



**José Luis Miralles-
Marcelo**

Universidad de
Extremadura



jlmiralles@unex.es

Reputación corporativa y creación de valor para el accionista

Corporate reputation and shareholder value
creation



**María del Mar Miralles-
Quirós¹**

Universidad de
Extremadura



marmiralles@unex.es



Julio Daza-Izquierdo

Universidad de
Extremadura



juliodaza@unex.es

I. INTRODUCCIÓN

La reputación corporativa se suele identificar con la imagen pública o de marca de una compañía. Sin embargo, éste es un concepto mucho más amplio que implica no sólo la imagen externa sino también la imagen interna que tienen los distintos grupos de interés sobre la misma. Concretamente, la reputación es el resultado de un amplio proceso que se inicia con el comportamiento de la compañía con sus distintos participantes. Posteriormente intervienen intermediarios especializados, que analizan la información dispersa y le dan difusión. Finalmente, son los propios agentes económicos los que evalúan a la compañía y generan percepciones a partir de su relación con ella y de la información que reciben de los intermediarios especializados.

En este sentido, podemos definir la reputación corporativa como la percepción generalizada que se tiene sobre la capacidad de una compañía de satisfacer las expectativas de sus distintos *stakeholders*, tanto en términos de comportamiento como de transparencia informativa (De Quevedo et al., 2005). Se trata, por



RESUMEN DEL ARTÍCULO

El objetivo del presente estudio consiste en analizar el efecto de la reputación corporativa en la creación de valor para el accionista para una muestra de empresas cotizadas en el mercado bursátil español durante el periodo 2001-2012. Para ello, realizamos un análisis dinámico de datos de panel aplicando el método generalizado de los momentos que nos permite eliminar la heterogeneidad inobservable así como controlar por posibles problemas de endogeneidad. Esta metodología nos permite extraer resultados concluyentes de la influencia positiva y significativa de la reputación en la creación de valor para los accionistas. Resultados que tienen importantes implicaciones para gestores e inversores.

EXECUTIVE SUMMARY

The aim of this study is to analyze the influence of corporate reputation on shareholder value creation for a sample of Spanish firms quoted on the stock market over the 2001-2012 period. To that end, we perform a dynamic panel data analysis using the generalized method of moments which lets us to remove the unobserved heterogeneity as well as control for the effects of endogeneity. With this technique we proved conclusive results about the positive and significant effect of reputation on shareholder value creation. These findings have important implications for managers and investors.

Podemos definir la reputación corporativa como la percepción generalizada que se tiene sobre la capacidad de una compañía de satisfacer las expectativas de sus distintos stakeholders, tanto en términos de comportamiento como de transparencia informativa

tanto, de un activo intangible de gran relevancia que, en los últimos años, ha suscitado el interés no sólo de los académicos sino también de los profesionales, tanto gestores como analistas e inversores.

Desde el punto de vista académico, la reputación corporativa ha sido estudiada desde distintas aproximaciones teóricas como son la Teoría de Juegos (Kreps y Wilson, 1982; Milgrom y Roberts, 1982), la Teoría de la Información (Milgrom y Roberts, 1986), la Teoría de la Eficacia Organizativa (Fombrun y Shanley, 1990), la Teoría de Agencia (Jensen, 1994), la Teoría de los Costes de Transacción (Fombrun, 1996), y la Teoría de los Recursos y Capacidades (Hall, 1992; Barney, 2001). Esta última es la que ha tenido un papel más

relevante en el desarrollo de los fundamentos teóricos de la reputación empresarial en su etapa más reciente y fructífera que abarca de los años noventa hasta la actualidad. Bajo este enfoque se deduce que la reputación corporativa es fuente de ventajas competitivas porque cumple las cualidades de ser un recurso estratégico y una capacidad dinámica que proporciona valor al utilizarse de forma estratégica (Martínez y Olmedo, 2010).

La evidencia empírica a nivel internacional ampliamente documenta la existencia de un efecto positivo de la reputación corporativa sobre la rentabilidad financiera de la empresa (McGuire et al., 1990; Nanda et al., 1996; Roberts y Dowling 1997; 2002; Fernández y Luna, 2007). Estos resultados tienen importantes implicaciones para la gestión ya que, si bien la empresa no puede influir directamente en la reputación percibida por sus grupos de interés, si puede gestionar sus comportamientos y actitudes en las relaciones con los mismos contribuyendo, de esta manera, a la creación de valor para la empresa.

También los inversores institucionales y gestores de carteras están cada vez más interesados por el impacto bursátil de la reputación corporativa y por saber si puede aumentar el valor de mercado de la compañía. Concretamente, cuando los agentes económicos toman sus decisiones de inversión en bolsa tratan de colocar el capital en las empresas con mejores perspectivas de futuro. En este sentido, la reputación corporativa nos anticipa la capacidad que va a tener la empresa de acceder a recursos de calidad superiores en condiciones favorables, por lo que puede ser entendida como un indicador de la generación de valor para la empresa y sus accionistas.

