

# **LA INTEGRACIÓN DEL FACTOR REPUTACIONAL POR PARTE DE LOS ANALISTAS DE VALORES COTIZADOS EN ESPAÑA: DESCRIPCIÓN DEL ANALISTA QUE INTEGRA LA REPUTACIÓN EN EL ANÁLISIS, VALORACIÓN Y RECOMENDACIÓN DE LAS COMPAÑÍAS QUE COMPONEN SU CARTERA DE ANÁLISIS**

## **INTEGRATION OF CORPORATE REPUTATION BY FINANCIAL ANALYSTS IN SPAIN: DESCRIPTION OF THE ANALYST WHO INTEGRATES REPUTATION IN HIS ANALYSIS, EVALUATION AND RECOMMENDATION OF THE COVERED PORTFOLIO**

**Ignacio Colmenero Arenado<sup>1</sup>** (Evercom, España)

### **Resumen**

La reputación corporativa es un intangible con un impacto demostrado en la evolución de las organizaciones. Su influencia en variables estratégicas de negocio como la captación o retención de talento, las políticas de pricing, de acceso a financiación y coste de capital, de captación y fidelización de accionistas o de diferenciación frente a competidores, entre otras, hacen de este intangible un elemento clave de la gestión empresarial y de la valoración de empresas. Siendo un factor tan determinante cabe preguntarse si los analistas de valores, encargados de evaluar, valorar y recomendar compañías cotizadas a inversores y accionistas, contemplan e integran adecuadamente este factor tal y como hacen con otras variables clave para el negocio. En este artículo se analizan los resultados de una investigación orientada a determinar el grado de integración de la reputación corporativa por parte de analistas de bolsa en España. A través de una encuesta online, se recogen las impresiones y opiniones, cuantitativas y cualitativas, de los profesionales que tienen que enfrentarse a la integración de este intangible en los procesos de análisis fundamental de las compañías que siguen. Los resultados apuntan, no sólo a un reconocimiento de la reputación como un elemento significativo y con impacto directo en la evolución del negocio de las organizaciones, sino a la confirmación de la existencia de un rol claro para este intangible en los procesos de valoración y evaluación de compañías cotizadas. Asimismo, el estudio define el perfil prototípico del analista que integra la reputación en sus procesos de valoración.

---

<sup>1</sup> Email: [rrv.colmenero.i@gmail.com](mailto:rrv.colmenero.i@gmail.com). ORCID: <https://orcid.org/0009-0002-0217-746X>

**Palabras clave:** reputación, valoración de empresas, análisis, descuento de flujos de caja, *stakeholders*.

**Códigos JEL:** G12, G14

### Abstract

Corporate reputation is an intangible asset with a proven impact on the evolution of organizations. Its influence on strategic business variables such as talent acquisition or retention, pricing policies, access to financing and cost of capital, shareholder acquisition and loyalty, or differentiation from competitors, among others, make this intangible asset a key element of business management and company valuation. Being such a determining factor, it is worth asking whether stock analysts, in charge of evaluating, assessing and recommending listed companies to investors and shareholders, adequately consider and integrate this factor as they do with other key business variables. This article analyses the results of a research aimed at determining the degree of integration of corporate reputation by stock market analysts in Spain. Through an online survey, the quantitative and qualitative impressions and opinions of professionals who have to deal with the integration of this intangible asset in the fundamental analysis processes of the companies they follow are collected. The results point not only to a clear recognition of reputation as a significant element with a direct impact on the evolution of the business of organizations, but also to the confirmation of the existence of a clear role in the valuation and evaluation processes of listed companies. Furthermore, the study defines the prototypical profile of the analyst who integrates reputation into his valuation processes.

**Keywords:** reputation, company valuation, financial analysis, discounted cash flows, stakeholders.

**JEL Codes:** G12, G14

## 1. INTRODUCCIÓN

La reputación es un elemento clave en la gestión empresarial, tanto a nivel positivo por su influencia en la buena marcha de los negocios como a nivel negativo en el caso de las crisis reputacionales, emergiendo como un factor determinante del *corporate management* moderno gracias a su influencia en aspectos como la atracción y retención de talento, las políticas de fijación de precios, el acceso a financiación o la fidelización de inversores y accionistas. Se trata de un intangible que desempeña un papel esencial en la generación de valor sostenible y la competitividad de las organizaciones, contando cada día con un mayor reconocimiento por parte de gestores y directivos, inversores, clientes, empleados y cualquiera de los *stakeholders* considerados habitualmente como más importantes (Whysall, 2000). Tal y como demuestran estudios académicos previos, la reputación corporativa juega un papel determinante en los procesos de generación de valor y sostenibilidad de los modelos de negocio de las organizaciones (Gatzert, 2015), aspectos clave en su viabilidad a largo plazo.

No obstante, tanto el grado de impacto de este factor en, por ejemplo, los procesos de valoración de empresas, como todo lo relativo a la definición del propio concepto y sus metodologías de medición, se mantienen como parte activa del debate tanto desde la perspectiva académica como desde la de los profesionales del ámbito financiero y de los asuntos corporativos. En un intento por acotar el concepto, algunas de las definiciones más populares sobre la reputación corporativa son aquellas que tienen en cuenta a diferentes *stakeholders*, la realidad de la organización en comparación con su contexto, y que relacionan la percepción del sujeto con sus actitudes futuras (Fombrun & Rindova, 1996; Cable & Graham, 2000;

Deephhouse, 2000; Whetten & Mackey, 2002; Villafañe, 2004; Smaiziene & Jucevicius, 2009; Alloza et al., 2013).

El propósito de esta investigación es determinar si, partiendo de la premisa ampliamente demostrada por parte de estudios académicos previos de que la reputación es un elemento con impacto real y directo en el desarrollo y evolución del negocio de las organizaciones, los analistas de valores la integran (la reputación), y cómo, en sus procesos de análisis, valoración y recomendación de compañías cotizadas. Además, la presente investigación busca identificar rasgos principales de dicho proceso de integración, así como determinar el perfil concreto del “analista arquetípico que integra la reputación en sus procesos de análisis”.

En el marco de esta investigación se ha seguido una metodología basada en la realización de encuestas estructuradas dirigidas a analistas financieros en España. Dichas encuestas, diseñadas para ser respondidas de manera anónima, han recogido datos tanto cuantitativos como cualitativos sobre la percepción y la incorporación de la reputación corporativa en el análisis fundamental de las compañías, así como en las valoraciones y recomendaciones realizadas por los analistas participantes acerca de las mismas. La muestra final, compuesta por 54 analistas, representa una porción significativa del universo total de profesionales en activo en el mercado español en el momento de la puesta en marcha de la investigación. La distribución de las encuestas se realizó a través de vías como el Instituto Español de Analistas (que colaboró en la distribución del cuestionario a su base de datos de asociados), plataformas profesionales como LinkedIn y bases de datos financieros especializadas como Refinitiv (actual LSEG *Data & Analytics*).

Entre los principales hallazgos destaca que cerca del 60% de los analistas encuestados afirman integrar, en mayor o menor medida, el factor reputacional en sus procesos de valoración. Sin embargo, las metodologías empleadas varían considerablemente, con una predominancia de la aplicación de ajustes en la tasa de descuento (y cálculo de la WACC) a la hora de reflejar el impacto reputacional. Este hallazgo subraya la importancia de desarrollar futuras herramientas estandarizadas que faciliten una aplicación homogénea y rigurosa del factor reputacional en los modelos de análisis financiero.

La principal contribución de este estudio radica en caracterizar y evidenciar la existencia y el nivel de integración que el factor reputacional tiene en el colectivo de analistas de valores, así como en identificar y detallar el perfil del analista que incorpora la reputación corporativa en sus evaluaciones. Además, proporciona evidencias de cómo este enfoque puede mejorar la precisión y relevancia de las recomendaciones financieras (en tanto se trataría de una visión más completa de la realidad de la compañía analizada), beneficiando tanto a los analistas como a los stakeholders interesados en la perdurabilidad y el éxito de las organizaciones. Por ende, los resultados de esta investigación son útiles no solo para analistas y gestores, sino también para las empresas que buscan optimizar su comunicación y rendición de cuentas frente a los mercados financieros.

El presente artículo está estructurado de la siguiente manera: en primer lugar, se presenta el marco teórico y la revisión de literatura relevante para contextualizar el estudio. Posteriormente, se detalla la metodología empleada, seguida del análisis de los resultados obtenidos. Finalmente, se discuten las implicaciones de estos hallazgos y se concluye con recomendaciones prácticas y propuestas para futuras investigaciones.

## 2. MARCO TEÓRICO Y CONTEXTUALIZACIÓN

La reputación corporativa ha sido objeto de estudio en múltiples disciplinas a lo largo de los últimos 30 años (Verčič et al., 2016). Sin embargo, sigue siendo un concepto complejo

y multidimensional, sin una definición universalmente aceptada (Bălan, 2015). Uno de los mayores retos a la hora de encontrar consensos en cuanto a la definición o medición de la reputación es la confusión que el propio concepto genera en ocasiones con otros similares como los de marca corporativa, imagen corporativa (Rose & Thomsen, 2004), identidad corporativa o incluso reputación social corporativa (Dowling, 2016). En muchos casos, el término imagen corporativa es usado como un sinónimo de reputación, y esto puede llevar a confusiones terminológicas (Markwick & Fill, 1997).

La marca corporativa, por ejemplo, se podría entender como el “balance que una empresa, institución o país consigue establecer entre las percepciones que comunica, es decir, las expectativas que crea, y las realidades o experiencias que entrega a todos sus grupos de interés, tanto internos como externos” (Alloza, 2010). La imagen corporativa por su parte, podría ser en todo caso una dimensión más de la reputación a tener en cuenta (Saxton, 1998; Balmer, 1996; Fombrun, 1996; Bromley, 1993; Fombrun & Shanley, 1990), aunque con claras diferencias en lo relativo a si las impresiones son las espontáneas que un individuo experimenta tras recibir una señal o mensaje de la compañía o si, como pasa en el caso de la reputación, estamos ante el fruto de evaluaciones agregadas a lo largo del tiempo (Cornelissen, 2004). Autores como Villafañe (2013), apuntan a una diferencia clara entre estos conceptos al indicar que, a diferencia de la imagen corporativa, basada en percepciones, la reputación corporativa es el resultado del reconocimiento de la realidad del comportamiento de un profesional o de una empresa por parte de sus grupos de interés.

La relación entre los conceptos de reputación, identidad e imagen, podría ser la siguiente: “la reputación corporativa como un constructo paraguas, que se refiere a las impresiones acumulativas de las partes interesadas internas y externas, y referida a la actividad general de una organización, la imagen una visión externa y la identidad interna” (Chun, 2005, p.105). Donde sí existe un consenso demostrado es, no obstante, en que la reputación es un activo intangible (Chun, 2005) y que responde a una evaluación acumulativa de los stakeholders sobre el desempeño de una empresa (Barnett et al., 2006; Fombrun & Van Riel, 1997). Además, se le atribuye un papel clave como señal informativa para los grupos de interés (Gotsi & Wilson, 2001).

Una posible aproximación al proceso de formación de la reputación es el que lo describe como la combinación de señales derivadas de la información recibida desde los mercados y los medios, tanto contable como no financiera, unido a elementos como los perfiles de riesgo-beneficio de las empresas, su política de asignación de recursos, la capacidad de respuesta social o la exposición a los medios de comunicación, generadores estos últimos de las expectativas en los grupos de interés (Fombrun & Shanley, 1990).

## 2.1. La medición de la reputación

Uno de los principales obstáculos a la hora de medir la reputación tiene su origen en la idea defendida por no pocos autores de que, de algún modo, la reputación es la suma, conjunto o “percepción agregada de todos los stakeholders” (Ruiz et al., 2012). Esta idea presenta varios problemas. En primer lugar, la reputación normalmente se refiere a un atributo en concreto (rentabilidad, calidad de la oferta, RSC...), que puede tener una reputación diferente para cada uno de los grupos de interés (Walker, 2010). En segundo lugar, al ser identificado como una percepción, ésta podrá ser diferente en la mente de cada stakeholder involucrado (Wartick, 2002), incluso con diferentes percepciones y rango de importancia en función del atributo evaluado en concreto (Caruana, 1997; Freeman, 1984). Y, por último, no todos los stakeholders involucrados en el proceso son igual de importantes para las compañías, por lo que una suma

agregada de las reputaciones de cada uno de ellos no sería una visión global aceptable de la reputación global de una organización (Wartick, 2002). Es decir, en función de la compañía y factores como su modelo de negocio, sector de actividad, tamaño o cuota de mercado, por ejemplo, los diferentes *stakeholders* tendrán un mayor o menor peso en su performance de negocio. Así, el *stakeholder* “sociedad” tendría más peso en una compañía B2C (modelo de negocio conocido como *Business to Client* o dirigido al consumidor final) que en una compañía cuyo cliente principal sean otras empresas o B2C (*Business to Business*).

