilibrio autoajutable de la Economía.
- En la Economía Financiera las curvas de demanda son perfectamente elásticas, mientras que las curvas de oferta, en función de la cuestión que se esté analizando, son, o perfectamente inelásticas o perfectamente elásticas. Esto es consecuencia del supuesto implícito de que los activos que se negocian en los mercados financieros son sustitutos perfectos unos de otros.

La existencia de los mercados de capitales hace más fáciles las soluciones a los problemas que se plantean a la hora de asignar recursos en el tiempo; ya que esos mercados son el medio para que los agentes económicos individuales intercambien recursos. Se ocupa y se preocupa de que los recursos financieros se hallen disponibles en distintos momentos para las empresas, de modo que, con sus decisiones de producción-inversión, se facilite a los individuos el modo de transformar recursos actuales en recursos disponibles en el futuro (Fama y Miller, 1972).

En esta línea, el análisis del proceso de asignación de recursos en el tiempo se refiere tanto a las decisiones financieras de las empresas como a las de los

inversores individuales, a todos los cuales se les supone un comportamiento racional a la hora de distribuir, a lo largo del tiempo, su presupuesto inicial entre inversión y consumo.

Para Copeland y Weston (1988) la teoría de las decisiones financieras se centra en el estudio de cómo los individuos o sus agentes toman decisiones entre alternativas que generan resultados inciertos a lo largo del tiempo.

Para Merton, además del tiempo y la incertidumbre deben tenerse en cuenta los aspectos psicológicos (esto último se puede proyectar hacia las denominadas finanzas conductistas o finanzas del comportamiento).

Por su parte, Haley y Schall (1980), justifican que el marco de las “Finanzas” está formado por tres componentes: los individuos, las empresas y los mercados financieros.

Es preciso insistir en que la teoría financiera moderna se apoya en tres hipótesis fundamentales: los agentes económicos son racionales; los mercados financieros son perfectamente competitivos (dado el gran número de inversores y la hipotética ausencia de impuestos y costes de transacción); y la información está libremente disponible (y los precios reflejan toda la información).

Estas hipótesis básicas y principales se ponen diariamente en tela de juicio, pues se demuestra la no racionalidad total de los inversores (así lo ha hecho la teoría de las finanzas conductistas), la existencia de imperfecciones en el mercado y la ausencia de algunas informaciones relevantes para la formación de los precios.

Y esto es así porque igual que el mundo no es perfecto, la economía tampoco lo es; y obviamente, lo mismo puede decirse de las finanzas.

En cierto modo los economistas...y, en este caso, los economistas de empresa y los financieros, estudiamos la realidad de las empresas, analizamos su comportamiento en el pasado y en el presente, e incluso inferimos posibles comportamientos futuros. Tratamos de descubrir elementos o decisiones empresariales que puedan mejorarse para la consecución de ese objetivo ideal y principal de las finanzas empresariales: el logro del máximo valor (-que no beneficio-) de la empresa para sus propietarios; si bien, el moderno enfoque de la Responsabilidad Social de la

Empresa, nos debería llevar a también a crear valor para los no propietarios, como comentaré más tarde.

En otras palabras, como dice una coloquial expresión, todo economista trata, como puede y en el campo en que actúa “de arreglar el mundo”, entendiendo aquí por mundo, la parcela de la gestión empresarial que le corresponde.

En este sentido, considero que a menudo no somos conscientes de la trascendencia que los economistas de empresa, y en este caso, los financieros, tenemos en esa misión o cometido global o universal (aunque no es mi intención exagerarla sino enfatizarla) de querer “arreglar el mundo”. Cierta sentimiento o creencia de que los estudios de economía no tienen un carácter tan vocacional como los de medicina, ingeniería, bellas artes, etc. puede conducir a pensar que la aportación de otros es más relevante para la humanidad; y en cierto modo, hay ámbitos en los que sí puede ocurrir así: por ejemplo, los médicos salvan vidas y ayudan a que lleguen otras vidas; las actividades ingenieriles crean estructuras, favorecen las comunicaciones, nos protegen de las inclemencias meteorológicas; y así en otros campos.

Pero los financieros analizan la viabilidad de los proyectos de inversión, gestionan la financiación de las instalaciones que utilizan médicos, ingenieros, artistas.... pues detrás de todo ello hay una necesaria consecución y asignación de recursos financieros (por definición escasos y susceptibles de usos alternativos) y una valoración de la viabilidad financiera de los proyectos.

Los economistas tenemos también la suerte de contribuir al enriquecimiento de los pueblos y de las naciones y de la creciente población global. A este respecto, personalmente, y me permito esta licencia aunque quizá no sea correcta, cada vez tengo más claro que, para llegar a un mayor progreso social es preciso el progreso económico; y el progreso económico sólo se logra con el progreso empresarial....y para el progreso empresarial es imprescindible una estabilidad y claridad política, firme y esperanzadora y nunca arbitraria, errática y sometida a terceros sin causa.