Sin embargo, la evidencia empírica previa que analiza la naturaleza de la relación entre reputación corporativa y creación de valor para el accionista tan sólo ha validado el impacto positivo cuando las muestras analizadas correspondían a empresas norteamericanas (Cordeiro y Sambharya, 1997; Black et al., 2000; Riahi-Belkaoui, 2004; Jiao, 2010), mientras que el análisis efectuado en otros países como Alemania (Dunbar y Schwalbach, 2000), Dinamarca (Rose y Thomsen, 2004) o Australia (Inglis et al., 2006) no proporciona evidencia de un impacto significativo. Esto puede ser debido a una serie de limitaciones como son el uso de variables inadecuadas para medir el valor de mercado de la empresa (Dunbar y Schwalbach, 2000), la especificación de modelos simplistas que proporcionan estimaciones no robustas que pueden dar lugar a falsos resultados (Rose y Thomsen, 2004) y el empleo de bases de datos que muestran una mínima variabilidad en cuanto a las características subyacentes de las compañías (Inglis et al., 2006).

En este contexto, el objetivo del presente estudio consiste en aportar evidencia empírica adicional que supere las limitaciones indicadas anteriormente y que proporcione resultados robustos con respecto a la naturaleza de la relación entre reputación corporativa y creación de valor para el accionista en el mercado bursátil español durante los años 2001 a 2012.

Una de las contribuciones del presente trabajo consiste en el análisis de un amplio periodo temporal que supera los diez años de estudio en los que se incluye unos primeros años de expansión así como años caracterizados por una fuerte crisis financiera internacional. Con el objeto de controlar dichos efectos macroeconómicos así como los efectos específicos de cada empresa, se ha optado por realizar un análisis dinámico de datos de panel aplicando el método generalizado de los momentos (Delgado et al., 2013). Todo ello nos permite proporcionar resultados concluyentes para las empresas cotizadas en el mercado bursátil español acerca de la existencia de una relación positiva y significativa entre las dos variables objeto de estudio.

El resto del trabajo se estructura del siguiente modo. En el apartado dos se describen las ventajas competitivas de la reputación corporativa y su relación con la creación de valor para la empresa. En el apartado tres se presenta el conjunto de empresas españolas con mayor reputación durante el periodo objeto de estudio. En el apartado cuatro presentamos los resultados obtenidos del análisis

PALABRAS CLAVE

Reputación corporativa, Grupos de interés, Creación de valor, Accionistas, Ratio q de Tobin, Datos de panel

KEY WORDS

Corporate reputation, Stakeholders, Value creation, Shareholders, Tobin's q ratio, Panel data

de la relación entre reputación y creación de valor. Por último, en el apartado cinco se describen las conclusiones e implicaciones para la gestión que derivan del conjunto del trabajo.

2. VENTAJAS COMPETITIVAS DE LA REPUTACIÓN CORPORATIVA Y CREACIÓN DE VALOR

Las ventajas competitivas de una buena reputación corporativa han sido tratadas por numerosos autores. Entre dichas ventajas cabe destacar las siguientes:

- Favorece la fidelización de los clientes que están dispuestos a pagar un mayor precio por los productos y/o servicios recibidos (Klein y Leffler, 1981; Milgrom y Roberts, 1986).
- Favorece la selección de personal con una mayor preparación y en mejores condiciones para la empresa (Stigler, 1962; Williamson, 1985).
- Facilita el acceso al capital financiero, bien a través de un mayor acceso a los mercados de capitales o por la mayor facilidad en la captación de socios colaboradores (Milgrom y Roberts, 1986; Beatty y Ritter, 1986).
- Permite crear barreras de entrada a la competencia, así como acceder a nuevos clientes (Hall, 1992).
- Reduce las asimetrías de información y comportamientos oportunistas de la dirección (De Quevedo et al., 2005)

Por otro lado, la reputación también puede proporcionar una protección para las compañías en tiempos de crisis. Algunos autores sostienen que las compañías con una buena reputación pueden superar crisis de mercado o específicas sufriendo menores pérdidas económicas que las compañías que no tienen esa buena reputación (Gregory, 1998; Knight y Pretty, 1999; Jones et al., 2000; Schnietz y Epstein, 2005; Godfrey et al., 2009). Esto significa, por un lado, que las compañías pueden reducir la incertidumbre cultivando una “reserva de confianza” entre sus grupos de interés que le dará a las compañías con mayor reputación el “beneficio de la duda” ante eventos negativos específicos o sistemáticos. Como señala Villafañe (2004), “las empresas reputadas tienen un halo de credibilidad que puede resultar decisivo a la hora de afrontar los efectos de una crisis”.