Este planteamiento no sería incompatible, no obstante, con la existencia de una “imagen global reputacional” teórica en la que tanto los *stakeholders* como las dimensiones utilizadas en el proceso de medición reputacional tendrían un peso fijado de antemano, permitiendo entonces sí la “suma de percepciones” mencionada con anterioridad. Un peso que vendría determinado por la “materialidad” o impacto en el negocio (en su evolución y sostenibilidad) para cada compañía analizada. Este planteamiento permitiría, entre otras cuestiones, establecer planes de acción y estrategias de impacto reputacional reactivas o proactivas en función de la relevancia de cada uno de los grupos de interés y su relación con las dimensiones identificadas para el proceso.

En relación a las metodologías de medición reputacional, la mayoría de los modelos de medición hoy en día se basan en la evaluación de determinadas variables o dimensiones (indicadas anteriormente y que son propias para cada uno de los modelos) y su relación con los diferentes *stakeholders* identificados como claves para la compañía analizada. Villafañe (2013) destaca 8 grandes variables a tener en cuenta en base al análisis realizado de los principales monitores de reputación existentes y que, por ser comunes a todos, denomina como de “naturaleza canónica” (Villafañe, 2013, p.145). Estas variables apuntarían a los grandes ámbitos reputacionales definidos por el autor y que a su vez se corresponderían con los *stakeholders* más habituales con los que una compañía se relaciona: clientes, empleados, inversores y ciudadanos. Las ocho variables y sus ámbitos reputacionales son: los resultados de negocio y la solidez financiera (ámbito del capital y los inversores); la calidad de la oferta comercial y la innovación (ámbito de los clientes y el marketing); la calidad del entorno laboral y el atractivo como marca empleadora (ámbito organizacional y de los empleados) y el gobierno corporativo la responsabilidad social y medioambiental (ámbito social y ético).

Otra cuestión importante a tener en cuenta es a quién debemos dirigir nuestras preguntas a la hora de evaluar la reputación de una compañía, si a públicos formados y medir objetivamente realidades (al preguntar por resultados financieros a directivos de empresas con formación financiera, por ejemplo) (Villafañe 2004, 2013; Cravens et al., 2003) o al público en general y medir percepciones (al preguntar a la sociedad en general, sin una formación financiera contrastada a priori, sobre esos mismos resultados financieros) (Fombrun, 1996; Alloza & Martínez, 2007; Davies et al., 2004; Helm, 2005).

Actualmente los dos modelos de medición reputacional más conocidos y con una mayor penetración en el mundo empresarial son MERCO y RepTrak. En RepTrak la valoración reputacional se realiza a través de cuestionarios al público en general, a consumidores, y de forma continuada en varios puntos de contacto a lo largo del año, de modo que en la evaluación se puedan ir recogiendo los cambios en las sensibilidades que los públicos experimentan de forma natural ante la propia actualidad (y que puede afectar de un modo u otro a su percepción y opinión sobre la compañía preguntada). El fin que persigue este modelo de seguimiento continuo es el de obtener “series temporales, que permiten además la aplicación de análisis matemáticos (ecuaciones estructurales y otras) capaces de modelar y de calcular los efectos causales de los indicadores de reputación en las actitudes y comportamientos de los grupos de interés” (Alloza et al., 2013, pp. 375-376).



MERCO, sin embargo, se dirige anualmente a diversos públicos, entre los que se encuentran directivos de compañías, analistas financieros, periodistas económicos o catedráticos de universidad, todos con un componente de formación elevado que, en opinión de sus defensores, les permite ofrecer una opinión consistente sobre aspectos tan técnicos como el gobierno corporativo o los resultados financieros de una organización. Se incluye también el punto de vista de los consumidores, “imprescindibles a la hora de juzgar una variable tan importante de la reputación como es la calidad de la oferta comercial de una compañía” (Villafañe, 2013, p.146).

## 2.2. Reputación: performance financiero y relación con inversores

Un área de creciente interés en la investigación es la relación entre reputación corporativa y otras variables organizacionales, como la confianza (Majd & Balakrishnan, 2016; Mui et al., 2002), la intención de compra del consumidor (Keh & Xie, 2009) y el desempeño financiero (Krueger & Wrolstad, 2016; Krueger et al., 2010; Roberts & Dowling, 2002; Rose & Thomsen, 2004). En relación a la confianza, esta ha sido ampliamente estudiada en el ámbito organizacional (Mayer et al., 1995) y es considerada un factor crucial en las relaciones comerciales, ya que facilita la cooperación y reduce la incertidumbre (Mouzaz et al., 2007). La confianza se desarrolla a partir de la percepción de atributos como la competencia, la benevolencia y la integridad de una organización (Das & Teng, 1998; Greenwood & Van Buren III, 2010; Mayer et al., 1995; Morgan & Hunt, 1994). Sin embargo, la investigación empírica sobre la medición de la confianza en empresas sigue siendo limitada (Khodyakov, 2016).

Aunque algunos estudios han demostrado una relación positiva entre la reputación y los resultados financieros, los hallazgos han sido contradictorios debido a problemas metodológicos y teóricos (Sabate & Puente, 2003). A pesar de esto, diversas investigaciones han respaldado la idea de que una buena reputación puede mejorar el desempeño financiero (Eberl & Schwaiger, 2005; Krueger et al., 2010; Preston & Bannon, 1997; Roberts & Dowling, 2002; Rose & Thomsen, 2004). El desempeño financiero de una empresa puede verse afectado por diversos factores internos y externos. Entre estos, destacan el desempeño social y ambiental (Orlitzky et al., 2003), la estructura de liderazgo (Dalton et al., 1998), las prácticas de responsabilidad social corporativa (Cochran & Wood, 2014) y la gestión del capital humano (Huselid, 1995). Más recientemente, se ha prestado mayor atención al impacto de los activos intangibles, como la reputación, en los resultados financieros (Eberl & Schwaiger, 2005; Roberts & Dowling, 2002; Rose & Thomsen, 2004). Para medir el desempeño financiero, los estudios suelen utilizar indicadores contables y de mercado, como el retorno sobre activos (Roberts & Dowling, 2002), el valor de mercado sobre el valor contable y el índice Tobin's Q (Fombrun & Shanley, 1990; Rose & Thomsen, 2004).

Dado que la reputación corporativa proporciona múltiples beneficios a las empresas, es fundamental explorar cómo influye en el desempeño financiero. La teoría de los stakeholders sugiere que el éxito financiero de una empresa depende de su capacidad para gestionar sus relaciones con los grupos de interés (Cornell & Shapiro, 1987). En este contexto, la confianza juega un papel mediador clave, ya que determina el nivel de apoyo y asignación de recursos por parte de los stakeholders (Tzafrir & Dolan, 2004; Agarwal, 2013). Estudios académicos previos apuntan al impacto que desde el punto de vista financiero, la reputación tiene en el comportamiento de los *stakeholders*, influyendo en factores de negocio concretos como la fidelidad de los consumidores, la satisfacción del cliente o la retención del talento (Chun, 2005). Además, una buena reputación potencia a los inversores a invertir en estas compañías, atrae el mejor talento y retiene clientes (Markham, 1972) y está directamente relacionada con mejores

rendimientos (Robert & Dowling, 1997; Vergin & Qoronfleh, 1998). Asimismo, permite a las compañías mejorar sus resultados en base a la posibilidad de vender a precios más elevados sus productos (Rindova et al., 2005; Deephouse, 2000; Roberts & Dowling, 2002; Fombrun & Shanley, 1990) o atraer y retener a sus clientes (Fombrun, 1996; Fombrun & Van Riel, 1997; Bloemer et al., 1998). Elementos, todos, con impacto directo en el *performance* financiero y de negocio de las organizaciones.

Si se analiza más en detalle cómo la reputación afecta a cada uno de los *stakeholders*, investigaciones académicas previas apuntan a la existencia de, por ejemplo, clientes en disposición de pagar precios mayores por marcas con una reputación corporativa más consistente (Klein & Leffler, 1981; Shapiro, 1983), a otros que expresan una mayor lealtad o capacidad de prescripción (Walsh et al., 2009), a su relación con las marcas en el entorno digital (Caruana & Ewing, 2010) o al caso de clientes de compañías B2B (*business to business*) donde la reputación corporativa tenía un impacto positivo en la credibilidad de los clientes y su identificación con la marca (Keh & Xie, 2009).

En el caso de los proveedores o contratistas, la reputación corporativa afectaría positivamente a la reducción de los costes de las negociaciones y la contratación, a medida que la confianza entre las dos partes aumentara (Rose & Thomsen, 2004; Raithel & Schwaiger, 2015), así como en la disminución de los costes de financiación a corto plazo vía una reducción de la percepción del riesgo de crédito debido a la buena reputación en medios de las compañías analizadas (Van den Bogaerd & Aerts, 2015).

En el caso de los empleados, son varios los estudios que abordan la cuestión de la relación entre la buena reputación de las compañías y la capacidad de atracción y retención de perfiles más preparados (Turban & Cable, 2003) o cómo la reputación corporativa contribuye a la mejora en la relación entre salarios y motivación de los empleados (Raithel & Schwaiger, 2015; Williams & Barret, 2000).

Por su parte, el acceso al capital y a los inversores, también es un ejemplo claro donde la reputación corporativa juega un papel determinante en la formación de expectativas y a la hora de considerar el binomio riesgo-rentabilidad de las inversiones. Los inversores tienden a asumir que las buenas oportunidades de inversión provienen de empresas "buenas", es decir, de empresas con una alta calificación reputacional (Shefrin & Statman, 1995; Shefrin, 2001), influyendo incluso en la predisposición de estos inversores a acudir a la compra de acciones en las operaciones de salida a bolsa (MacGregor et al. 2000). Empresas con una buena reputación son percibidas como inversiones menos arriesgadas que aquellas que, pudiendo tener un desempeño financiero similar, no gozarían de esta "protección reputacional" (Shefrin & Statman, 1995; Srivastava et al. 1997). En esta línea, la fidelidad de los inversores se interpreta como un factor que reduce la volatilidad y el costo de capital (Gregory, 1998), pudiendo estar, además, asociado con la lealtad del cliente porque "los inversores también son consumidores y hablan con otros consumidores" (Hunt, 1952, p.105). Sabrina Helm (2007), en su estudio a inversores alemanes sobre empresas cotizadas, encontró que la reputación corporativa afecta positivamente a la satisfacción y fidelidad de los propios inversores, y que esta estabilidad en las relaciones con sus inversores podía derivar en un mejor desempeño de la compañía vía estabilización en la volatilidad de los precios de las acciones o menores costes en la propia gestión de relación con sus inversores. Uhl (1962), por su parte, afirmaba que los inversores se encuentran entre los clientes más leales de una empresa.

Y es que, aunque una buena reputación no esté necesariamente ligada a un mayor precio en la cotización de los valores en bolsa (Statman, 1995), cada día son más los accionistas que de algún modo son sensibles a métricas que van más allá de los resultados de negocio de sus inversiones (Chajet, 1997). Del mismo modo, hay autores que coinciden en una "causalidad

bidireccional” de los efectos de la relación entre las dos variables. Esto es, empresas que acumulan buenos resultados financieros durante años, acaban en muchos casos disfrutando de una buena reputación en parte como consecuencia de esos buenos resultados obtenidos, fruto del buen desempeño de los trabajadores, la dirección, y los productos y servicios a disposición de sus clientes (Fombrun & Shanley, 1990; McGuire et al., 1990; Roberts & Dowling, 2002; Rose & Thomsen, 2004; Daza-Izquierdo, 2015).

Finalmente, la literatura respalda la idea de que la reputación corporativa actúa como una señal de confiabilidad para los stakeholders (Ganesan, 1994; Keh & Xie, 2009). Una buena reputación reduce la asimetría de información y mejora la percepción de la empresa en el mercado, lo que puede traducirse en mejores oportunidades de inversión, mayor lealtad del cliente y una ventaja competitiva sostenida (Ali et al., 2015).