Las empresas son instrumentos catalizadores de recursos que multiplican las utilidades invertidas. Transforman y procesan recursos materiales, humanos y financieros con el objetivo de obtener tasas de rentabilidad superiores a los costes, incluyendo aquí los costes de aprovisionamiento y de transformación, la remuneración de los empleados, los tributos, las cotizaciones a los sistemas de seguridad social,...y además, -con una proyección reconocida más

recientemente-, contribuyen, mediante diversas manifestaciones de lo que actualmente se denomina Responsabilidad Social de la Empresa, una etiqueta de nuevo cuño que incluye la transparencia informativa, el desarrollo sostenible, la preservación del medio ambiente, y otras muchas iniciativas actualmente tan en boca de todos, que en algunos casos nos sorprenden, pues, en esa moda, hasta los más reacios de siempre se apresuran ahora a enarbolar la bandera de la RSE (en su denominación abreviada).

Luego, ya tenemos una misión, o al menos un importante cometido: nada menos y nada más que hacer que las empresas sean cada vez más eficientes, y también más responsables en lo social, para que el progreso económico avance y con ello el progreso social de los pueblos. ¿Se puede construir así un mundo mejor?. Tenemos misión e ilusión (mi maestro me recuerda a menudo y yo lo hago a mis alumnos y allegados, que en la vida, lo importante, junto con la Fe, es la ilusión y el convencimiento de haber actuado con rectitud y justicia).

Creo que muchos estamos convencidos de que esta finalidad nos une e identifica.

Bajo esta idea, generalmente las ventajas superan con creces a los inconvenientes. El desarrollo de la economía de mercado enriquece a muchos pero desgraciadamente también crea bolsas de marginalidad; que, sin embargo, son menores de lo que ocurriría si no hubiese progreso empresarial (se puede comprobar en diversos estudios, pero es suficiente viajar un poco para obtener pruebas certeras). Muchas de las denominadas desigualdades o polarizaciones de la riqueza que se aprecian en diversos sistemas económicos aumentan a veces la brecha entre ricos y pobres, pero eso no siempre significa que los pobres lo sean más, y sobre esta materia ya disertó en esta misma efeméride nuestro compañero Pedro Schwarz hace ahora dos años.

Es muy fácil y políticamente muy correcto, criticar el enriquecimiento de las empresas y lamentar los costes medioambientales y sociales colaterales (especialmente en las etapas de desarrollismo económico); es muy fácil y “suena bien” ser discordante con el desarrollo de infraestructuras de transportes y suministros por su negativo impacto ecológico o estético; y es fácil oponerse, por ejemplo, al uso de la energía nuclear (a modo de recordatorio, la dependencia energética de España supera el 85%, cuando los niveles de alarma están en el 70%). Pero también queremos viajar rápido y –a ser posible- barato en avión (un artefacto evidentemente contaminante) para llegar lo antes posible durante

unos limitados días de vacaciones a un complejo hotelero construido en un lugar de ensueño (con su correspondiente impacto ambiental, contaminación de la zona y a menudo explotación de los trabajadores locales); alimentarnos con succulentos manjares recién pescados o cosechados (quizá esquilmando las ya pobres reservas); desplazarnos en potentes vehículos por buenas carreteras (con claro impacto ecológico); curar nuestras dolencias con fármacos (el producto de esas contaminantes industrias farmacéuticas); disponer de agua en abundancia en un pseudo-mini balneario con sauna y piscina con burbujas, actualmente llamado “Spa”; hablar o enviar micromensajes en un lenguaje atroz e indescifrable mediante teléfonos celulares (aunque las antenas sean supuestamente dañinas para la salud); hacer deportes y otras actividades de ocio (incluso con gran consumo de luz artificial, porque a veces lo hacemos, porque nos apetece, en horas nocturnas); y además llegar por fin al hogar y hacer que sea verdaderamente acogedor mediante elementos imprescindibles o artificiales como la calefacción o el aire acondicionado.

Por cierto, -permítaseme esta breve anécdota-, pocas veces he soportado más frío de origen artificial que en un curso de doctorado que impartí para nuestra universidad en Puerto Rico. Me preguntaba como vivían allí hace 40 o 50 años. Parece ser que antes de adoptarse el aire acondicionado (cuyos letales efectos sobre el medio ambiente y la salud son conocidos) se aplicaba una solución de alta y compleja tecnología que consistía en abrir las ventanas y que circulase el aire a través de edificios que, afortunadamente eran no inteligentes. Cómo hemos cambiado el mundo ¿a mejor?.

En otras palabras, todo desarrollo económico, empresarial y social tiene un coste. Nuestro cometido es maximizar (verbo no correcto del todo) los rendimientos y minimizar (-el mismo comentario-) los costes (económicos, sociales y medioambientales) y ser conscientes de que lo ideal es perseguible pero no siempre realizable.

El espectacular desarrollo de las nuevas superpotencias del futuro, en particular la India y China, sin olvidar a los otros dos miembros del club de los llamados “BRIC” (incluyendo a Rusia y Brasil), parece preocuparnos por la creciente demanda de materias primas y el aumento de las emisiones contaminantes. Uno de los muchos informes de la OCDE calcula que si la población china aumentase su nivel de vida hasta parámetros equiparables a la media europea, serían precisos otros 3 planetas como el nuestro para cubrir su consumo.

Entonces, ¿Qué está ocurriendo?; ¿Es que el mundo sólo se sustentaba cuando las cuatro quintas partes de la población tenían bajos niveles de renta y de consumo?. Terrible reflexión, cuando somos conscientes que durante muchos años hemos asumido, aunque con poco éxito, la cruzada mundial contra la pobreza. Entonces, ¿deberían todos los países pobres llegar a ser ricos?. Fácil respuesta desde el punto de vista social, pero con complejas consecuencias desde el punto de vista económico y financiero.