Todos estos beneficios asociados a la reputación corporativa favorecen la creación de valor para la empresa. En primer lugar,



como indican Delgado et al. (2009), estos beneficios se traducen en unos mayores *cash flows* para la empresa (bien porque suponen un incremento de los ingresos o bien porque suponen una reducción de los costes), lo que finalmente se acabará viendo reflejado en los datos contables.

Figura 1. **Relación circular entre Reputación Corporativa y Creación de Valor**



Fuente: De Quevedo et al. (2005) y elaboración propia.

No obstante, no sólo la reputación favorece la creación de valor de la empresa a través de una mejora en sus resultados financieros, sino que este incremento del resultado financiero de la empresa favorece al mismo tiempo la consolidación de la reputación (Roberts y Dowling, 2002). Cuanto mayores son los recursos financieros de la empresa, mayores son las probabilidades de poder satisfacer de forma adecuada los intereses de todos y cada uno de los participantes ya que se podrán mejorar los salarios, la formación y la calidad de vida laboral de los empleados; ampliar la calidad, innovación y seguridad de los productos, incrementar las plusvalías para los accionistas, realizar acciones filantrópicas con la sociedad, etc. Esto es a lo que De Quevedo et al. (2005) denominan la relación circular entre reputación corporativa y creación de valor (**Figura 1**).

Del mismo modo, desde un punto de vista bursátil, unas buenas expectativas para los accionistas pasan porque los clientes estén satisfechos con la calidad de los productos y los empleados con las

condiciones laborales, de tal forma que los accionistas potenciales anticipen amplias ganancias de capital porque el producto responde a las expectativas de los clientes y tienen capacidad de mantener el talento para seguir ofertándolo con la misma eficacia y eficiencia (Jiao, 2010). En este contexto, nuestro objetivo es analizar qué tipo de relación existe entre reputación y creación de valor para el accionista para el caso de las compañías cotizadas en la bolsa española.

3. LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS CON MAYOR REPUTACIÓN

Para contrastar las hipótesis propuestas en el apartado anterior, necesitamos conocer las empresas españolas cotizadas en bolsa con mayor reputación corporativa. La información sobre reputación corporativa ha sido obtenida del ranking merco. Este índice proporciona una puntuación de las 100 compañías en España con la mayor reputación corporativa desde el año 2001 hasta la actualidad.

Este ranking es similar al proporcionado por *Fortune*, y ampliamente seguido por la evidencia empírica previa en nuestro país (Fernández y Luna, 2007; Delgado et al., 2010 y 2013; Baraibar y Luna, 2012). Las variables consideradas por merco para la elaboración de su ranking anual son seis: resultados económico-financieros, calidad de la oferta comercial, reputación interna, ética y responsabilidad corporativa, dimensión internacional de la empresa e innovación. Estas, a su vez, son desagregadas en tres subapartados, como indicamos en la **Tabla 1**.

La metodología empleada para la elaboración de dicho ranking consiste, en primer lugar, en la realización de una encuesta a los miembros de los comités de dirección de todas las empresas que facturan anualmente en España más de 50 millones de euros. En segundo lugar, se realiza una evaluación de expertos: a) miembros del Instituto de Analistas Financieros, que evalúan los resultados económico financieros y la calidad de la información económica; b) las asociaciones de consumidores,² que evalúan la calidad de producto y servicio y el respeto a los derechos del consumidor; c) personas vinculadas a entidades no lucrativas,³ que evalúan el compromiso con la comunidad y la responsabilidad social y medioambiental; d) los sindicatos, que evalúan la reputación interna y la calidad laboral; e) líderes de opinión, que evalúan el ranking provisional de líderes. Por último, se incorporan los resultados de

tracking-merco con el análisis de la perspectiva del consumidor. En cuarto lugar, se incorporan los resultados de merco-personas con el análisis de la perspectiva de los trabajadores. Por último, los técnicos del instituto responsable, Análisis e Investigación, verifican mediante un “cuestionario de méritos” la reputación de cada una de las empresas que figuran en el ranking provisional de reputación corporativa.⁴

Tabla 1. **Variables consideradas para la elaboración del ranking merco**

RESULTADOS ECONÓMICO FINANCIEROS	Beneficios contables Rentabilidad Calidad de la información económica
CALIDAD DE LA OFERTA COMERCIAL	Valores de producto Valores de marca Servicio y atención al cliente
REPUTACIÓN INTERNA	Calidad laboral Valores éticos y profesionales Identificación con el proyecto empresarial
ÉTICA Y RESPONSABILIDAD CORPORATIVA	Comportamiento corporativo ético Compromiso con la comunidad Responsabilidad social y medioambiental
DIMENSIÓN INTERNACIONAL DE LA EMPRESA	Número de países en los que opera Cifra de negocio en el extranjero Alianzas estratégicas internacionales
INNOVACIÓN	Inversiones en I+D Nuevos productos y servicios Nuevos canales

Fuente: Monitor español de reputación corporativa.