Analizado el contexto y el marco teórico existente acerca de la reputación corporativa, su relación con el performance de negocio de las empresas y el papel determinante que tiene con cada uno de los *stakeholders* clave de una organización, se plantean las siguientes hipótesis para esta investigación:

Hipótesis 1: Dada su importancia contrastada, los analistas de valores sí tienen en cuenta el factor reputacional en sus procesos de análisis fundamental.

Hipótesis 2: La potencial integración del factor reputacional no sigue una metodología estandarizada ni homogénea entre el colectivo de analistas.

A continuación, se exponen los detalles de la metodología de estudio seguida en la investigación y los principales resultados obtenidos.

### 3. METODOLOGÍA

Analizado el contexto teórico y académico previo desde el que es posible afirmar que la reputación corporativa juega un papel determinante y activo en la evolución del negocio y actividad de las organizaciones, llega el momento de tratar de dar respuesta a la pregunta de si los analistas de valores integran la reputación corporativa en sus análisis y valoraciones y, de ser así, cómo lo estarían haciendo.

En primer lugar, es necesario detallar algunos conceptos que formarán parte del desarrollo de la investigación:

Definimos “variable reputacional” como aquella información sobre aspectos relacionados con la reputación, actual o en evolución, que nos ayuda a conocer y entender el “estado reputacional” de una organización. Se incluye la procedente de rankings reputacionales o de imagen, ratings, resultados de investigación sobre la percepción de los *stakeholders*, encuestas de clima o NPS (*Net Promoter Score* o Índice de Promotores Netos, que mide la lealtad de los clientes a partir de encuestas de recomendación), entre otras.

Cuando hablamos de “estado reputacional”, nos referimos al nivel de reputación (buena o mala, mejor, peor...) que una compañía tiene en un momento determinado y sobre el que una compañía puede informar y hacer partícipe, bien a cada uno de sus stakeholders, o de forma global (a través de los resultados obtenidos en un índice o ranking reputacional, por ejemplo).

En relación a las metodologías de valoración de empresas, éstas permiten estimar el valor de una compañía a partir de diferentes enfoques. Uno de los métodos más utilizados es el descuento de flujos de caja (DCF - *Discounted Cash Flow*, por sus siglas en inglés), el cual calcula el valor presente de los flujos de efectivo futuros generados por la empresa, ajustados por una tasa de descuento que refleja el riesgo del negocio (Fernández, 2016). Este método permite una valoración precisa cuando se cuenta con proyecciones financieras confiables, pero



su principal limitación radica en la dificultad de estimar con certeza los flujos futuros y la tasa de descuento adecuada (Santibáñez et al., 2016).

Otro enfoque relevante es la suma de partes, que consiste en valorar individualmente cada una de las divisiones o unidades de negocio de la empresa y luego agregarlas para obtener el valor total. Este método es particularmente útil para conglomerados con múltiples líneas de negocio, ya que permite considerar las particularidades de cada segmento. Sin embargo, su efectividad depende de contar con información fiable sobre el desempeño de cada unidad y de aplicar correctamente los múltiplos o métodos de valoración adecuados para cada una (Aznar Bellver et al., 2020).

Por último, los múltiplos bursátiles permiten valorar una empresa mediante la comparación con otras similares en el mercado, utilizando indicadores como el precio sobre utilidades (P/U), el valor de empresa sobre EBITDA (EV/EBITDA) o el precio sobre valor en libros (P/B). Este método es ampliamente utilizado debido a su simplicidad y rapidez, pero presenta la limitación de depender de la existencia de empresas comparables y de que los múltiplos del mercado reflejen correctamente el valor económico real de la empresa analizada (Fernández & Carabias, 2013).

El objetivo de esta investigación es determinar si los analistas de valores integran el factor reputacional en sus valoraciones y, en su caso, la metodología seguida. La dinámica de estudio seguida ha sido la siguiente: con el objetivo de conocer, de primera mano, si los analistas profesionales aplican la variable reputacional al análisis de las compañías que siguen y cómo, se ha compartido con ellos un cuestionario desde el que han podido contestar a una serie de preguntas relacionadas con el objeto de estudio. A través de una encuesta digital elaborada mediante un formulario de Google, los participantes han podido contestar, de forma anónima, a un total de 33 preguntas, algunas obligatorias, otras opcionales, abiertas o cerradas, y con la posibilidad de dejar comentarios o sumar opciones de respuesta en algunas de ellas.

La idoneidad de la encuesta online como vía para la puesta en marcha de la investigación y la recopilación de las respuestas viene avalada por investigaciones previas que indicarían que las investigaciones basadas en encuestas en línea presentan una serie de cualidades distintivas que resaltan su utilidad y aplicabilidad en diversos contextos académicos y prácticos. Estas encuestas destacan por su capacidad para reducir los costos y tiempos asociados a los métodos tradicionales, al permitir la recolección de datos de forma más ágil y económica. Como señala Domínguez (2002), las encuestas en línea eliminan barreras geográficas y mejoran las tasas de respuesta en comparación con métodos como las encuestas postales, además de ofrecer mayor control sobre los datos registrados directamente por los encuestados. Desde el punto de vista metodológico, la flexibilidad tecnológica que proporciona el uso de plataformas digitales permite la creación de cuestionarios más interactivos y atractivos, lo que puede potenciar la calidad de los datos obtenidos. Fernández (2002) destaca que, mediante lenguajes de programación y elementos multimedia, los investigadores pueden diseñar encuestas más sofisticadas y adaptadas a diferentes tipos de públicos, respetando estrictamente las estructuras necesarias para garantizar validez y fiabilidad en los resultados.

Las 33 preguntas de la encuesta online elaborada para esta investigación se organizan en bloques temáticos en los que se distribuyen las preguntas por temáticas:

- Introducción al perfil del analista: desde donde tener una visión general del perfil de actividad del analista participante (ámbito de análisis, tipología de empresas analizadas, sectores...).
- Métodos de estudio y valoración de las compañías: desde donde entender la aproximación a los procesos de análisis por parte de los analistas.

- Impacto en la reputación de las organizaciones: con preguntas desde las que averiguar el papel de la reputación corporativa en opinión de los analistas.
- Experiencia de los analistas en la integración del factor reputacional en su análisis: para comprender, en su caso, las dinámicas de integración del factor reputacional en los análisis.

Dado que una de las características fundamentales del cuestionario se centraba en asegurar el anonimato de los participantes, la identificación mediante correo electrónico para participar no era requerida. Esto, si bien aseguraba la no identificación de los autores de las respuestas, impide contar con una trazabilidad asegurada sobre las mismas y que los encuestados sólo pudieran contestar en una ocasión. Se establece, en consecuencia, un margen de error en los resultados de  $\pm 2\%$ .

Los rangos de error son elementos cruciales en las investigaciones académicas, especialmente al recopilar datos mediante encuestas online. Estos rangos proporcionan una medida de la precisión de los resultados obtenidos, indicando el intervalo en el que se encuentra el valor real de la población con un determinado nivel de confianza (Kerlinger & Lee, 2002). El uso de rangos de error en encuestas online se justifica por la necesidad de cuantificar la incertidumbre inherente al muestreo, permitiendo a los investigadores evaluar la fiabilidad de sus estimaciones y tomar decisiones informadas basadas en los datos recopilados. Es importante reconocer que todo estudio está sujeto a un cierto margen de error, por lo que es crucial identificar sus fuentes principales y los procedimientos para minimizar su impacto en los resultados. En general, para encuestas online, se considera aceptable un margen de error entre el 3% y el 5% (Dillman et al., 2014). Este rango proporciona un equilibrio entre la precisión y la viabilidad en términos de tamaño de muestra y costos asociados. Un margen de error del 5% es ampliamente utilizado en investigaciones de mercado y encuestas de opinión pública, mientras que un margen del 3% se considera más riguroso y es más común en investigaciones académicas o estudios que requieren mayor precisión.

Los rangos de error ayudan a contextualizar los resultados, especialmente cuando se trabaja con muestras relativamente pequeñas en comparación con la población total, lo que es común en muchas investigaciones académicas que utilizan encuestas en línea (Dillman et al., 2014). Además, permiten expresar el error de estimación como un intervalo de confianza, situado entre un valor por debajo y otro por arriba del resultado obtenido. Este enfoque proporciona una interpretación más robusta de los resultados, reconociendo la variabilidad inherente en los procesos de muestreo y medición.

La distribución de la encuesta, circunscrita a analistas en España que analizan empresas españolas, se ha hecho a través de 3 vías principalmente: Distribución a la base de datos del Instituto Español de Analistas (IEA), envío directo a analistas de Bolsa a través de LinkedIn y envío vía email a una base de datos elaborada ad hoc a partir de la información de contacto disponible en la plataforma Refinitiv. El marco temporal definido para la recopilación de respuestas fue de 6 meses.

Con esta distribución se han obtenido un total de 54 respuestas del total aproximado de 200 analistas en activo que en España en el momento de la investigación (Colmenero, 2023), lo que supone una muestra de más del 25% sobre el total de la población objetivo. El tamaño de muestra en encuestas en línea es un factor crucial para garantizar la representatividad de los resultados y minimizar el sesgo de selección. En general, en investigaciones basadas en encuestas, un tamaño de muestra del 5% al 10% de la población objetivo suele considerarse adecuado, aunque esto varía según la variabilidad de la población y el nivel de confianza deseado (Adam, 2020).

Entre las casas de análisis o gestoras que han contestado al cuestionario se encuentran A&G, Abante, AFI (Analistas Financieros Internacionales), Alantra, Amundi, Arcano, Azagala, Az Valor, Bankinter, Barclays, Berneberg, Bernstein, Bestinver, BNP, BofA (Bank of America), Caixabank, Citi, Cobas, Deutsche Bank, DPM, Fonditel, Goldman Sachs, GVC Gaesco, Horos, HSBC, Intermoney, JB Capital, Jefferies, JP Morgan, Keppler, La Muza, LightHouse, Magallanes, M&G, Mediobanca, Metagestion, Mirabaud, Morgan Stanley, Morningstar, Nao AM, Norbolsa, Oddo BHF, Renta 4, Sabadell, Santa Lucía, Santander, Société Generale, Trea AM, Tressis, True Value, UBS, Udekta Capital, Vadevalor o Valentum, entre otras, ya que los analistas participantes en el estudio podían escoger no revelar la institución en la que trabajan indicando la opción “Otras” en el cuestionario.

## 4. PRINCIPALES RESULTADOS

A continuación, se analizan los resultados obtenidos y los aspectos más significativos de aquellas preguntas con un mayor nivel de contribución al objeto de análisis de esta investigación, ordenados por categoría de contenido. Al final del análisis de resultados se incluye una selección de resultados (Tabla 3) que refleja el “Perfil de analista que integra la reputación en sus valoraciones”, resumen que recoge las respuestas con más apoyo en todas las preguntas del cuestionario, ofreciendo así una radiografía completa del perfil profesional de este tipo de analistas.

### 4.1. Introducción al perfil del analista

En relación al perfil del analista de valores, los resultados señalan una distribución similar entre los de tipo *buy side* (analistas que trabajan en una gestora o fondo de inversión y que se dedican a analizar posibles opciones de inversión para la propia gestora) con un 48,2%, y *sell side* (analistas que se dedican a analizar compañía y vender sus informes a otros inversores, como gestoras de fondos, family offices, bancos...etc.) con un 39,3%, con un enfoque diversificado en relación al tipo de compañías que normalmente analizan. Así, un 46,4% de los encuestados afirman contar con una visión generalista frente a los que apuntan a una especialización por sectores de actividad empresarial en sus análisis como Energía (12,5%), Real Estate (7,1%) o Servicios Financieros (7,1%).

En cuanto al tamaño de las compañías analizadas, dominan las denominadas *Large Cap* (44,6%), es decir compañías con una capitalización bursátil de más de 2.500 millones de euros, seguidos por las *Medium Cap* (35,7%) de entre 500 y 2.500 millones de euros y las *small cap* (14,3%), de menos de 500 millones de euros de valor en bolsa.