2. Una breve referencia a la evolución de las finanzas

Para poder confirmar que las Finanzas tienen antecedentes muy remotos, podemos empezar recordando que, en la antigua Babilonia, en torno al año 1.800 a.c, el Código de Hamurabi establecía tipos máximos de interés sobre préstamos.

Mil años antes de Cristo, Aristóteles narra uno de los primeros casos conocidos de opciones: el filósofo Tales descubrió mediante el examen de los astros que habría una excelente cosecha de aceitunas y compró opciones sobre el uso de las prensas de aceite. Cuando llegó la cosecha, Tales las alquiló con magníficos resultados. Sabiduría y fortuna parecían estar mas ligados en el pasado que en la actualidad.

En el Siglo XV la banca internacional moderna tiene sus orígenes en las grandes familias de banqueros florentinos. Ya en torno a 1650, en la era Tokugawa del Japón, los señores feudales cobraban sus rentas en arroz, pero era frecuente que comerciaran con las entregas futuras de este cereal. Y así hasta llegar, en 1972, cuando la Bolsa de Chicago inauguró el primer mercado de futuros financieros.

En el Siglo XVII surge la empresa moderna, con un gran número de accionistas y con crecientes necesidades de mayor financiación. La Bolsa de Nueva York fue fundada en 1792, cuando un grupo de agentes se reunió bajo un árbol y acordaron comerciar con acciones entre sí con comisiones fijas.

En septiembre de 1929, los precios de las acciones en Estados Unidos alcanzaron un máximo histórico, y el economista Irving Fisher pronosticó que

se mantendrían en “un nivel alto permanente”. Unos 3 años después, los precios de las acciones habían caído casi un 90 por ciento y debió pasar un cuarto de siglo antes de que alcanzaran los niveles anteriores a septiembre de 1929 (parece ser que, al contrario de lo que mantiene el mito popular, ningún inversor de Wall Street se suicidó arrojándose al vacío desde una ventana).

En la década de 1950, la antigua Unión Soviética (desaparecida al comienzo de la década de los años noventa por razones de clara inviabilidad económico-social), transfirió sus reservas de dólares desde los Estados Unidos a un banco de París de su propiedad; los dólares que había en el exterior de los Estados Unidos pasaron a llamarse así eurodólares. Consecuentemente, en la década de 1960, los impuestos y las reglamentaciones estadounidenses hacían mucho más ventajoso prestar y pedir prestados dólares en Europa que en Estados Unidos.

Las finanzas han permitido muchas proezas para el desarrollo mundial: por ejemplo, el mayor proyecto de inversión acordado por una compañía privada hasta la fecha fue la construcción del túnel que atraviesa el Canal de la Mancha.

Por otra parte, en los años ochenta y primeros noventa, en aquella era de OPAs hostiles, tiburones financieros, ejecutivos agresivos (-y generalmente maleducados-) y de “Yuppies” con valores en mínimos, se consagraron algunas de las más agresivas connotaciones en el ámbito de las finanzas empresariales. Una frase célebre en EEUU durante una gran operación corporativa de adquisición tenía las siguientes connotaciones bélicas: “avanzamos a través de los arrozales, sin detenernos ante nada y sin tomar prisioneros”.

A lo largo de esa convulsa historia de las finanzas, con luces y sombras, se ha luchado contra los perversos efectos de la inflación, las quiebras, los escándalos financieros del año 2002 (quiebra de Enron y de su auditora, Arthur Andersen, WorldCom, Parmalat, etc.).

En cualquier caso, las finanzas son imprescindibles. Los intermediarios financieros son clave principal para el desarrollo económico.

En este sentido, cuando pregunto a mis alumnos, cuál es su opinión sobre los bancos, la inmensa mayoría responde lo que supongo que también los presentes en esta sala estarán pensando con toda su crudeza. Pero minutos más tarde, les digo, que llegados al último curso de la licenciatura deberían hacer

cierto ejercicio de pensar como banqueros: podríamos decir, que gracias a los bancos podemos comprar una vivienda y pagarla en 30 o 40 cómodos años, a tipos de interés normales de mercado; y que gracias a ellos, incluso en el más remoto lugar del mundo podemos conseguir dinero con sólo una llamada (por supuesto pagando un precio o comisión), y que en cualquier momento, cajeros automáticos, tarjetas de crédito, y otros medios de pago nos permiten comprar cosas necesarias y también consumir otras que incluso no necesitamos.

En otras palabras, muchas luces en el ámbito de las finanzas, pero sí, también algunas sombras. Como también ocurre en la medicina, en la investigación, en la gestión pública y creo que en la mayoría o quizá la totalidad de las cosas que hace la raza humana.

Es fácil olvidar la contribución de los mercados y las instituciones financieras modernas al crecimiento de la empresa y de la productividad de la economía en general. Todas las empresas grandes y con éxito surgieron de un emprendedor o de un puñado de ellos que sólo tenían una idea de negocio. Pero no podrían haber remontado sus humildes principios sin el acceso al buen funcionamiento de los mercados e instituciones financieras.

Igual que transcurrieron siglos entre Euclides, Newton y Einstein. En lo que a la teoría económica se refiere, 160 años tuvieron que pasar entre Adam Smith y John Maynard Keynes. En las finanzas, por ejemplo, Eugene Fama, unos 50 años después de la aportación de los modelos de valoración de activos financieros, ha escrito que el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) es un triunfo teórico y un desastre empírico.