Esta laboriosa metodología empleada por el monitor español nos permite disponer de una medida agregada de la percepción de los distintos *stakeholders* sobre las compañías analizadas. No obstante, debemos señalar que no todas las compañías con mayor reputación cotizan en la bolsa española. Uno de los motivos es debido a que se trata de multinacionales que cotizan en sus mercados de origen y no en el mercado español (un ejemplo de ello son: Coca-cola, IBM, Siemens, etc.). Otro motivo lo encontramos en la decisión de no cotizar en bolsa de grandes compañías españolas como El Corte Inglés o Mercadona, habituales en el ranking. Salvo estas excepciones, en la **Tabla 2** presentamos las empresas cotizadas españolas incluidas por el ranking merco entre los años de estudio

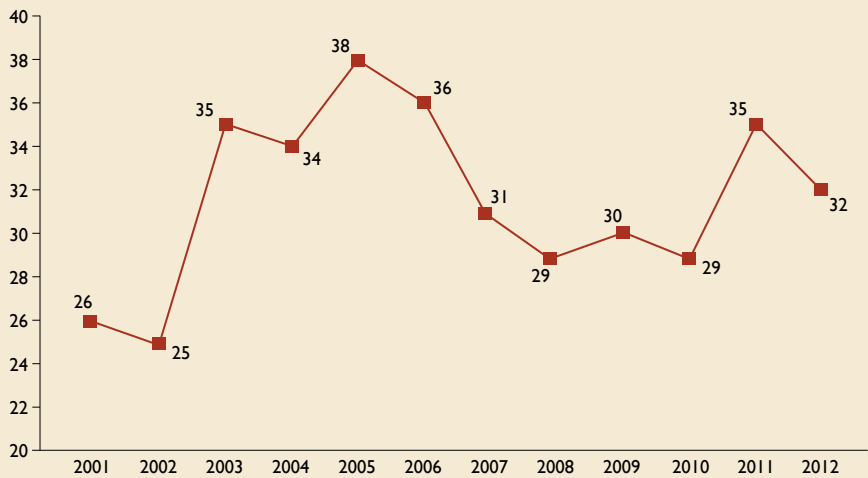
Tabla 2. Empresas con mayor reputación corporativa

INDUSTRIA	SECTOR	NOMBRE
Bienes de consumo	Alimentación Tabaco	Campofrio, Ebro Puleva Altadis
Financiero	Bancos	Banco Popular, Banco Sabadell, Banco Santander, Banesto, Bankia, Bankinter, BBVA, Caixabank
	Seguros	Catalana Occidente, Mapfre
	Inversiones y Servicios Inmobiliarios	Inmobiliaria Colonial, Fadesa, Urbis, Metrovacesa
Industria	Construcción	Abengoa, Acciona, ACS, Dragados, Ferrovial, FCC, OHL, Portland, Sacyr Vallehermoso
	Transporte	Abertis, EADS
	Servicios de seguridad	Prosegur
Petróleo y Gas	Energías alternativas	Gamesa
	Productores de petróleo y gas	Petróleos (Cepsa), Repsol YPF
Salud	Farmacia y Biotecnología	Grifols, Zeltia
Servicios de consumo	Confección	Adolfo Domínguez, Carrefour, Cortefiel, Inditex
	Medios de comunicación	Antena 3, Prisa, Vocento
	Viajes y ocio	Iberia, NH Hoteles, Sol Meliá, Vueling
Tecnología	Software y servicios informáticos	Indra
Telecomunicaciones	Telecomunicaciones de línea fija	Telefónica
	Telecomunicaciones móviles	Telefónica Moviles
Utilities	Gas y Agua	Enagas, Gas Natural
	Electricidad	Endesa, Iberdrola, Unión Fenosa, Red Eléctrica Corporación

Fuente: Monitor español de reputación corporativa y base de datos DataStream.

clasificadas en función del sector industrial al que pertenecen. Como podemos observar, los sectores más ampliamente representados son el financiero, el industrial, el de servicios de consumo y el de *utilities*. A dichos sectores también pertenecen las compañías incluidas en el ranking en todos los años objeto de estudio, éstas son: ACS, Banco Popular, Banco Santander, Bankinter, BBVA, Endesa, Ferrovial, Gamesa, Gas Natural, Iberdrola, Mapfre, Repsol YPF, Sol Meliá y Telefónica. Información, esta última, que nos muestra la persistencia de esta cualidad en las grandes empresas españolas.

Gráfico 1. Número de empresas que anualmente componen la muestra



Fuente: Elaboración propia.

25

No obstante, como podemos observar en el **Gráfico 1**, el número de empresas que componen la muestra va variando de un año a otro. Concretamente, el rango de empresas oscila entre un mínimo de 25 empresas correspondientes a la lista de 2002 y un máximo de 38 empresas correspondientes a la lista de 2005, disponiendo de un total de 405 observaciones para el periodo muestral completo.