### 4.2. Métodos de estudio y valoración de una compañía

La información disponible a la hora de estudiar una compañía es fundamental para asegurar un buen análisis. Preguntados por el proceso de acceso y gestión a dicha información, los analistas apuntan a la “Documentación financiera publicada por la compañía en su página web” como la primera de las opciones a la hora de informarse acerca de las compañías (44,55%), seguido de la “Documentación estratégica sobre la compañía a la que pueda haber tenido acceso: equity story, presentación corporativa...” (37,62%) y las “Conversaciones con el management / IR de la compañía” (11,88%). Preguntados por el nivel de importancia de la información, la calificación se repite casi al completo, con “Las conversaciones con el management / IR de la compañía” subiendo a la segunda posición en orden de prioridad de las respuestas.

La frecuencia de acceso a la información y el análisis de las fuentes prioritarias son dos elementos clave a la hora de entender la dinámica de estudio de las compañías analizadas por parte de los analistas. Así, la mayoría de ellos afirma informarse “A diario” (37,5%) o “Semanalmente” (28,6%), frecuencias elevadas que indican una necesidad o actitud proactiva a mantenerse “al día” e informado sobre la realidad de la compañía en análisis de forma constante. Las fuentes de información predilectas que permiten este proceso son, en primer lugar y de forma destacada, las plataformas de acceso a información financiera, de datos, noticias y *benchmark* como Bloomberg, Refinitiv, Nasdaq, Factset...etc (26,95%), la web corporativa de la compañía (21,99%) o las informaciones públicas oficiales emitidas a través de canales oficiales como la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) (17,02%). La mayoría de los analistas encuestados (70,23%) afirman publicar informes o actualizaciones sobre las compañías que cubren de forma trimestral, tras resultados (36,90%) o tras la publicación de información estratégica por parte de las mismas (publicación de un nuevo plan estratégico, operaciones de M&A, acuerdos de relevancia...) (33,33%).

En cuanto a los métodos de valoración, el descuento de flujos de caja ocupa una posición protagonista para los analistas siendo, además de la más utilizada, la opción reconocida como más completa y objetiva (54,5%) seguida de los múltiplos comparables (25%) y la suma de partes (9,1%).

Profundizando en el detalle de la metodología seguida por los analistas y sus procesos de análisis el cuestionario busca entender el peso de cada una de las variables que, de algún modo, juegan un papel relevante a la hora de analizar una compañía. Dentro de las variables sometidas a evaluación por parte de los analistas se encuentran: las Ventas, el EBITDA (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations*), Beneficio Neto, Deuda/capacidad de generación de caja/liquidez, Capacidad del management (entendida como la credibilidad del equipo gestor), estrategia de la compañía, imagen de la compañía (reputación), Estrategia ESG, Contexto macroeconómico, Retorno del capital empleado, Capacidad de crecimiento y Otras opciones. Se trata de variables relacionadas tanto con aspectos tangibles y cuantificables (como las ventas o el beneficio neto) como con aspectos intangibles (como la capacidad del management, la estrategia o la imagen de la compañía). Aspectos que, en mayor o menor medida, forman parte de la organización, gestión y modelo de negocio de cualquier organización. Las variables que más destacan son Deuda/capacidad de generación de caja/liquidez (26,11%), el EBITDA (15,92%), la estrategia de la compañía (14,65%) y el retorno sobre el capital empleado (12,74%), factores relacionados con la viabilidad financiera, el crecimiento ordenado y sostenible en el tiempo y las políticas de financiación adecuadas, a lo que se une el *performance* operativo del negocio (reflejado en el EBITDA) como factor clave para los analistas y factores intangibles como la estrategia de negocio puesta en marcha por la organización.

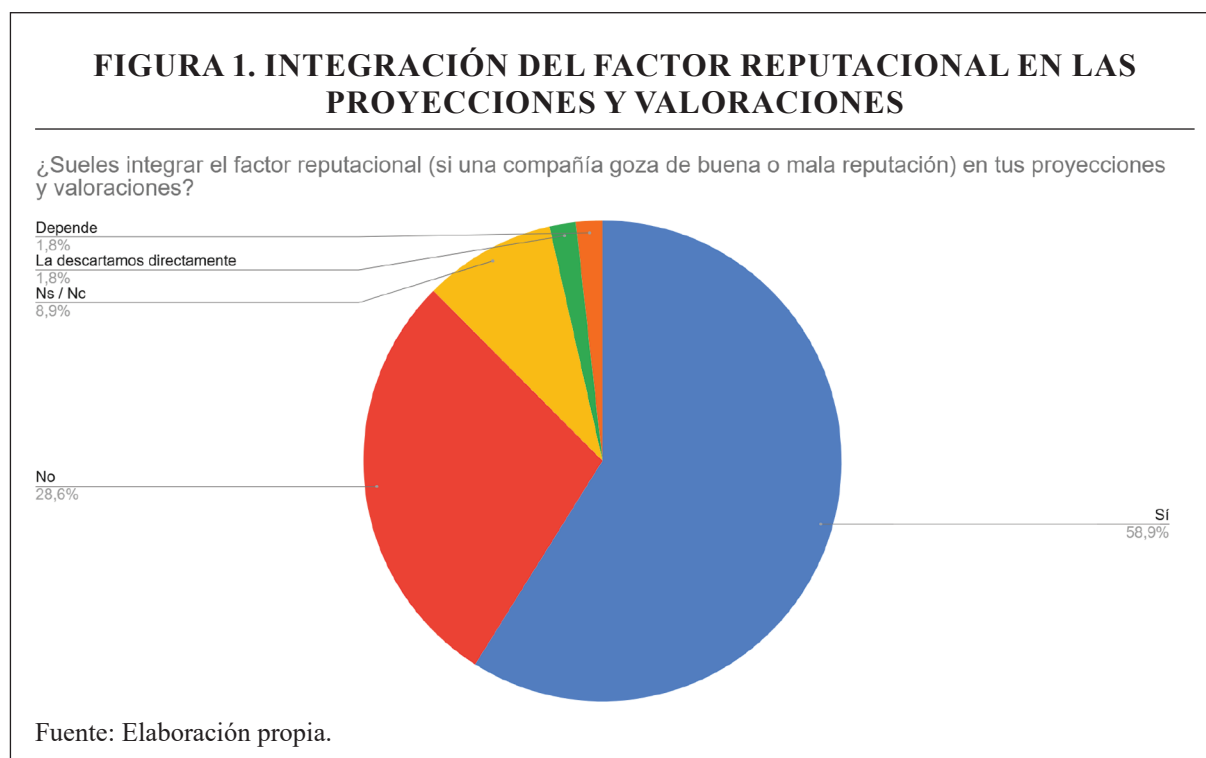
### 4.3. Impacto de la reputación en las organizaciones

Resulta interesante observar cómo, en contraposición a lo señalado en la pregunta anterior donde la reputación corporativa no es uno de los factores escogidos como prioritarios de entre todos los posibles (ver desglose completo de respuestas en el Anexo), ante la pregunta “¿Crees que una mala imagen o una crisis reputacional puede influir en los resultados de una compañía?” la opinión de los analistas apunta mayoritariamente en un sentido diferente. En concreto, un 87,5% de los encuestados afirma que una mala imagen o crisis reputacional puede tener un impacto directo no sólo en los resultados de una compañía sino que, además, puede tener un impacto directo y significativo en su cotización en el caso de las compañías cotizadas (96,4%). No son pocos los ejemplos reales en los que se ha podido contrastar estas opiniones. Enron, Abengoa o Volkswagen son ejemplos claros en los que situaciones negativas relacionadas con

el negocio, derivaron y amplificaron su impacto debido a la magnitud reputacional alcanzada a raíz de su conocimiento público y llegada a *stakeholders* clave como inversores o analistas, con el consecuente impacto en bolsa de sus cotizaciones.

Llegado este punto del estudio se podría afirmar que la buena marcha de un negocio o empresa es la combinación de (i) factores relativos a su gestión (ventas, EBITDA, deuda, beneficio neto, ROE, estrategia y visión del management...) y (ii) factores intangibles como la reputación, buena o mala, que la compañía tenga entre sus grupos de interés. En términos de valoración de empresas, si bien existe un consenso claro en lo relativo a las metodologías a seguir (descuento de flujos de caja, por ejemplo) y la integración de los factores de gestión independientemente del tamaño o sector de actividad de la compañía, no ocurre así con los factores intangibles, donde su integración podría no gozar del mismo consenso o aceptación. Así lo indicarían las respuestas recogidas a la pregunta “¿Crees que los intangibles, como la reputación corporativa, están bien integrados en la valoración de las compañías?” donde cerca del 70% de los analistas encuestados opinan que esto no sucede, apuntando a carencias en la integración de este tipo de variables.

Sin embargo, encontramos que, a pesar de estas carencias identificadas, al ser preguntados directamente sobre si integran la reputación corporativa en sus procesos de análisis, más de la mitad de los encuestados (58,9%) afirma hacerlo tal y como refleja la Figura 1. Estos resultados vendrían a confirmar la Hipótesis número 1 planteada, en la que se indicaba que “Dada su importancia contrastada, los analistas de valores sí tienen en cuenta el factor reputacional en sus procesos de análisis fundamental.”



Preguntados sobre su metodología, los encuestados tienen la posibilidad de contestar, y en su caso de forma abierta, acerca de cómo integran ellos el factor reputacional en sus análisis de valores. Con el objetivo de ordenar y entender los conceptos y respuestas obtenidas, se distribuyen y agrupan las respuestas en cuatro categorías temáticas (Referencias al equipo;



Referencias de negocio; Referencias de cálculo financiero; y Referencias a Información externa). Estas categorías se han realizado atendiendo a los elementos comunes identificados en las respuestas de los participantes. A continuación, se detalla en la Tabla 1 el peso relativo de cada una de ellas sobre el porcentaje de analistas que afirman integrar el factor reputacional (58,9% del total de encuestados).

**TABLA 1. SISTEMA DE APLICACIÓN DE LA INTEGRACIÓN DEL FACTOR REPUTACIONAL EN LAS PROYECCIONES Y VALORACIONES. ELABORACIÓN PROPIA**

Categorías de aplicación del factor reputacional en el proceso de valoración			
Referencia al equipo / <i>management</i>	Capacidad de generación de caja / Evolución del negocio	Tasa de descuento / WACC	A partir de <i>Rating</i> o Información externa
7%	20%	70%	3%
Porcentaje de participantes que responden a la pregunta detallando la metodología de integración de la variable reputacional: 85%			

Fuente: Elaboración propia.

Si bien el detalle de las metodologías de integración del factor reputacional seguidas por los analistas varía en función de cada caso, se observa un mayor peso en aquellas respuestas que apuntan a una integración de la variable reputacional a la hora de calcular la tasa de descuento o la WACC (70% de respuestas en esta categoría), lo que indicaría cierta homogeneidad metodológica. Una homogeneidad que, sin embargo, no es real si se analizan las respuestas de forma pormenorizada mostrando que, lejos de seguir una metodología uniforme, los analistas aplican el factor reputacional a sus análisis fundamentales de forma subjetiva y personalizada.

Así lo indican cuando señalan en sus respuestas que integran el factor reputacional “Aplicando un descuento/prima sobre la valoración”, “Modificando el coste de capital”, “Subo la WACC”, “Le aplico un múltiplo más alto (o tasa de descuento menor)”, “Por la beta en el cálculo de la WACC” o “Aplicando factor de descuento sobre el *guidance* y a través de la WACC y la *g*”. O con respuestas más detalladas como “Realizamos un análisis ESG en el que valoramos distintas métricas y el resultado es si la valoración ESG modifica o no nuestra valoración financiera. Además, mediante la WACC (la beta en este caso) se puede incrementar o disminuir el riesgo de una compañía y uno de los *inputs* es este factor reputacional”, “La buena reputación prima sobre el múltiplo en comparación con aquellas compañías que no la tienen. Además, un frecuente evento de riesgo es cualquier noticia que afecte la reputación de una compañía (recientemente DWS)”, “A mayor reputación de la compañía y el *management*, menor coste del *equity* aplico para “premiar” el menor riesgo derivado de estas cuestiones,” o el expresado del siguiente modo que incluso detalla ejemplos concretos de compañías y la aplicación que tendría en el cálculo de la WACC, “Principalmente a través del coste de capital utilizado en la valoración. En caso de compañías de calidad, con *Management* fiable y centrado en la generación de valor al accionista suelo emplear un WACC más bajo que el que aplicaría a empresas que tan solo buscan ser más y más grandes, con un *track record* de decisiones poco alineadas con los intereses de los accionistas. Un ejemplo claro dentro del sector bancario español sería el caso de Bankinter y Banco Santander. A Bankinter se le puede aplicar perfectamente con un *cost of equity* del 9% mientras que a Banco Santander no usaría menos del 11%”.