3. El objetivo económico-financiero de la empresa. Del máximo beneficio a la responsabilidad social de la empresa

En las pequeñas empresas, los accionistas y los directivos pueden ser las mismas personas. Pero en las grandes, la separación entre la propiedad y la gestión es una necesidad práctica. No existe manera alguna de que todos ellos puedan intervenir activamente en la gestión de la empresa; eso sería como gobernar Madrid por medio de asambleas de vecinos.

¿Cómo hacen los accionistas para decidir la manera en que delegan la toma de decisiones, si todos tienen gustos, fortunas, plazos y perspectivas personales diferentes?. La delegación sólo puede funcionar bien si a los accionistas los une un objetivo común. Afortunadamente, existe un objetivo financiero natural que comparten la mayoría de ellos: conseguir el máximo *valor* actual de mercado de sus inversiones en la empresa.

Un director financiero inteligente y eficaz toma decisiones que incrementan el valor actual de las acciones de la empresa y la riqueza de sus accionistas, relegando al pasado el ya obsoleto concepto de la consecución del máximo beneficio.

Esa riqueza incrementada puede dedicarse a cualquier objetivo que deseen los accionistas. Pueden donar su dinero a obras de caridad o derrocharlo en lujos innecesarios; pueden ahorrarlo o gastarlo de inmediato. Pero independientemente de sus gustos u objetivos personales, todos ellos podrán hacer con él más cosas cuando sus acciones o títulos de propiedad valgan más.

Tomada literalmente, la maximización de los beneficios, no es un objetivo empresarial bien definido por su carácter estático y por la posible creatividad contable (parece ser que dos contables diferentes pueden calcular los beneficios de distinta manera; de modo que es posible descubrir que una decisión mejora los beneficios según un grupo de contables, mientras que para otros, tal decisión los reduce).

En cualquier caso, hay práctica unanimidad en que en una economía libre, las empresas tienen pocas probabilidades de supervivencia si se proponen objetivos que reducen su valor.

¿Justifica este objetivo incrementar el valor de las acciones por medio del fraude o del engaño? Por supuesto que no. Pero siempre habrá alguna “manzana podrida” y algunas empresas intentarán aumentar su valor de mercado de manera contraria a la ética.

En los años 2001 y 2002 se descubrieron un número insólito de casos contrarios a lo que se denominan las buenas prácticas empresariales. Por ejemplo, WorldCom, el gigante de las telecomunicaciones, reconoció que no había declarado 3.800 millones de dólares de gastos operativos (pues se habían clasificado como

inversiones, en contra de las normas contables). Mientras tanto, había contraído deudas por valor de 41.000 millones de dólares. Cuando se descubrió este hecho, la empresa sólo tardó un mes en declarar la quiebra, la mayor de la historia de los EEUU.

La segunda gran quiebra fue la de Enron, una compañía de electricidad e inversión. A finales de 2001, Enron anunció que había sufrido más de 1.700 millones de dólares de pérdidas que antes había ocultado por medio de lo que llamaron “entidades con propósitos especiales”. También en este caso, pocos meses después se declaró la quiebra.

-El delito, el fraude y el engaño no generan beneficios-.

¿Significa la consecución del máximo valor que los directores deben comportarse como mercenarios codiciosos que se aprovechan desconsideradamente de los débiles y de los indefensos? No, en la mayoría de los casos. El primer paso para trabajar bien es hacer el bien a los clientes. Así lo expresó Adam Smith en 1776:

No esperamos que nuestra cena provenga de la benevolencia del carnicero, del cervecero ni del panadero, sino de su cuidado por sus propios intereses. No nos dirigimos a su sentido de la humanidad, sino a su aprecio por sí mismos, y nunca les hablamos de nuestras necesidades, sino de su conveniencia¹.

Por supuesto que las cuestiones éticas se plantean tanto en el ámbito empresarial como en cualquier otro. Cuando hay grandes intereses en juego y la competencia se hace intensa, los plazos vencen y las presiones son grandes, es fácil que los directivos busquen atajos y cometan errores, y que no siempre consideren con la profundidad debida la legalidad o la moralidad de sus actos.

No siempre es fácil decidir qué conducta se ajusta a la ética y existen muchas zonas grises. Por ejemplo, ¿deben las empresas hacer negocios con gobiernos corruptos o represivos?. ¿Deben aprovechar el trabajo infantil en los países donde es algo común?

¹ SMITH, A. (1937): *The Wealth of the Nations* (Nueva York, Randon House, 1937; publicado por primera vez en 1776), p. 14.

En este contexto se fue abriendo paso la Responsabilidad Social de la Empresa; un concepto que se ha universalizado en muy poco tiempo. En él ámbito de las finanzas la RSE tiene incluso una manifestación más particularizada para los intermediarios financieros: la denominada Inversión Socialmente Responsable.

La inversión socialmente responsable es un concepto relativo, que no posee una definición ni una materialización única, sino que depende de la perspectiva de los actores implicados en la inversión, de su contexto social, de sus objetivos e intereses, etc. No obstante, una definición muy general y ampliamente utilizada alude a la incorporación de criterios éticos (sociales y/o ambientales) al proceso de toma de decisiones de inversión, de modo complementario a los tradicionales criterios financieros de liquidez, rentabilidad y riesgo. En estos términos define la ISR Cowton: *como un conjunto de aproximaciones a la inversión que incluyen objetivos sociales o éticos así como criterios financieros tradicionales para la toma de decisiones financieras, esto es, para adquirir, mantener, o disponer de un determinado activo*².