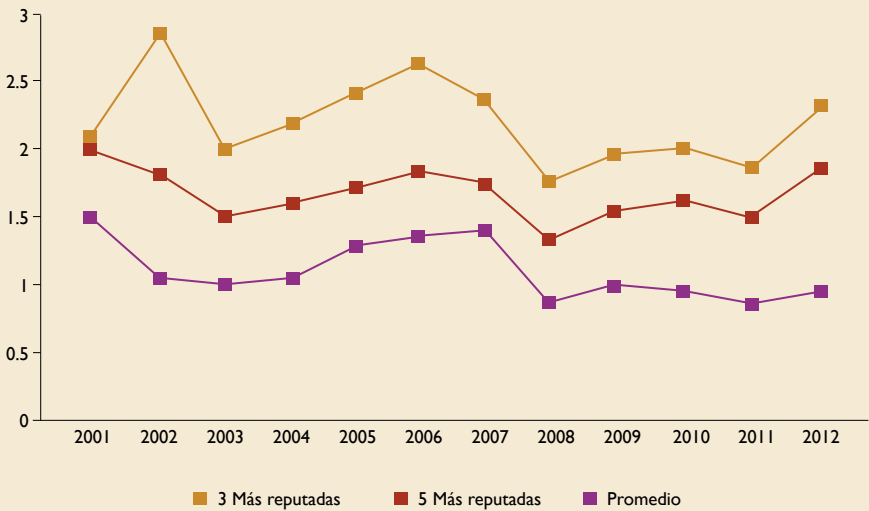
4. NATURALEZA DE LA RELACIÓN ENTRE REPUTACIÓN Y CREACIÓN DE VALOR EN EL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL

Una vez conocidas las empresas españolas cotizadas con mayor reputación, nuestro objetivo es evaluar la relación con la creación de valor para el accionista. Para ello empleamos el ratio q de Tobin, el cual relaciona la valoración que hace el mercado acerca de la capacidad de generar rentabilidad para el accionista (medida ésta por la capitalización bursátil o valor de mercado de la empresa) sobre el coste de reposición de los activos (esto es, el coste que supondría adquirir la capacidad productiva de la empresa) aproximado por el valor de mercado de los fondos propios y la deuda entre el valor contable de los activos. De este modo, si el ratio q es superior a la unidad, la empresa estará creando valor, puesto que el mercado está realizando una valoración de la empresa superior al coste de

reposición de sus activos productivos. En caso contrario se destruye valor.⁵

Como análisis preliminar, en el **Gráfico 2** presentamos el ratio q de Tobin promedio de todas las compañías que forman parte de la muestra así como para las cinco y tres empresas más reputadas de la muestra a lo largo de los años de estudio. En dicho gráfico se observa que el ratio promedio del conjunto de empresas es superior a la unidad hasta el año 2008. Sin embargo, también observamos como una mayor reputación implica un ratio q de Tobin superior a la unidad y por encima del valor promedio creando valor para los accionistas incluso en los años de crisis financiera internacional. Del mismo modo, examinamos la relación de causalidad entre ambas variables mediante el contraste de causalidad de Granger. El valor del estadístico Chi-cuadrado de Pearson obtenido (2,729) nos indica la existencia de una relación de causalidad de la reputación sobre la creación de valor de signo positivo y significativo a los niveles convencionales de confianza.

Gráfico 2. Creación de valor para el accionista de las empresas más reputadas



Fuente: Elaboración propia.

No obstante, con el objeto de presentar resultados concluyentes, han sido realizadas estimaciones mediante la técnica de datos de panel. A diferencia de técnicas más simplistas, el análisis con datos

de panel nos permite modelizar la heterogeneidad inobservable que existe entre distintas empresas. Esto se consigue mediante la descomposición del término de error en tres componentes: un primer componente representativo de cada empresa que recoge aquellos efectos no observables que le afectan solo a ella (heterogeneidad inobservable); un segundo componente representativo de los *shocks* acaecidos en cada año de estudio y que afectan a todas las empresas por igual (efectos macroeconómicos); y un tercer componente que es una variable aleatoria. Además, conseguimos de esta manera alargar la muestra, lo que significa un aumento sustancial de las observaciones, de los grados de libertad del modelo y, por tanto de la consistencia de los resultados. Adicionalmente, empleamos el estimador de sistema del Método Generalizado de los Momentos (*System GMM*) que emplea variables instrumentales para estimar el modelo de forma consistente (Arellano y Bond, 1991) evitando, con ello, el problema de endogeneidad en las variables, esto es, de correlación con el término de error.