Estos datos confirmarían que la Hipótesis planteada número 2 “La potencial integración del factor reputacional no sigue una metodología estandarizada ni homogénea entre el colectivo de analistas” no se estaría cumpliendo, dado que sí existe una homogeneidad (del 70%) entre las metodologías aplicadas por quienes integran el factor reputacional en sus modelos de análisis. No obstante se podría decir que se trata de un incumplimiento irreal si se analizan las respuestas de forma pormenorizada, dada la subjetividad y personalización de los analistas en la aplicación de la metodología de integración del factor reputacional, tal y como ha quedado detallado con anterioridad.

Preguntados sobre las fuentes de información sobre la reputación utilizadas en los procesos de valoración y análisis, se aprecia una falta total de uniformidad, con más del 51% que apuntan a no tener una respuesta clara (“NS/NC”), sólo con el “NPS (*Net Promoter Score*)” como única fuente identificable. A parte estarían las respuestas particulares (indicadas en una opción de respuesta abierta) que apuntan a la “Percepción personal”, el “Conocimiento propio de la compañía”, “Conversaciones con otros agentes del mercado” o el “Feedback directo de clientes y proveedores”. Unos resultados que refuerzan la idea de la necesidad de una mayor estandarización a la hora de trabajar con datos relativos a la reputación corporativa.

En relación a otros factores que pueden afectar a los procesos de análisis, como los riesgos por ejemplo, los analistas apuntan al “Riesgo financiero” como el de mayor impacto potencial en el performance de una compañía en el corto-medio plazo (62,5% de las respuestas), seguido del “Riesgo político o regulatorio” (21,4%). Los pesos varían si ampliamos el rango temporal, con el “Riesgo financiero” (44,6%), el “Riesgo reputacional” (26,8%) y “Riesgo político o regulatorio” (16,1%) como las 3 mayores amenazas identificadas con impacto negativo potencial en el performance de las organizaciones a largo plazo. Por su parte, el impacto que los diferentes *stakeholders* tienen en la valoración de la compañía o en su evolución en bolsa, varía en opinión de los analistas. Si bien a la hora de valorar una empresa son los clientes e inversores con un 21,28% de peso en las respuestas respectivamente los perfiles más relevantes en el momento de analizar y valorar una organización, son los propios analistas los considerados como más influyentes en la evolución del precio en bolsa de dicha organización (23,53% de las respuestas).

El estado reputacional de las organizaciones es, además, una realidad cotidiana para los analistas encuestados, donde más del 75% afirma haber seguido a una compañía que ha sufrido una crisis reputacional, con el consecuente seguimiento y tratamiento especializado (más del 60% afirma dar seguimiento a la cuestión a través de contactos directos con el management de la compañía) y con un impacto directo en sus valoraciones y recomendaciones. Así, mientras un 12,5% de los analistas afirma que dicha crisis reputacional no afectó a su análisis, valoración y recomendación sobre la compañía en seguimiento, el 10,7% cambió su recomendación (comprar, vender o mantener), el 12,5% su valoración (el *target price* o precio objetivo al que debería cotizar la compañía) y el 30,4% cambió ambos aspectos. Es decir, la reputación (negativa en este caso) tuvo un impacto directo y significativo para más del 53% de los analistas encuestados. Si a esta cifra le sumamos el 25% que señalaba la opción “No cambié mi valoración de forma inmediata, pero no descarto cambiarla si la situación no se resuelve”, estamos ante una mayoría de analistas que afirman que la reputación tiene un peso directo en sus procesos de análisis y valoración. La reputación sería por lo tanto un factor clave, y recurrente en los procesos de análisis de los analistas encuestados.

Con estos resultados, si bien no sería posible afirmar la existencia de una relación positiva entre la reputación y un incremento en la valoración de las empresas en el largo plazo, sí es posible concluir que dicha relación existe y es inmediata en los casos en los que la reputación es negativa.

## 5. DISCUSIÓN Y CONCLUSIONES

El análisis de las respuestas obtenidas nos permite afirmar que la reputación corporativa es un factor clave y de importancia reconocida y asumida por parte de los analistas de valores en España, en línea con las ideas defendidas por autores como Rindova et al. (2005), Deephouse (2000), Roberts y Dowling (2002), Fombrun y Shanley (1990), Klein y Leffler (1981) y Shapiro (1983) y su posición sobre la importancia de la reputación en relación a la capacidad de fijación de los precios de venta de los productos (y la posibilidad de incrementar dicho precio debido a, precisamente, contar con una mejor reputación), o Fombrun (1996), Fombrun y Van Riel (1997), Bloemer et al. (1998) en sus estudios sobre la conexión entre reputación y la capacidad de las organizaciones para atraer y retener talento. Ambos aspectos (el relativo a la fijación de precios y el relativo a la gestión del talento), materiales en el desempeño de negocio de cualquier compañía y con impacto directo desde el punto de vista financiero (Yoon et al., 1993).

Por otra parte, el impacto de la reputación en las empresas, visto desde la perspectiva del efecto producido en los propios analistas, nos da una idea del poder de esta variable en la evolución del negocio de las organizaciones, en línea con las teorías de Caves y Porter (1977), Fombrun y Zajac (1987), Freeman (1984), Fombrun y Shanley (1990), Wartick (1992), Rindova y Fombrun (1999) y la reputación entendida como un factor de protección de mercado, generadora de barreras de entrada, ventajas competitivas y protección frente a competidores.

La interpretación *multistakeholder* que los analistas hacen en sus procesos de integración reputacional es otra de las conclusiones destacables en la interpretación de los datos. Una idea que se observa en respuestas por parte de los participantes en el estudio al indicar, por ejemplo, que “Si la empresa tiene buena reputación, le será más fácil atraer clientes, inversores y empleados; si, por el contrario, la empresa pierde reputación, le costará más.” Afirmaciones como esta son coincidentes con las aportaciones de Fombrun y Van Riel (1997), Saxton (1998), Deephouse (2000), Dowling (2001), Whetten y Mackey (2002), Villafañe (2004), Rindova et al. (2005), Carter (2006), Barnett et al. (2006), Smaiziene y Jucevicius (2009), Ruiz et al. (2012) y Alloza et al. (2013) en relación a la existencia de una intrincación de la reputación corporativa entre las compañías y sus grupos de interés.

Del análisis de las respuestas se concluye, por lo tanto, que los analistas integran la reputación en sus procesos de análisis fundamental, origen de sus posteriores recomendaciones pero, ¿cuentan con una metodología común para ello? y, ¿tienen las herramientas de análisis adecuadas a su disposición?

En cuanto al uso de metodologías en los procesos de valoración y tal y como se adelantaba anteriormente, el análisis de las respuestas indica que, si bien hay cierta homogeneidad en los procesos (tendencia a aplicar el efecto de la reputación en la tasa de descuento o la WACC), la sistemática seguida es heterogénea y sigue parámetros subjetivos para cada uno de los analistas encuestados. Así, los analistas que aplican el factor reputacional a la tasa de descuento, la “g” o el coste ponderado del capital (WACC), lo hacen de forma intuitiva, siguiendo la idea de que un mejor “escenario reputacional” deberá suponer una tasa de descuento menor y que, en los escenarios de elasticidad planteados en el proceso de análisis, se incrementará la exigencia del factor de descuento a la hora de actualizar los valores en función de cómo pudiera empeorar o mejorar la variable reputacional, resultando en una merma en la valoración final obtenida. Es decir, los analistas aplican a una variable concreta (el factor de descuento) la influencia directa de otra variable (la reputación) con criterios puramente subjetivos. Subjetividad que podría justificarse (o tener su origen) en la falta de consenso mencionado al inicio tanto en lo

relativo al reporting reputacional por parte de las compañías como en los sistemas de medición reputacional existentes.

En relación a las herramientas de análisis es posible concluir que los analistas no cuentan con las adecuadas para hacer un análisis de forma correcta. Esto es, con datos fiables, contrastables, sólidos y recurrentes. Así lo afirma el 64,3% de los analistas cuando indican que las compañías cotizadas no reportan adecuadamente sobre el factor reputacional (con un 19,6% que contesta NS/NC, sólo el 16,1% piensa que sí existe un reporte reputacional adecuado). Una situación que debería revertirse, tal y como señalan más del 70% de analistas que desearían que las compañías reportaran de una forma más completa acerca de su reputación corporativa.

¿Cómo hacerlo? Los analistas aportan algunas alternativas tal y como queda reflejado en la Tabla 2.

**TABLA 2. VÍAS DE REPORTING DE LA VARIABLE REPUTACIONAL**

Vías de reporting de la variable reputacional					
De forma estandarizada	A través de los informes anuales, trimestrales o de otro tipo	Índices, <i>Rankings</i> , <i>Ratings</i> externos	KPIs concretos de reputación relacionados con <i>stakeholders</i>	Dentro de ESG	Otros
27%	30%	6%	18%	6%	12%

Fuente: Elaboración propia.

Finalmente, los resultados de la investigación permiten definir, en línea con los objetivos marcados al inicio, un perfil tipo de analista que integra el factor reputacional en sus modelos de análisis y valoración. Para ello, en la Tabla 3 se seleccionan de entre las respuestas del grupo de analistas que afirman integrar el factor reputacional (58,9% de los encuestados), aquellas con más apoyos para cada una de las preguntas del cuestionario. Las principales características de dicho perfil serían las siguientes:

1. Se centra en el análisis de compañías grandes (large cap). Esto podría coincidir con que estas empresas suelen ofrecer una mayor cantidad de información a interpretar desde el punto de vista reputacional.
2. Se informa a diario sobre las empresas que analiza.
3. Su método de valoración predilecto es el Descuento de Flujos de Caja, donde los factores de performance de negocio, financiero y de gestión son considerados como los más importantes.
4. Aplica su interpretación del estado reputacional de una compañía a la tasa de descuento o la WACC, imprimiendo el efecto de esta variable en la valoración actualizada de la compañía.
5. No sólo cree que una crisis reputacional pueda afectar a la valoración o cotización de una compañía, sino que, además, afirma haberlo experimentado.
6. Apunta a una fórmula estandarizada y general como modelo ideal a la hora de establecer un protocolo de reporting reputacional para las compañías.

**TABLA 3. PERFIL DEL ANALISTA QUE INTEGRA EL FACTOR REPUTACIONAL**

Listado completo de preguntas contenidas en el cuestionario	Respuestas
¿Qué tipo de analista eres?	<i>Buy side</i>
¿Qué sector de compañías sueles analizar?	Generalista
¿Qué tamaño de compañías sueles analizar?	<i>Large Cap</i> , desde 2.500 millones de capitalización bursátil.
Al analizar una compañía, ¿qué información es la que buscas en primer lugar?	De dos tipos preferentemente: La documentación financiera publicada por la compañía en su web y la documentación estratégica a la que pueda haber tenido acceso: <i>equity story</i> , presentación corporativa...
¿Y qué información consideras más importante?	Las conversaciones con <i>management</i> / IR de la compañía y la documentación financiera publicada por la compañía en su web.
¿Con qué frecuencia te informas sobre las compañías que analizas?	A diario.
¿Cuáles son tus fuentes de información predilectas?	Bloomberg / Reuters / Factset / Nasdaq / Otra plataforma, la web de la compañía y la Información publicada en la CNMV / BME Growth
¿Con qué frecuencia publicas sobre las compañías que analizas?	Trimestralmente (tras resultados) y tras la publicación de información estratégica (plan estratégico, adquisiciones, acuerdos de relevancia...)
¿Qué método de valoración consideras más completo?	El Descuento de Flujos de Caja (DFC)
¿Y cuál es el que más usas?	Dos preferentemente: Descuento de flujos de caja y Múltiplos comparables.
¿Qué factores dirías que son más relevantes a la hora de abordar el análisis y valoración de una compañía?	Destacaría varios: el EBITDA, la Deuda / capacidad de generación de caja / liquidez..., la capacidad del <i>management</i> y el retorno sobre el capital empleado.
¿Crees que una mala imagen puede influir en los resultados de una compañía?	Sí.
¿Y que puede afectar a su cotización?	Sí.
¿Crees que los intangibles, como la reputación corporativa, por ejemplo, están bien integrados en la valoración de las compañías de forma general?	No.
¿Tú sueles integrarlos en tus análisis?	Sí.
¿Cómo haces esa integración?	Aplicándolo sobre la tasa de descuento o la WACC
¿Qué fuentes de información sueles manejar a la hora de hacer esa integración reputacional?	No sabría contestar (NS/NC). El <i>Net Promoter Score</i> (NPS) es la variable más reconocida para esta cuestión.
¿Sueles incluir comentarios sobre temas de reputación en los análisis que publicas de las compañías que analizas?	Sí.
¿Qué factor de riesgo dirías que puede llegar a tener más impacto en una compañía en el corto-medio plazo?	Riesgo financiero (de crédito, de tipo de interés, liquidez, tipo de cambio...), seguido del riesgo regulatorio.