La introducción de los mencionados criterios éticos en las decisiones de inversión implica que el inversor se plantee cuál es el impacto social y ambiental de las compañías en las que invierte su dinero. Tal planteamiento cuestiona el tradicional enfoque friedmanita por el que “los empresarios tienen una y sólo una responsabilidad social, usar los recursos e involucrarse en actividades que incrementen sus beneficios”³, de tal modo que exigir otro tipo de responsabilidades empresariales implicaría, según ese enfoque, coartar la libertad en la sociedad y reemplazar el mecanismo de mercado por la elección política.

Efectivamente, a diferencia de tal visión, la inversión socialmente responsable parte de la base de que las empresas, en las que el ahorrador invierte su dinero, pueden jugar un papel en la sociedad, que va más allá de los meros resultados financieros. Más aún, la ISR cuestiona la afirmación de Friedman desde la posición de accionistas. La tesis de este autor no permite dar respuesta al problema fundamental que plantea la ISR: ¿qué ocurre cuando son los mismos accionistas los que quieren que la empresa asuma su responsabilidad social?.

² COWTON, C.J. (1999): “Playing by the rules: ethical criteria at an ethical fund”, *Business Ethics: a European review*, 8(1), pp. 60-69

³ FRIEDMAN, M. (1970): “The Social Responsibility of Business is to increase its Profits”, *New York Times Magazine*, 3 septiembre.

El origen de la inversión socialmente responsable podría situarse en Estados Unidos en la década de los años cincuenta, cuando algunos grupos religiosos como los cuáqueros prohibieron a sus feligreses la inversión en empresas relacionadas con el alcohol, el juego y el tabaco. Sin embargo, el término inversión socialmente responsable no comienza a acuñarse hasta finales de los años sesenta en Estados Unidos; en un momento marcado por la guerra del Vietnam, una carrera armamentística descontrolada y grandes daños ambientales. En ese contexto, algunos “activistas” sociales (palabra que inquieta cuando se oye por primera vez en este contexto, por la apropiación indebida y significatividad política del término) descubrieron que la inversión podía ser una buena vía para lograr avances sociales e instar a las empresas a cambiar sus decisiones⁴.

En los años ochenta la inversión socialmente responsable en Estados Unidos experimentó importantes avances, que condujeron a algunas sociedades gestoras de fondos de inversión y pensiones a excluir de sus carteras a determinadas empresas que no parecían ajustarse a ese nuevo requerimiento de muchos de sus inversores. La inversión socialmente responsable comenzó a aceptarse en el paisaje financiero, para crecer a un ritmo exponencial hacia el final de la década de los años noventa. Lejos del volumen que se maneja en Estados Unidos, pero con mercados que están experimentando un crecimiento en progresión geométrica, se encuentran países como Gran Bretaña, Australia y Canadá y, de momento, a bastante distancia, España (*por cierto me produce regocijo escribir y decir en voz alta: España*).

Uno de los principales factores que han impulsado el desarrollo de este tipo de inversiones es la amplia cobertura mediática recibida, en gran parte gracias al trabajo de organizaciones como Social Investment Forum (SIF), una asociación no lucrativa estadounidense dedicada a promover el concepto de la inversión socialmente responsable, su práctica y su crecimiento. Está integrada por numerosas instituciones y empresas que desarrollan sus actividades e inversiones en este campo, incluyendo analistas, asesores financieros, gestoras, fundaciones religiosas, bancos e instituciones de inversión colectiva.

Aunque existen diversos foros de inversión socialmente responsable a escala nacional, cabe destacar también la versión europea del anterior foro: EUROSIF (European Social Investment Forum). Se trata de la red europea de inversión

⁴ “Vid” LYDENBERG, S.D. (2002): “La inversión socialmente responsable: pasado, presente y futuro”, en VIÑUALES, V.; PUEYO, R. (coords.): *La inversión socialmente responsable*, Colección RSC, nº 1, Fundación Ecología y Desarrollo, p. 16.

socialmente responsable que tiene por misión el desarrollo y fortalecimiento de la inversión socialmente responsable y del gobierno corporativo. Es una asociación sin ánimo de lucro entre cuyos miembros se incluyen fondos de pensiones, proveedores de servicios financieros, instituciones académicas, investigadores y ONGs.

En definitiva, la importancia de estos instrumentos financieros es múltiple aunque se pueden señalar como más relevantes las siguientes razones⁵:

- Favorecen el desarrollo de actividades económicas de difícil financiación en los circuitos financieros tradicionales, como puede ser el caso de la financiación de pequeños proyectos y microempresas⁶ que, bien por ofrecer escasas garantías, bien por el coste de la gestión, o bien por tratarse de proyectos viables con baja rentabilidad, se les ha excluido de los canales habituales de financiación.
- Estos instrumentos persiguen desarrollar actividades económicas que permitan insertar a aquéllos que la sociedad ha excluido; ubicando dichas actividades dentro de estructuras institucionales, lo que facilita la construcción de relaciones humanas y la revitalización social de sus comunidades.
- Se trata de instrumentos que pueden influir en la política y estrategia de los agentes económicos, en especial de las empresas, tratando de que éstas tengan presente aspectos sociales y éticos antes de tomar sus decisiones de inversión o producción.
- El activismo crítico de los accionistas, de las organizaciones de personas y de los grupos de presión, pueden sensibilizar a la opinión pública acerca de las líneas estratégicas de una empresa e intentar persuadirla para que cambie su política.