En la **Tabla 3** presentamos las variables consideradas en la modelización con datos de panel junto con sus estadísticos descriptivos básicos: media, máximo, mínimo y desviación

Tabla 3. Variables consideradas en el estudio, cálculo y estadísticos descriptivos

CÁLCULO	MEDIA	MÁX	MÍN	DESV.TÍPICA
Creación de valor para el accionista: Valor de mercado de los fondos propios y la deuda entre el valor contable de los activos (aproximación al ratio q de Tobin)	1,138	19,994	0,057	1,409
Reputación corporativa: Logaritmo neperiano de la puntuación otorgada por el monitor español de reputación corporativa cada año	8,267	9,210	6,910	0,539
Tamaño: Logaritmo neperiano del valor del activo total de la empresa	16,250	20,933	11,531	1,841
Endeudamiento: Deuda a largo plazo sobre el activo total	0,282	0,686	0,000	0,186
Rentabilidad: Rentabilidad sobre activos, calculada como el cociente entre el beneficio económico y el activo total de la empresa	0,038	0,238	-0,217	0,044

Fuente: Elaboración propia.

típica. Concretamente, como variable dependiente empleamos el ratio q de Tobin y como variables explicativas en primer lugar el logaritmo neperiano de la puntuación otorgada por el monitor español de reputación corporativa,⁶ así como una serie de variables moderadoras o de control. Siguiendo la evidencia empírica más reciente (Jiao, 2010), empleamos como variables de control una variable tamaño para controlar los posibles efectos de escala, una variable de endeudamiento para controlar por el impacto de la estructura de capital y una variable de rentabilidad para controlar por el momento económico que atraviesa la empresa.⁷

Tabla 4. **Variables explicativas de la creación de valor**

VARIABLES EXPLICATIVAS	
Creación de valor (-I)	0,479***
Reputación corporativa	0,417*
Tamaño	-0,145**
Endeudamiento	0,226
Rentabilidad	-0,072
Constante	-0,840
TESTS DE ESPECIFICACIÓN DEL MODELO	
Test de Arellano y Bond de ausencia de correlación serial de primer orden en los residuos en primeras diferencias (m ₁)	1,62
Test de Arellano y Bond de ausencia de correlación serial de segundo orden en los residuos en primeras diferencias (m ₂)	1,20
Test de Wald de significatividad conjunta de las variables explicativas (z ₁)	71,93***
Test de Wald de significatividad conjunta de las variables dicotómicas temporales (z ₂)	5,01***
Test de Sargan de ausencia de correlación entre los instrumentos y el término de error	772,16

***, **, * representan significatividad a un nivel del 1%, 5% y 10% respectivamente.
Fuente: Elaboración propia.

Los resultados obtenidos son los presentados en la **Tabla 4**. Es preciso indicar que ha sido incluida la variable dependiente retardada un periodo debido a su carácter persistente.⁸ Como podemos observar en la Tabla 4, la reputación corporativa tiene un efecto positivo y significativo en la creación de valor para el accionista incluso después de controlar por el efecto persistente de la variable dependiente, así como del nivel de tamaño,

endeudamiento y rentabilidad de las compañías que forman parte de la muestra.

Siguiendo la evidencia empírica previa (Delgado et al., 2013), la correcta especificación del modelo ha sido contrastada en primer lugar empleando los estadísticos m_1 y m_2 desarrollados por Arellano y Bond (1991) para contrastar la ausencia de correlación serial de primer y segundo orden en los residuos en primeras diferencias y observamos que no existen problemas de correlación serial en nuestro modelo. En segundo lugar, aplicando el Test de Wald, presentamos los contrastes z_1 y z_2 de significatividad conjunta de los coeficientes de las variables explicativas y de las variables dicotómicas temporales respectivamente. Por último, presentamos el estadístico de Sargan de restricciones de sobre-identificación con el que se contrasta la ausencia de correlación entre los instrumentos y el término de error y confirmamos que los instrumentos empleados son válidos.⁹

En definitiva, los resultados obtenidos en el presente estudio ponen de manifiesto que las empresas cotizadas en el mercado bursátil español que tienen una mayor reputación tienen también una mayor capacidad de creación de valor para sus accionistas. Evidencia que corrobora los resultados obtenidos previamente para empresas cotizadas en el mercado norteamericano. Estos resultados tienen importantes implicaciones para los profesionales, no sólo los gestores de estas grandes compañías sino también para los analistas e inversores del mercado bursátil español.

5. CONCLUSIONES E IMPLICACIONES PARA LA GESTIÓN

La evidencia obtenida en el presente estudio es de vital importancia para la gestión empresarial ya que ofrece una imagen clara de que la satisfacción de los *stakeholders* repercute en un mayor valor para la empresa y, concretamente, para sus accionistas. Estos resultados, por tanto, suponen un argumento de legitimación interno para las empresas en lo que se refiere a la integración de la gestión de los comportamientos y actitudes en relaciones con sus grupos de interés dentro de su gestión estratégica.