(Continúa)



**TABLA 3. PERFIL DEL ANALISTA QUE INTEGRA EL FACTOR REPUTACIONAL** (*continuación*)

¿Y a largo plazo?	El mismo, riesgo financiero (de crédito, de tipo de interés, liquidez, tipo de cambio...), seguido del riesgo reputacional.
¿Qué <i>stakeholder</i> dirías que tiene más peso a la hora de analizar una compañía?	Destacaría 3: Inversores, Accionistas y Analistas.
¿Y qué opinión tiene más influencia en la cotización de una compañía?	Analistas, Agencias de <i>ratings</i> de deuda, "Influencers" de negocios (Larry Fink, Warren Buffet, Elon Musk...), Inversores y Accionistas.
¿Sueles conectarte a los <i>webcast</i> de resultados de las compañías que sigues?	Sí.
Durante el desarrollo de esas presentaciones de resultados, ¿sueles hacer preguntas al <i>management</i> ?	A veces.
¿Sigues o has seguido en alguna ocasión a alguna compañía que haya tenido una crisis reputacional?	Sí.
¿Seguías la evolución del asunto de mano de la compañía, preguntándole al IR o al <i>management</i> sobre este tema?	Sí.
¿Afectó esa crisis reputacional en algún sentido a tu valoración sobre la compañía?	Sí, cambié la valoración y la recomendación.
¿Crees que las compañías reportan bien acerca de la variable reputacional, tal y como hacen con otras variables como las financieras?	No.
¿Te gustaría que dieran más información?	Sí.
¿Cómo crees que deberían darla?	De forma estandarizada, integrada en el <i>reporting</i> trimestral o anual oficial de la compañía, y vía KPIs concretos de reputación en relación con sus <i>stakeholders</i> .

Fuente: Elaboración propia.

Las conclusiones principales de esta investigación son las siguientes:

- 1. La reputación corporativa es un factor clave en los procesos de valoración de empresas:** los resultados de esta investigación contribuyen a consolidar la idea de que la reputación es un factor clave y con impacto directo en los procesos de valoración de empresas, al menos para el colectivo formado por los analistas de bolsa. Tal y como ha quedado demostrado, los analistas consideran a la reputación como un elemento de peso en el desarrollo de negocio de las organizaciones y entienden que, sobre todo en el caso de los eventos negativos, tiene un impacto directo en las compañías, por lo que debería ser adecuadamente integrada en los procesos de valoración.
- 2. No existe una metodología clara de integración del intangible “reputación” en los procesos de valoración:** a pesar de existir cierta homogeneidad, no se identifica un patrón claro que permita afirmar que la integración se realiza de forma correcta.

El patrón de comportamiento actual por parte de los analistas es completamente subjetivo.

- 3. Existe la necesidad de mejorar los procesos de gestión de reporting reputacional por parte de las empresas:** el análisis de las respuestas facilitadas por los analistas participantes en el estudio permite afirmar que existen carencias significativas y evidentes tanto en la calidad como en la información proporcionada por las empresas acerca de la variable reputacional. Esto tiene un impacto negativo directo en los dos puntos anteriormente señalados.

Las implicaciones derivadas de esta investigación son varias. En primer lugar, la demostración de que los procesos de valoración de empresas hoy en día son incompletos o imperfectos dado que no incluyen de forma completa o correcta la integración de un factor considerado como clave (la reputación) pondría en riesgo la idea de la supuesta eficiencia de los mercados (Fama, 1970), lo que supondría que los inversores no toman sus decisiones basándose o “descontando” toda la información clave relativa a los mercados y las compañías que lo componen. Del mismo modo, estaríamos ante una indefensión clara de los accionistas de las compañías cotizadas, especialmente de los de perfil particular (o “minoritarios”) en tanto su acceso a información sobre las compañías participadas estaría limitado o sesgado, dificultando de nuevo la correcta toma de decisiones (sobre si seguir invertidos o no, por ejemplo).

En segundo lugar, y derivado de las conclusiones anteriores, se evidencia la necesidad de incrementar de forma significativa los niveles de transparencia de las compañías en relación a su *performance* reputacional. Del mismo modo que sería conveniente encontrar un consenso acerca de los modelos de integración del factor reputacional en la valoración de empresas, lo sería para encontrar un consenso también en lo relativo a la manera de informar sobre la variable reputacional por parte de las compañías. En este sentido, el apoyo por parte de instituciones como la CNMV en España y la actualización de su Código de Buen Gobierno de las Compañías Cotizadas en el que se incorporara como recomendación clave el adecuado reporting reputacional; o el de instituciones de carácter internacional como la International Valuation Standards Council (IVSC), responsable de promover las Normas Internacionales de Valoración (IVS) y la profesión de valoración a nivel mundial, sería de gran ayuda en el objetivo de fomentar las buenas prácticas en este campo.

De cara a posibles líneas de investigación que pudieran dar continuidad a lo expuesto en este análisis, aquellas relacionadas con ampliar el rango de investigación a otros *stakeholders* clave como inversores o profesionales de banca de inversión y su integración del factor reputacional en los procesos de valoración de empresas a la hora de, por ejemplo, invertir en nuevas compañías o participar en operaciones corporativas (M&A, OPAs...) serían interesantes y aportarían significativamente a profundizar en el conocimiento de este campo de estudio.

## FINANCIACIÓN

Esta investigación no ha recibido financiación externa.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Adam, A. (2020). *Sample Size Determination in Survey Research*. *Journal of Scientific Research and Reports*, 26, 90-97. <https://doi.org/10.9734/jsrr/2020/v26i530263>

- Agarwal, V. (2013). *Investigating the convergent validity of organizational trust*. Journal of Communication Management, 17(1), 24-39. <https://doi.org/10.1108/13632541311300133>
- Ali, R., Lynch, R., Melewar, T. C., & Jin, Z. (2015). The moderating influences on the relationship of corporate reputation with its antecedents and consequences: A meta-analytic review. *Journal of Business Research*, 68(5), 1105-1117. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.10.013>
- Alloza Losana, A. (2010). De Maquiavelo a la neurociencia: las marcas que queremos. En J. Villafañe (Ed.), *La comunicación empresarial y la gestión de los intangibles en España y Latinoamérica* (pp. 131-172). Prentice Hall.
- Alloza, A., Carreras E., & Carreras, A. J. (2013). *Reputación corporativa*. LID Editorial.
- Alloza, A., & Martínez, L. C. (2007). La medición y el fortalecimiento de la reputación corporativa. En M. A. Hernández Robledo, A. Losada Vázquez, & A. Macías Castillo (Coords.), *Estrategia y conducta social de la organización* (pp.113-128). Universidad Pontificia de Salamanca.
- Aznar Bellver, J., Cervelló Royo, R., & García, F. (2020). *Una alternativa multicriterio a la valoración de empresas: aplicación a las Cajas de Ahorro*. <https://doi.org/10.25115/EEA.V29I1.3947>
- Bălan, D. A. (2015). Bridging the Gap in Defining Corporate Reputation: An Extensive Literature Review. *Revista de Stiinte Politice*, 46, 73-83.
- Balmer, J. M. T. (1996). *The nature of corporate identity: an explanatory study undertaken within BBC Scotland* [Doctoral dissertation]. University of Strathclyde.
- Barnett, M. L., Jermier, J. M., & Lafferty, B. A. (2006). Corporate reputation: The definitional landscape. *Corporate Reputation Review*, 9(1), 26-38. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1550012>
- Bloemer, J., de Ruyter, K., & Peeters, P. (1998). Investigating Drivers of Bank Loyalty: The Complex Relationship between Image, Service Quality and Satisfaction. *International Journal of Bank Marketing*, 16, 276-286. <https://doi.org/10.1108/02652329810245984>
- Bromley, D. B. (1993). *Reputation, Image and Impression Management*. Wiley.
- Cable, D. M., & Graham, M. E. (2000). The determinants of job seekers' reputation perceptions. *Journal of Organizational Behaviour*, 21(8), 929-947.
- Carter, S. M. (2006); The interaction of top management group, stakeholder, and situational factors on certain corporate reputation management activities. *Journal of Management Studies*, 42(5), 1145-1176. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2006.00632.x>
- Caruana, A. (1997). Corporate reputation: Concept and measurement. *Journal of Product & Brand Management*, 6(2), 109-118. <https://doi.org/10.1108/10610429710175646>
- Caruana, A., & Ewing, M. T. (2010). How corporate reputation, quality, and value influence online loyalty. *Journal of Business Research*, 63(9/10), 1103-1110. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2009.04.030>
- Caves, R. E., & Porter, M. E. (1977). From entry barriers to mobility barriers. *Quarterly Journal of Economics*, 91, 421-434. <https://doi.org/10.2307/1885416>
- Chajet, C. (1997). Corporate reputation and the bottom line. *Corporate Reputation Review*, 1, 19-23.

- Chun, R. (2005). Corporate Reputation: Meaning and Measurement. *International Journal of Management Reviews*, 7(2), 91-109. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2005.00109.x>
- Cochran, P. L., & Wood, R. A. (2014). Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *Academy of Management Journal*, 27(1), 42-56.
- Colmenero Arenado, I. (2023) *El factor reputacional en las empresas cotizadas: Análisis del reporting de la variable reputacional en las compañías cotizadas españolas y su integración por parte de los analistas de valores* [Tesis de doctorado no publicada]. Universidad Complutense de Madrid.
- Cornelissen, J. P. (2004). *Corporate Communications: Theory and Practice*. Sage Publications.
- Cornell, B., & Shapiro, A. C. (1987). Corporate stakeholders and corporate finance. *Financial Management*, 16, 5-14. <https://doi.org/10.2307/3665543>
- Cravens, K., Goad Oliver, E., & Ramamoorti, S. (2003). The Reputation Index: Measuring and Managing Corporate Reputation. *European Management Journal*, 21(2), 281-302. [https://doi.org/10.1016/S0263-2373\(03\)00015-X](https://doi.org/10.1016/S0263-2373(03)00015-X)
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19(3), 269-290. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199803](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199803)
- Das, T. K., & Teng, B. S. (1998). Between trust and control: Developing confidence in partner cooperation in alliances. *Academy of Management Review*, 23(3), 491-512. <https://doi.org/10.5465/AMR.1998.926623>
- Davies, G., Chun, R., Da Silva, R. V., & Roper, S. (2004). A Corporate Character Scale to Assess Employee and Customer Views of Organization Reputation. *Corporate Reputation Review*, 7(2), 125-146. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540216>
- Daza-Izquierdo, J. (2015). Análisis de la relación circular entre reputación corporativa y creación de valor económico patrimonial. *Perspectiva Empresarial*, 2(1), 85-95. <https://doi.org/10.16967%2Frpe.v2n1a6>
- Deephouse, D. L. (2000). Media reputation as a strategic resource: an integration of mass communication and resource-based theories. *Journal of Management*, 26(6), 1091-1112. <https://doi.org/10.1177/014920630002600602>
- Dillman, D. A., Smyth, J. D., & Christian, L. M. (2014). *Internet, phone, mail, and mixed-mode surveys: the tailored design method*.
- Domínguez, J. A. (2002). *Tecnología de encuestas en internet*. Universidad de Antioquia.
- Dowling, G. (2001). *Creating Corporate Reputation*. Oxford University Press.
- Dowling, G. (2016). Defining and measuring corporate social reputations. *Annals in Social Responsibility*, 2(1), 18-28. <https://doi.org/10.1108/ASR-08-2016-0008>.
- Eberl, M., & Schwaiger, M. (2005). Corporate reputation: Disentangling the effects on financial performance. *European Journal of Marketing*, 39(7-8), 838-854. <https://doi.org/10.1108/03090560510601798>
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>