⁵ “Vid” CUESTA GONZÁLEZ, M. (2000): *Propuesta de financiación alternativa: las inversiones ética*, Universidad Nacional de Educación a Distancia, Madrid, p. 7.

⁶ De acuerdo con la Recomendación de la Comisión de 6 de mayo de 2003, se consideran microempresas a las entidades que ocupan a menos de 10 trabajadores y cuyo volumen de negocios o valor de balance total no excede de los 2 millones de . “Vid” COMUNIDADES EUROPEAS: RECOMENDACIÓN 2003/361/CE de la Comisión del 6 de mayo de 2003 sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas, DOCE L 124, de 20 de mayo de 2003, p. 36.

- Y, permiten a los inversores canalizar sus excedentes de forma responsable y congruente con sus principios éticos.

De esta forma, pretenden configurarse como instrumentos eficaces para contribuir al desarrollo global de la sociedad, motivando a las empresas a comportarse de una manera adecuada en respuesta al interés de los inversores.

El ejercicio de la responsabilidad de una empresa hacia sus grupos de interés requiere una cierta formalización de los principios éticos que presiden sus decisiones y las actuaciones que de ellas se desprenden. Unos cimientos éticos que representan el marco de referencia imprescindible para la legitimación y aceptación de la actuación de una organización. De ahí que, las entidades financieras, estén esforzándose de modo creciente por hacer explícitos sus valores a través de una amplia gama de códigos que funcionen como mecanismos de autorregulación de las actuaciones de la organización, a la vez que permitan formalizar la creación de valor para todos su grupos de interés y faciliten la obtención de confianza por parte de las sociedades en las que operan.

Los códigos éticos son documentos escritos y formales que especifican los estándares morales que deben guiar la conducta de empleados en la empresa⁷, constituyendo el principal mecanismo utilizado hoy para asegurar la toma de decisiones éticas⁸.

Los códigos pueden ser impulsados como parte del programa de formación para el desarrollo ejecutivo (enfoque basado en valores)⁹ o pueden, por el contrario, seguir un enfoque basado en resultados, considerándose como sistemas de control organizacional para ordenar y hacer predecible el comportamiento de los empleados¹⁰, con el fin de que su comportamiento moral individual no quede desconectado de su comportamiento como directivos¹¹.

⁷ SHWARTZ, M. (2001): The nature of the relationship between corporate codes of ethics and behaviour. *Journal of Business Ethics*, Vol 32, Nº 2, 2001, pp. 247-262.

⁸ DOIG, A.; WILSON, J. (1998): The effectiveness of codes of conduct. *Business Ethics: a European Review*, Vol 7, Nº 3, pp. 140-149.

⁹ KAYE, B. (1996): Compliance and corporate culture: making the most out of codes of ethics. *Australian Journal of Management*, Vol 21, Nº 1, pp. 1-12.

¹⁰ WEABER, G. R.; TREVIÑO, L. K. (1999): Compliance and values oriented ethics programs: influence on employees' attitudes and behaviours. *Business Ethics Quarterly*, Vol 9, Nº 2, pp. 315-335.

¹¹ MENDEZ PICAZO, M. T. (2005) Etica y responsabilidad social corporativa. *Revista de Información Comercial Española*, Nº. 823, pp. 141-150.

Algunos autores han criticado esta utilización de los códigos éticos. Por ejemplo, Lozano¹² señala el origen frecuente de los códigos éticos como una reacción a conductas internas rechazables, que van en contra de los intereses de la organización y, por tanto, como medio para evitarlas, constituyendo un instrumento de regulación y control empresarial mucho más que un medio para el desarrollo ético de la organización. Cuando se utilizan con este fin, se corre el peligro de que el código ético constituya una herramienta más de gestión, es decir, sólo un mecanismo de control interno, cerrando a la organización en sí misma y haciendo más difícil la reflexión sobre cómo se integra ese código en la cultura de la organización y en su contexto de las responsabilidades compartidas.

En el mismo sentido, MacLagan¹³ enfatiza que, antes que medidas de control, los códigos deben ser utilizados para crear una comunidad moral. Para ello, deben centrarse en los procesos de toma de decisiones éticas, y no deben ser considerados como otra norma impuesta desde instancias superiores.

Al mismo tiempo, los objetivos asignados a los códigos exceden el control interno de la organización. Los códigos también se utilizan para cumplir objetivos “externos” relacionados estrechamente con la mejora del negocio, tales como mejorar la reputación corporativa, evitar la regulación¹⁴, atraer inversiones (por ejemplo, siendo incluidos en índices éticos), mejorar sus resultados financieros¹⁵ o transmitir confianza a los clientes y a la sociedad en general mediante una actuación ética que satisfaga sus expectativas y afiance la relación ya existente.

Por ejemplo, un estudio realizado por el Institute of Business Ethics (2003) en Reino Unido encontró que el ROE aumentaba hasta un 50% en comparación a las empresas sin código y que la volatilidad se reducía. Sin embargo, el estudio añade que estos beneficios se dan entre las empresas con una firme voluntad de comportarse de forma ética.