También son relevantes las implicaciones de este estudio para los inversores institucionales y gestores de cartera del mercado bursátil español. En este sentido es preciso indicar que, cuando estos agentes seleccionan las empresas en las que van a invertir, tratan de elegir aquellas con mayores perspectivas de futuro. Es



en ese momento cuando la reputación corporativa puede jugar un papel fundamental ya que unas mayores expectativas para los inversores pasan porque los clientes estén más satisfechos con la calidad de los productos, los empleados con las condiciones laborales y, en definitiva, los distintos grupos de interés tengan una elevada percepción de la empresa. Como hemos podido observar, todos estos aspectos son sinónimos de una mayor creación de valor bursátil para las empresas españolas que los poseen.

Una vez obtenidos estos resultados, investigaciones futuras deberían ir encaminadas al análisis de la influencia desagregada de la satisfacción de cada grupo de interés en la creación de valor de la empresa. Este tipo de análisis nos permitirá profundizar en el conocimiento del proceso de generación de valor para los accionistas y encontrar argumentos específicos para los gestores que contribuyan a satisfacer al resto de agentes integrantes en la empresa.



BIBLIOGRAFÍA

- Arellano, M.; Bond, S. (1991) "Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and application to employment equations", *Review of Economic Studies*, Vol. 58, p. 277-297.
- Baraibar, E.; Luna, L. (2012) "Transparencia social e hipótesis del impacto social. Análisis en el IBEX35", *Universia Business Review*, núm. 36, p. 108-123.
- Barney, J.B. (2001) "Is the resource-based view a useful perspective for strategic management research? Yes", *Academy of Management Review*, Vol. 26, núm. 1, p. 41-56.
- Beatty, R.; Ritter, J. (1986) "Investment banking reputation, and the underpricing of initial public offerings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, p. 213-232.
- Black, E.L.; Carnes, T.A.; Richardson, V.J. (2000) "The market valuation of corporate reputation", *Corporate Reputation Review*, Vol. 3, núm. 1, p. 31-42.
- Cordeiro, J.J.; Sambharya, R.B. (1997) "Do corporate reputations influence security analyst earnings forecast? An empirical study", *Corporate Reputation Review*, Vol. 1, p. 94-97.
- De Quevedo, E.; de la Fuente, J.M.; Delgado, J.B. (2005) "Reputación corporativa y creación de valor. Marco teórico de una relación circular", *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 11, núm. 2, p. 81-97.
- Delgado, J.B.; de Quevedo, E. de; Fuente, J.M. de la (2009) "Influencia de la reputación corporativa sobre el riesgo y el resultado ajustado por riesgo de las empresas cotizadas españolas. Un análisis con datos de panel en el contexto de una relación endógena", Instituto de Análisis de Intangibles.
- Delgado, J.B.; de Quevedo, E. de; Fuente, J.M. de la (2010) "The impact of ownership structure on corporate reputation. Evidence from Spain", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 18, núm. 6, p. 540-556.
- Delgado, J.B.; de Quevedo, E. de; Díez, J.M. (2013) "The impact of corporate reputation on firm risk: A panel data análisis of Spanish quoted firms", *British Journal of Management*, Vol. 24, p. 1-20.
- Dunbar, R.L.M.; Schwalbach, J. (2000) "Corporate reputation and performance in Germany", *Corporate Reputation Review*, Vol. 3, p. 115-123.
- Fernández, J.L.; Luna, L. (2007) "The creation of value through corporate reputation", *Journal of Business Ethics*, Vol. 76, p. 335-346.
- Fombrun, C.J. (1996) *Reputation: Realising Value from the Corporate Image*, Harvard Business School Press, Boston.
- Fombrun, C.J.; Shanley, M. (1990) "What's in a name?: Reputation building and corporate strategy", *Academy of Management Journal*, Vol. 33, núm. 2, p. 233-258.
- Godfrey, P.C.; Merrill, C.B.; Hansen, J.M. (2009) "The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis", *Strategic Management Journal*, Vol. 30, núm. 4, p. 425-445.
- Gregory, J.R. (1998) "Does corporate reputation provide a cushion to companies facing market volatility? Some supportive evidence", *Corporate Reputation Review*, Vol. 1, p. 288-290.
- Hall, R. (1992) "The strategic analysis of intangible resources", *Strategic Management Journal*, Vol. 13, p. 135-144.
- Inglis, R.; Morley, C.; Sammut, P. (2006) "Corporate reputation and organisational performance: an Australian study", *Management Auditing Journal*, Vol. 21, núm. 9, p. 934-947.
- Jensen, M.C. (1994) "Self-interest, altruism, incentives and agency theory", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 7, núm. 2, p. 40-45.
- Jiao, Y. (2010) "Stakeholder welfare and firm value", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 34, p. 2549-2561.
- Jones, G.H.; Jones, B.H.; Little, P. (2000) "Reputation as a reservoir: Buffering against loss in times of economic crisis", *Corporate Reputation Review*, Vol. 3, núm. 1, p. 21-29.
- Klein, B.; Lefler, K. (1981) "The role of market forces in assuring contractual performance", *Journal of Political Economy*, Vol. 89, p. 615-641.
- Knight, R.; Pretty, D. (1999) "Corporate catastrophes, stock returns, and trading volume", *Corporate Reputation Review*, Vol. 2, núm. 4, p. 363-378.
- Kreps, D.; Wilson, R. (1982) "Reputation and imperfect information", *Journal of Economic Theory*, Vol. 27, p. 253-279.