- Fernández, J. S. (2002). *Formación de entrevistados, investigadores y de los ordenadores*. Universidad de Antioquia.
- Fernández, P. (2016). Valoración de empresas por descuento de flujos: 10 métodos y 7 teorías. *European Finance*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1266623>
- Fernández, P., & Carabias, J. M. (2013). Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiplos. *Corporate Finance: Capital Structure & Payout Policies*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.918469>
- Fombrun, C. J. (1996). *Reputation: Realizing Value from the Corporate Image*. Harvard Business School Press.
- Fombrun, C. J., & Rindova, V. (1996). *Who's Tops and Who Decides? The Social Construction of Corporate Reputations*. New York University.
- Fombrun, C. J., & Shanley, M. (1990). What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal*, 33(2), 233-258. <https://doi.org/10.2307/256324>
- Fombrun, C. J., & Van Riel, C. B. M. (1997). The reputational landscape. *Corporate Reputation Review*, 1(1/2), 5-13. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540024>
- Fombrun, C. J., & Zajac, E. J. (1987). Structural and Perceptual Influences on Intraindustry Stratification. *The Academy of Management Journal*, 30(1), 33-50. <https://doi.org/10.2307/255894>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- Ganesan, S. (1994). Determinants of Long-Term Orientation in Buyer-Seller Relationships. *Journal of Marketing*, 58(2), 1-19. <https://doi.org/10.1177/002224299405800201>
- Gatzert, N. (2015). The impact of corporate reputation and reputation damaging events on financial performance: Empirical evidence from the literature. *European Management Journal*, 33(6), 485-499. <http://dx.doi.org/10.1016/j.emj.2015.10.001>
- Gotsi, M., & Wilson, A. M. (2001). Corporate reputation: seeking a definition. *Corporate Communications: An International Journal*, 6(1), 24-30. <https://doi.org/10.1108/13563280110381189>
- Greenwood, M., & Van Buren III, H. J. (2010). Trust and Stakeholder Theory: Trustworthiness in the Organisation-Stakeholder Relationship. *Journal of Business Ethics*, 95(3), 425-438. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0414-4>
- Gregory, J. R. (1998). Does corporate reputation provide a cushion to companies facing market volatility? Some supportive evidence. *Corporate Reputation Review*, 1, 288-290. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540050>
- Helm, S. (2005). Designing a Formative Measure for Corporate Reputation. *Corporate Reputation Review*, 8, 95-109. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540242>
- Helm, S. (2007). The role of corporate reputation in determining investor satisfaction and loyalty. *Corporate Reputation Review*, 10, 22-37. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1550036>
- Hunt, P. (1952). A program for stockholder relations. *Harvard Business Review*, 30, 99-110.



- Huselid, M. A. (1995). The Impact of Human Resource Management Practices On Turnover, Productivity, And Corporate Financial Performance. *Academy of Management Journal*, 38(3), 635-672. <https://doi.org/10.5465/256741>
- Keh, H. T., & Xie, Y. (2009). Corporate reputation and customer behavioral intentions: The roles of trust, identification and commitment. *Industrial Marketing Management*, 38(7), 732-742. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2008.02.005>
- Kerlinger, F. N., & Lee, H. B. (2002). Foundations of behavioral research.
- Khodyakov, D. (2016). Trust as a Process: A Three-Dimensional Approach. *Sociology*, 41(1), 115-132.
- Klein, B., & Leffler, K. B. (1981). The roles of market forces in assuring contractual performance. *Journal of Political Economy*, 89(4), 615-641. <https://doi.org/10.1086/260996>
- Krueger, T. M., & Wrolstad, M. A. (2016). Impact of the Reputation Quotient® on Investment Performance. *Corporate Reputation Review*, 19(2), 140-151. <https://doi.org/10.1057/crr.2016.5>
- Krueger, T. M., Wrolstad, M. A., & Van Dalsem, S. (2010). Contemporaneous relationship between corporate reputation and return. *Managerial Finance*, 36(6), 482-490. <https://doi.org/10.1108/03074351011042964>
- MacGregor, D. G., Slovic, P., Dreman, D., & Berry, M. (2000). Imagery, affect, and financial judgment. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 1, 104-110. [https://doi.org/10.1207/S15327760JPFM0301\\_03](https://doi.org/10.1207/S15327760JPFM0301_03)
- Majd, E., & Balakrishnan, V. (2016). A reputation-oriented trust model for multi-agent environments. *Industrial Management and Data Systems*, 116(7), 1380-1396. <https://doi.org/10.1108/IMDS-06-2015-0256>
- Markham, J. W. (1972). International News Notes. *Journalism Quarterly*, 49(1), 115-115. <https://doi.org/10.1177/107769907204900115>
- Markwick, N., & Fill, C. (1997). Towards a framework for managing corporate identity. *European Journal of Marketing*, 31(5/6), 396-409. <https://doi.org/10.1108/eb060639>
- Mayer, R. C., Davis, J. H., & Schoorman, F. D. (1995). An Integrative Model of Organizational Trust. *Academy of Management Review*, 20(3), 709-734. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9508080335>
- McGuire, J. B., Schneeweis, T., & Branch, B. (1990). Perceptions of firm quality: A cause or result of firm performance. *Journal of Management*, 16(1), 167-180. <https://doi.org/10.1177/014920639001600112>
- Morgan, R. M., & Hunt, S. D. (1994). The Commitment-Trust Theory of Relationship Marketing. *Journal of Marketing*, 58, 20-38.
- Mouzas, S., Henneberg, S., & Naudé, P. (2007). Trust and reliance in business relationships. *European Journal of Marketing*, 41(9-10), 1016-1032. <https://doi.org/10.1108/03090560710773327>
- Mui, L., Mohtashemi, M., & Halberstadt, A. (2002). A computational model of trust and reputation. The Computer Society. Proceedings of the 35th Annual Hawaii International Conference on System Sciences, IEEE. <https://doi.org/10.1109/HICSS.2002.994181>

- Orlitzky, M., Schmidt, Fank, L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta Analysis. *Organization Studies*, 24(4), 403-441. <https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>
- Preston, L. E., & O'Bannon, D. P. (1997). The Corporate Social-Financial Performance Relationship: A Typology and Analysis. *Business and Society*, 36, 419-429. <https://doi.org/10.1177/000765039703600406>
- Raithel, S., & Schwaiger, M. (2015). The effects of corporate reputation perceptions of the general public on shareholder value. *Strategic Management Journal*, 36(6), 945-956. <https://doi.org/10.1002/smj.2248>
- Rindova, V. P., & Fombrun, C. J. (1999). Constructing Competitive Advantage: The Role of Firm-Constituent Interactions. *Strategic Management Journal*, 20(8), 691-710. <https://www.jstor.org/stable/3094244>
- Rindova, V., Williamson, I., Petkova, A., & Sever, J. (2005). Being good or being known: an empirical examination of the dimensions, antecedents, and consequences of organizational reputation. *Academy of Management Journal*, 48(6), 1033-1049. <https://doi.org/10.5465/AMJ.2005.19573108>
- Roberts, P., & Dowling, G. (1997). Part IV: How Do Reputations Affect Corporate Performance?: The Value of a Firm's Corporate Reputation: How Reputation Helps Attain and Sustain Superior Profitability. *Corporate Reputation Review*, 1, 72-76. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540020>
- Roberts, P., & Dowling, G. R. (2002). Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal*, 23(12), 1077-1093. <https://doi.org/10.1002/smj.274>
- Rose, C., & Thomsen, S. (2004). The impact of corporate reputation on performance: some Danish evidence. *European Management Journal*, 22(2), 201-210. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2004.01.012>
- Ruiz, B., Gutiérrez, S., & Esteban, A. (2012). Desarrollo de un concepto de reputación corporativa adaptado a las necesidades de la gestión empresarial. *Strategy & Management Business Review*, 3(1), 9-31. <https://n9.cl/eyk622>
- Sabate, J. M. de la F., & Puente, E. de Q. (2003). Empirical Analysis of the Relationship Between Corporat Reputation and Financial Performance: A Survey of the Literature. *Corporate Reputation Review*, 6(2), 161-177.
- Santibáñez, J., Pascual, F., & Goicoechea Zulaica, E. (2016). *Valoración de empresas con la técnica de descuento de flujos de caja: un caso práctico*.
- Saxton, K. (1998). Where do reputations come from? *Corporate Reputation Review*, 1(4), 393-399. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540060>
- Shapiro, C. (1983). Premiums for high quality products as returns to reputations. *Quarterly Journal of Economics*, 98(4), 659-679. <https://doi.org/10.2307/1881782>
- Shefrin, H. (2001). Do investors expect higher returns from safer stocks than from riskier stocks? *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 2(4), 176-181. [https://doi.org/10.1207/S15327760JPFM0204\\_1](https://doi.org/10.1207/S15327760JPFM0204_1)
- Shefrin, H., & Statman, M. (1995). Making sense of beta, size, and book-to-market. *The Journal of Port-folio Management*, 21(2), 26-34. <https://doi.org/10.3905/jpm.1995.409506>

- Smaiziene, I., & Jucevicius, R. (2009). Corporate reputation: Multidisciplinary Richness and Search for relevant Definition. *Inzinerine Ekonomika-Engineering Economic*, 2, 91-100. <https://doi.org/10.5755/J01.EE.62.2.11631>
- Srivastava, R. K., McInish, T. H., Wood, R. A., & Capraro, A. J. (1997). Part IV: How Do Reputations Affect Corporate Performance?: The Value of Corporate Reputation: Evidence from the Equity Markets. *Corporate Reputation Review*, 1, 61-68. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540018>
- Statman, M. (1995). Behavioral Finance Versus Standard Finance. *Financial Analysts Journal*. <https://doi.org/10.2469/cp.v1995.n7.4>
- Turban, D. B., & Cable, D. M. (2003). Firm reputation and applicant pool characteristics. *Journal of Organizational Behavior*, 24(6), 733-751. <https://doi.org/10.1002/job.215>
- Tzafrir, S. S., & Dolan, S. L. (2004). *Trust Me: A Scale for Measuring Manager-Employee Trust*. *Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management*, 2(2). <https://doi.org/10.1108/15365430480000505>
- Uhl, K. P. (1962). Shareowner brand preferences. *Journal of Business*, 35(1), 57-69. <https://www.jstor.org/stable/2351081>
- Van den Bogaerd, M., & Aerts, W. (2015). Does media reputation affect properties of accounts payable? *European Management Journal*, 33(1), 19-29. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2014.05.002>
- Verčič, A. T., Verčič, D., & Žnidar, K. (2016). Exploring academic reputation-is it a multidimensional construct? *Corporate Communications: An International Journal*, 21(2), 195-212. <https://doi.org/10.1108/CCIJ-01-2015-0003>
- Vergin, R. C., & Qoronfleh, M. W. (1998). Corporate reputation and the stock market. *Business Horizons*, 41(1), 19-26. [https://doi.org/10.1016/S0007-6813\(98\)90060-X](https://doi.org/10.1016/S0007-6813(98)90060-X)
- Villafañe, J. (2004). *La buena reputación. Claves del valor intangible de las empresas*. Ediciones Pirámide.
- Villafañe, J. (2013). *La buena empresa. Propuesta para una teoría de la reputación corporativa*. Pearson Educación.
- Walker, D. (2010). A Systematic review of the Corporate Reputation Literature: Definition, Measurement, and Theory. *Corporate Reputation Review*, 12(4), 357-387. <https://doi.org/10.1057/crr.2009.26>
- Walsh, G., Mitchell, V. W., Jackson, P. R., & Beatty, S. E. (2009). Examining the antecedents and consequences of corporate reputation: a customer perspective. *British Journal of Management*, 20(2), 187-203. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2007.00557.x>
- Wartick, S. L. (1992). The Relationship between Intense Media Exposure and Change in Corporate Reputation. *Business & Society*, 31(1), 33-49. <https://doi.org/10.1177/000765039203100104>
- Wartick, S. L. (2002). Measuring Corporate Reputation. *Business and Society*, 41(4), 371-392. <https://doi.org/10.1177/0007650302238774>
- Whetten, D. A., & Mackey, A. (2002). A social actor conception of organizational identity and its implications for the study of organizational reputation. *Business and Society*, 41(4), 393-414. <https://doi.org/10.1177/0007650302238775>

- Whysall, P. (2000). Addressing Ethical Issues in Retailing: a Stakeholders Perspective. *The International Review of Retail, Distribution and Consumer Research*, 10(3), 305-318. <https://doi.org/10.1080/095939600405992>
- Williams, R. J., & Barrett, J. D. (2000). Corporate philanthropy, criminal activity, and firm reputation: is there a link? *Journal of Business Ethics*, 26, 341-350. <https://doi.org/10.1023/A:1006282312238>
- Yoon, E., Guffey, H. J., & Kijewski, V. (1993). The effects of information and company reputation on intentions to buy a business service. *Journal of Business Research*, 27(3), 215-228. [https://doi.org/10.1016/0148-2963\(93\)90027-M](https://doi.org/10.1016/0148-2963(93)90027-M)

## ANEXO

A continuación, se detallan todas las preguntas del cuestionario y sus posibles respuestas. Para aquellas en las que la respuesta era abierta, sólo se reflejará la pregunta.