¹² LOZANO, J.M. (1999): *Ética y empresa*, Trota, Madrid, 317 pp.

¹³ MACLAGAN, P. (1998): *Management and morality a developmental perspective*, Sage, Londres.

¹⁴ DOIG, A.; WILSON, J. (1998): The effectiveness of codes of conduct. *Business Ethics: a European Review*, Vol 7, Nº 3, 1998, pp. 140-149; y KAYE, B. (1996): Compliance and corporate culture: making the most out of codes of ethics. *Australian Journal of Management*, Vol 21, Nº 1, 1996, pp. 1-12.

¹⁵ Véase http://ecampus.bentley.edu/dept/cbe/research/surveys_32.html (acceso 20 de mayo de 2004).

4. Valoración final

El capitalismo es un sistema dinámico, complejo, frenético, en el que siempre hay ganadores y perdedores, y dónde no se sabe a priori quién va a resultar ganador o perdedor.

La única doctrina que compite con la teoría moderna de las finanzas está en la literatura sobre las finanzas conductistas. Como resumen Brealey Myers y Marcus, *hemos aprendido que somos asimétricos en nuestra percepción de las pérdidas y las ganancias. Nos arriesgamos cuando perdemos y tenemos aversión al riesgo cuando ganamos. Además, tendemos a conceder importancia a las noticias recientes frente a las tendencias a largo plazo. Nos rendimos ante algunos fenómenos como un rebaño y mostramos un particular gusto por las tendencias. Todos estos fenómenos se suman a un tratamiento de la información insuficiente e inadecuado. Los inversores no son siempre y en todas partes racionales. Los juicios a priori están normalmente confundidos acerca del precio adecuado. De hecho, incluso la idea, en la hipótesis de un mercado eficiente, de que existe un precio de equilibrio, un precio correcto, es una idea falsa.*

El mundo está cambiando a tal velocidad que el precio de equilibrio hoy no será igual al precio de equilibrio mañana. Los investigadores utilizan potentes programas econométricos para localizar posibles imperfecciones del mercado y explicaciones a su comportamiento; pero a medida que se descubren, la actuación de gestores e inversores acaba con ellas o las descuenta en sus expectativas.

Particularmente, me sorprende la obsesión por investigar tanto en este ámbito, como si el mundo dependiese totalmente de los mercados financieros; olvidando que prácticamente el 99% de las empresas son medianas y pequeñas empresas o microempresas; que nunca acceden a la financiación a través de los mercados; y que éstos, están verdaderamente desarrollados en pocos países.

Creo que los economistas, los financieros, deberíamos preocuparnos más por ese amplio tejido empresarial a nivel de calle y quizá menos por descubrir cosas o ratificar hechos conocidos que en muchos casos sólo interesan a grandes empresas y consultoras.

Por otro lado, un extraño proceso de retroalimentación se produce entre teoría y comportamiento. En la medida en que los mercados evolucionan y las fuerzas del cambio juegan su papel, los ganadores y perdedores de hoy no son los mismos que los ganadores de ayer o de mañana.

La hipótesis del mercado eficiente puede no ser una descripción exacta de la realidad. El mercado, en sí mismo, no es verdaderamente eficiente. Pero sí lo es el modelo a través del cual juzgamos el comportamiento del mercado y el modelo a partir del cual medimos el desempeño de los gestores. Nadie ha encontrado casos importantes de variables olvidadas que de forma consistente y recurrente expliquen la rentabilidad del precio de las acciones. Sólo un minúsculo número de inversores baten el mercado año tras año sobre una base de ajuste del riesgo, y ello a pesar de que el mercado no es completamente eficiente en el sentido clásico de que toda la información se conoce de forma inmediata, se comprende y se refleja en el precio de los activos inmediatamente.

El enfoque de la Responsabilidad Social de la Empresa y su variante sobre la Inversión Socialmente Responsable, parecen formar parte de un nuevo cauce de relaciones entre la sociedad y la empresa. La empresa se hace más social y la sociedad entiende mejor el papel imprescindible de la empresa para el progreso económico.

Esta es una idea que nos une a los que integramos el *Grupo de Estudios e Investigación en Economía Social* del CEU, uno de los primeros grupos de investigación oficialmente reconocidos en esta Universidad hace ya unos años.

Termino ya esta apretada síntesis que ha querido relacionar economía, finanzas y responsabilidad social de la empresa.

Creo que nuestro Santo Patrón podría animarnos a perseverar en esta tendencia con el optimismo preciso.

Gracias por su atención.

Bibliografía

AYELA, R.; GÓMEZ, J. (1997): “La relación accionistas-directivos: problemas de agencia y mecanismos de control”, *Análisis Financiero*, N. 71, pp. 28-33.

AZOFRA, V.; LÓPEZ, F. (1996): “La asimetría informativa en los mercados financieros: ¿el hallazgo de un nexo de unión?”, *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, N. 11, pp. 9-34.

BLACK, A.; WRIGHT, P.; BACHMAN, J.E. (1999): *En busca del valor para el accionista. La gestión de los indicadores de creación de valor*, PricewaterhouseCoopers.

BREALEY, R.A.; MYERS, S.C.; MARCUS, A.J. (2007): *Fundamentos de Finanzas Corporativas* (5ª. Ed.). Revisión Técnica y traducción (Palomo, R.; Iturrioz, J.; Mateu, J.L.; Martín, S. (Fundamentals of Corporate Finance), McGraw-Hill, Madrid.