- Martínez, I.; Olmedo, I. (2010) "Revisión teórica de la reputación en el entorno empresarial", *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, núm. 44, p. 59-78.
- McGuire, J.B.; Schneeweis, T.; Branch, B. (1990) "Perceptions of firm quality: A cause or results of firm performance", *Journal of Management*, Vol. 16, p. 167-180.
- Milgrom, P.; Roberts, J. (1982) "Predation, reputation, and entry deterrence", *Journal of Economic Theory*, Vol. 27, p. 280-312.
- Milgrom, P.; Roberts, J. (1986) "Price and advertising signals of product quality", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, p. 796-821.
- Nanda, S.; Scheneeweis, T.; Eneroth, K. (1996) "Corporate performance and firm perception: The British experience", *European Financial Management*, Vol. 2, p. 197-221.
- Riahi-Belkaoui, A. (2004) "Corporate reputation, internalization and the market valuation of multinational firms", *Scientific Journal of Administrative Development*, Vol. 2, p. 93-110.
- Roberts, P.W.; Dowling, G.R. (1997) "The value of a firm's corporate reputation: How reputation helps attain and sustain superior profitability", *Corporate Reputation Review*, Vol. 1, p. 72-75.
- Roberts, P.W.; Dowling, G.R. (2002) "Corporate reputation and sustained superior financial performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 23, p. 1077-1093.
- Rose, C.; Thomsen, S. (2004) "The impact of corporate reputation on performance: Some Danish evidence", *European Management Journal*, Vol. 22, núm. 2, p. 201-210.
- Schnietz, K.E.; Epstein, M.J. (2005) "Exploring the financial value of a reputation for corporate social responsibility during a crisis", *Corporate Reputation Review*, Vol. 7, núm. 4, p. 327-345.
- Stigler, G.J. (1962) "Information in the labor market", *Journal of Political Economy*, Vol. 70, p. 49-73.
- Villafañe, J. (2004) *La Buena Reputación*, Pirámide, Madrid.
- Williamson, O.E. (1985) *The Economic Institutions of Capitalism*. New York, Free Press.

NOTAS

1. Autor de Contacto: Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales; Universidad de Extremadura. Av- de Elvas s/n; 06071 Badajoz.; España.
2. Confederación Española de Organizaciones de Amas de Casa, Consumidores y Usuarios (Ceaccu), la Confederación Española de Cooperativas Consumidores y Usuarios (Hispacoop), la Asociación de Usuarios de la Comunicación (AUC), la Confederación de Consumidores y Usuarios (CECU).
3. Fundación Ecología y Desarrollo, Ayuda en Acción, Asociación Española de Fundaciones, CERMI, Confederación Iberoamericana de Fundaciones, Cruz Roja, Fundación + familia, Profesionales por la Ética, *Save The Children*, Sociedad Española de Ornitología, Solidarios para el Desarrollo, *Transparency International* (dos entidades no lucrativas prefieren mantener su anonimato).
4. Los resultados de dichos informes anuales pueden ser consultados en www.merco.info/es.
5. Como señala Jiao (2010), este ratio es el más adecuado para este tipo de estudio ya que, al igual que la reputación corporativa, es una variable basada no sólo en datos históricos sino también en expectativas futuras (Fombrun, 1996). Esta es su principal ventaja con respecto a otras alternativas como podrían ser los ratios de rentabilidad basados exclusivamente en la información suministrada por los estados financieros de la empresa que están siendo paulatinamente desplazados en los estudios empíricos.
6. Siguiendo estudios previos para el caso español como los realizados por Delgado et al. (2009) y Baraibar y Luna (2012), entre otros.
7. Toda esta información ha sido obtenida de la base de datos DataStream.
8. Esta es otra de las medidas adoptadas en el presente estudio para superar las limitaciones metodológicas observadas en estudios precedentes (Dunbar y Schwalbach, 2000; Rose y Thomsen, 2004; Inglis et al., 2006).
9. Es preciso indicar que a pesar de que GMM por sistemas es la técnica más adecuada para este estudio (debido a sus propiedades econométricas), los resultados obtenidos por otras técnicas (datos de panel estáticos y ecuaciones simultáneas) nos permiten extraer las mismas conclusiones.