### El factor reputacional en el análisis de valores

El objetivo de este cuestionario es conocer la opinión de los profesionales expertos en análisis de valores bursátiles acerca del peso de la variable reputacional en el desarrollo de sus valoraciones.

El tiempo aproximado para la realización de este cuestionario es de 7 minutos.

El tratamiento de las respuestas es CONFIDENCIAL. Las preguntas relativas a datos profesionales concretos de los participantes serán utilizadas para la gestión global de los datos y la categorización de las respuestas, así como para poder contactar para ampliar información si fuera necesario. NUNCA se publicarán datos nominales de los participantes.

1. Casa de análisis en la que trabajas (recuerda que el tratamiento de las respuestas será confidencial. En cualquier caso existe la posibilidad de contestar con "Otras")

- |                    |                    |                      |
|--------------------|--------------------|----------------------|
| a. A&G             | t. DPM             | mm. Morningstar      |
| b. Abante          | u. Fonditel        | nn. Nao AM           |
| c. AFI             | v. Goldman Sachs   | oo. Norbolsa         |
| d. Alantra         | w. GVC Gaesco      | pp. Oddo BHF         |
| e. Amundi          | x. Horos           | qq. Renta 4          |
| f. Arcano          | y. HSBC            | rr. Sabadell         |
| g. Azagala         | z. Intermoney      | ss. Santa Lucia      |
| h. Az Valor        | aa. JB Capital     | tt. Santander        |
| i. Bankinter       | bb. Jefferies      | uu. Société Generale |
| j. Barclays        | cc. JP Morgan      | vv. Trea AM          |
| k. Berneberg       | dd. Keppler        | ww. Tressis          |
| l. Bernstein       | ee. La Muza        | xx. True Value       |
| m. Bestinver       | ff. LightHouse     | yy. UBS              |
| n. BNP             | gg. Magallanes     | zz. Udekta Capital   |
| o. Bank of America | hh. M&G            | aaa. Vadevalor       |
| p. Caixabank       | ii. Mediobanca     | bbb. Valantum        |
| q. Citi            | jj. Metagestion    | ccc. Otra            |
| r. Cobas           | kk. Mirabaud       |                      |
| s. Deutsche Bank   | ll. Morgan Stanley |                      |

2. Visión de analista

- |              |             |         |
|--------------|-------------|---------|
| a. Sell side | b. Buy side | c. Otra |
|--------------|-------------|---------|

3. Sector de las compañías que analizas:

- |  |                           |                 |
|--|---------------------------|-----------------|
| a. Telecomunicaciones  | e. Gran consumo           | j. Construcción |
| b. Energía   | f. Distribución           | k. Farma        |
| c. Real Estate (logística, retail, oficinas, residencial...) | g. Alimentación y bebidas | l. Generalista  |
| d. Automoción  | h. Medios de comunicación | m. Otros        |
|  | i. Servicios financieros  |                 |



4. Tamaño más habitual de empresas analizadas

- a. Large Cap (+ de 2.500 millones de euros)
- b. Mid Cap (entre 500 y 2.500 millones de euros)
- c. Small Cap (menos de 500 millones de euros)
- d. Otra

5. Al empezar el análisis sobre una compañía, ¿Qué información es la que buscas en primer lugar? (seleccionar hasta 2)

- a. Información en los medios de comunicación sobre la compañía y su contexto
- b. Conversaciones con management / IR de la compañía
- c. Documentación financiera publicada por la compañía en su web
- d. Documentación estratégica de la compañía a la que pueda haber tenido acceso: equity story, presentación corporativa...
- e. Información sobre ratings: de deuda, ESG...
- f. Otra

6. A la hora de analizar una compañía, ¿Qué información consideras más importante? (seleccionar hasta 2)

- a. Información en los medios de comunicación sobre la compañía y su contexto
- b. Conversaciones con management / IR de la compañía
- c. Documentación financiera publicada por la compañía en su web
- d. Documentación estratégica de la compañía a la que pueda haber tenido acceso: equity story, presentación corporativa...
- e. Información sobre ratings: de deuda, ESG...
- f. Otra

7. ¿Con qué frecuencia te informas acerca de las compañías que analizas?

- a. A diario
- b. Semanalmente
- c. Mensualmente
- d. Solo busco información cuando se publica algún hecho de relevancia para la compañía
- e. Otra

8. ¿Cuáles son tus fuentes de información más habituales? (seleccionar hasta 3)

- a. Bloomberg / Reuters / Factset / Nasdaq / Otra plataforma
- b. Web de la compañía
- c. Noticias / artículos en medios de comunicación
- d. Canales de comunicación directa con la compañía
- e. Información publicada en la CNMV / BME Growth
- f. Otra

9. ¿Con qué frecuencia publicas/actualizas la información relativa a la compañía? (seleccionar hasta 2)

- a. Mensualmente
- b. Trimestralmente (tras resultados)
- c. Semestralmente
- d. Anualmente
- e. Tras publicación de información estratégica (plan estratégico, adquisiciones, acuerdos de relevancia...)
- f. Otra

10. Método de valoración que consideras más completo / objetivo:
- |                                |                          |
|--------------------------------|--------------------------|
| a. Descuento de flujos de caja | c. Múltiplos comparables |
| b. Suma de partes              | d. Otro                  |
11. Método de valoración que utilizas con más frecuencia (máximo 2):
- |                                |                         |
|--------------------------------|-------------------------|
| a. Descuento de flujos de caja | d. Aplico siempre los 3 |
| b. Suma de partes              | e. Otro                 |
| c. Múltiplos comparables       |                         |
12. Factores con más relevancia en el análisis, la valoración, las proyecciones de la compañía y la recomendación. (seleccionar hasta 3)
- |  |                                       |
|--|---------------------------------------|
| a. Ventas  | g. Imagen de la compañía (reputación) |
| b. EBITDA  | h. Estrategia ESG                     |
| c. Beneficio neto  | i. Contexto macroeconómico            |
| d. Deuda / capacidad de generación de caja / liquidez... | j. Retorno sobre el capital empleado  |
| e. Capacidad del management                              | k. Capacidad de crecimiento           |
| f. Estrategia de la compañía                             | l. Otro                               |
13. ¿Crees que una mala imagen o una crisis reputacional pueden influir en los resultados de una compañía?
- |       |       |            |         |
|-------|-------|------------|---------|
| a. Si | b. No | c. NS / NC | d. Otro |
|-------|-------|------------|---------|
14. ¿Crees que una mala imagen o una crisis reputacional pueden influir en la cotización de una compañía?
- |       |       |            |         |
|-------|-------|------------|---------|
| a. Si | b. No | c. NS / NC | d. Otro |
|-------|-------|------------|---------|
15. ¿Crees que los intangibles, como la reputación corporativa, están bien integrados en la valoración de las compañías?
- |       |       |
|-------|-------|
| a. Si | b. No |
|-------|-------|
16. ¿Sueles integrar el factor reputacional (si una compañía goza de buena o mala reputación) en tus proyecciones y valoraciones?
- |       |       |            |         |
|-------|-------|------------|---------|
| a. Si | b. No | c. NS / NC | d. Otro |
|-------|-------|------------|---------|
17. ¿Podrías explicar brevemente cómo realizas esa integración? ¿Podrías explicar brevemente cómo realizas esa integración? (pregunta abierta)
18. ¿Qué fuentes cuantitativas o cualitativas utilizas a la hora de aplicar el factor reputacional a tus valoraciones y proyecciones?
- |                |                             |         |
|----------------|-----------------------------|---------|
| a. MERCO       | d. NPS (Net Promoter Score) | g. Otra |
| b. REPTRACK    | e. Ranking Interbrand       |         |
| c. Fortune 500 | f. NS / NC                  |         |

19. ¿Sueles incluir comentarios sobre la reputación corporativa de la compañía en los informes de valoración que publicas sobre ellas?
- a. Si                                      b. No                                      c. NS / NC                                      d. Otra
20. ¿Qué factor de riesgo consideras que puede tener un mayor impacto en el performance de una compañía a corto-medio plazo?
- a. Riesgo financiero (de crédito, de tipo de interés, liquidez, tipo de cambio...)                                      d. Riesgo legal  
b. Riesgo ambiental                                      e. Riesgo reputacional  
c. Riesgo político o regulatorio                                      f. Otro
21. ¿Qué factor de riesgo consideras que puede tener un mayor impacto en el performance de una compañía a largo plazo?
- a. Riesgo financiero (de crédito, de tipo de interés, liquidez, tipo de cambio...)                                      d. Riesgo legal  
b. Riesgo ambiental                                      e. Riesgo reputacional  
c. Riesgo político o regulatorio                                      f. Otro
22. ¿Qué stakeholder dirías que tiene más peso a la hora de hacer la valoración de una compañía? (máximo 3 respuestas) (Nota aclaratoria: El objetivo de esta pregunta es averiguar qué peso o influencia crees que tiene los diferentes stakeholders en la evolución del negocio de la compañía presente y futuro.)
- a. Clientes                                      e. Regulador (desde CNMV a administraciones)  
b. Empleados                                      f. Inversores  
c. Proveedores                                      g. Accionistas  
d. Opinión pública (tratamiento en medios de comunicación)                                      h. Analistas  
i. Otro
23. ¿Qué opinión dirías que tiene más influencia en la cotización de una empresa? (seleccionar hasta 3)
- a. Analistas                                      g. Agencias de ratings de deuda  
b. Inversores                                      h. Medios de comunicación / líderes de opinión  
c. Inversor "activista"                                      i. "Influencers" de negocios (Larry Fink, Warren Buffet, Elon Musk...)  
d. Accionistas                                      j. Accionistas minoritarios (blogs, asociaciones...)  
e. Proxy advisors                                      k. Otro  
f. Agencias de rating ESG
24. ¿Sueles conectarte a los webcast de resultados de las compañías que sigues?
- a. Si                                      b. No                                      c. A veces                                      d. Otra
25. ¿Sueles hacer preguntas al management en los webcast de resultados?
- a. Si                                      b. No                                      c. A veces                                      d. Otra

26. ¿Sigues o has seguido a alguna empresa que haya tenido alguna crisis reputacional?  
a. Si                                  b. No
27. De ser así, ¿seguías la evolución del asunto de la mano de la compañía? ¿Preguntabas directamente al IR o al management sobre este tema?  
a. Si                                  b. No                                  c. Otra
28. ¿Afectó la crisis reputacional en algún sentido a tu análisis/valoración/recomendación?  
¿En qué sentido?  
a. No, en absoluto.  
b. No cambié mi valoración de forma inmediata, pero no descarto cambiarla si la situación no se resuelve.  
c. Si afectó, cambié la recomendación a la baja (buy, hold, sell)  
d. Sí afectó, cambié la valoración de la compañía (TP)  
e. Si, cambié la valoración y la recomendación  
f. Otra
29. ¿Crees que las compañías reportan correctamente acerca de su desempeño o cobertura reputacional tal y como hacen con las magnitudes financieras?  
a. Si                                  b. No                                  c. NS / NC                                  d. Otra
30. ¿Te gustaría que las compañías dieran más información sobre su reputación corporativa?  
a. Si                                  b. No                                  c. Otra
31. ¿Cómo crees que deberían darla? (pregunta abierta)
32. ¿Estarías dispuesto a participar en un focus group de investigación académica para desarrollar más este tema? Si la respuesta es sí, por favor contesta con tu dirección de correo electrónico. (pregunta abierta)
33. Gracias por participar. ¿Quieres dejar algún comentario? (pregunta abierta)