BRICKLEY, J. (1983): “Shareholder Wealth, Information Signalling, and the Specially Designated Dividend: An Empirical Study”, *Journal of Financial Economics*, N. 12, pp. 287-309.

CHEUNG, S.N.S. (1983): “The Contractual Nature of the Firm”, *Journal of Law and Economics*, V. XXV, abril, pp. 1-21.

COWTON, C.J. (1999): “Playing by the rules: ethical criteria at an ethical fund”, *Business Ethics: a European review*, 8(1), pp. 60-69.

CUESTA GONZÁLEZ, M. (2000): *Propuesta de financiación alternativa: las inversiones ética*, Universidad Nacional de Educación a Distancia, Madrid, p. 7.

DEMSETZ, H. (1988): *Ownership Control and the Firm*, Basil Blackwell, Oxford.

DOIG, A.; WILSON, J. (1998): “The effectiveness of codes of conduct”, *Business Ethics: a European Review*, Vol 7, N. 3, pp. 140-149.

DURÁN, J.J.; ONTIVEROS, E. (1981): “Relaciones entre propiedad y control en la gran empresa”, *Cuadernos Universitarios de Planificación Empresarial*, N. 3-4, V. VII, pp. 521-552.

FAMA, E.; JENSEN, M. (1983): “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, N. 26, junio, pp. 301-325.

FERNÁNDEZ, A.; GÓMEZ, S. (1999): “El gobierno de la empresa: mecanismos alineadores y supervisores de las actuaciones directivas”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, N. 100, Extraordinario, pp. 355-380.

FRIEDMAN, M. (1970): “The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits”, *New York Times Magazine*, 13 de septiembre, pp. 122-126.

JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. (1976): “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership”, *Journal of Finance*, V.3, octubre, pp. 350-360.

KAYE, B. (1996): “Compliance and corporate culture: making the most out of codes of ethics”. *Australian Journal of Management*, Vol 21, N 1, pp. 1-12.

LOZANO, J.M. (1999): *Ética y empresa*. Trota, Madrid, 317 pp.

LYDENBERG, S.D. (2002): “La inversión socialmente responsable: pasado, presente y futuro”, en VIÑUALES, V.; PUEYO, R. (coords.): *La inversión socialmente responsable*, Colección RSC, nº 1, Fundación Ecología y Desarrollo, p. 16.

MARENS, R. (2002): “Inventing corporate governance: the Mid-Century Emergence of Shareholders activism”, *Journal of Business and Management*, N. 8, 4. pp. 365-389.

MARÍN, J.M.; RUBIO, G. (2001): *Economía Financiera*, Antoni Bosch Editor, Barcelona.

MENDEZPICAZO, M. T. (2005): “Ética y responsabilidad social corporativa”. *Revista de Información Comercial Española*, N. 823, pp. 141-150.

PALOMO, R. J.; VALOR, C. (2003): “Las empresas de participación y la inversión socialmente responsable: efectos de los criterios de regulación y asimetrías de información”, *REVESCO Revista de Estudios Cooperativos*, 80, 107-124.

SHWARTZ, M. (2001): “The nature of the relationship between corporate codes of ethics and behaviour”, *Journal of Business Ethics*, Vol 32, N° 2, pp. 247-262.

SMITH, A. (1937): *The Wealth of the Nations*, Random House, Nueva York, 1937 (publicado por primera vez en 1776), p. 14.

VALOR, C. (2004): ‘Análisis de la demanda de inversión socialmente responsables por parte de las organizaciones sociales y religiosas españolas’, en: DE LA CUESTA, M.; GALINDO, A. (2005) (coord.), *Inversiones Socialmente Responsables*, Salamanca, Publicaciones Universidad Pontificia de Salamanca, 139-154.

VALOR, C.; PALOMO, R.; ITURRIOZ, J.; MATEU, J.L.; ISABEL, C.; MERINO, A. (2005): *Inversión socialmente responsable en las entidades financieras de economía social*, Fundación Universitaria San Pablo-CEU, Madrid.

WEABER, G. R.; TREVIÑO, L. K. (1999): “Compliance and values oriented ethics programs: influence on employees’ attitudes and behaviours”, *Business Ethics Quarterly*, Vol 9, N. 2, pp. 315-335.

http://ecampus.bentley.edu/dept/cbe/research/surveys_32.html.

Ricardo Javier Palomo Zurdo, Es Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad CEU San Pablo. Se doctoró en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid , en la que se licenció con Premio Extraordinario. Actualmente es el Responsable del Área de Conocimiento de Economía Financiera y Contabilidad (Finanzas) y Director del Grupo de Estudios e Investigación en Economía Social (GEIES-CEU). Está vinculado como Investigador y Miembro del Comité Científico de la Escuela de Estudios Cooperativos de la Universidad Complutense de Madrid.

En 1993 recibió el Premio Extraordinario de Cooperativismo de Crédito y en 1999 el Premio “Cardenal Ángel Herrera” a la mejor labor investigadora en el ámbito de las Ciencias Sociales de la Fundación Universitaria San Pablo-CEU.

Ha formado parte del Consejo de Administración de dos entidades financieras y es colaborador habitual de diversas instituciones profesionales e investigadoras, en las que participa en sus comités científicos. Ha escrito o participado en más de una quincena de libros y son múltiples sus artículos y conferencias en diversos países.