

SEPTIEMBRE
2017

EAE Business
School

GENERACIÓN DE VALOR TOTAL Y RENTABILIDAD EN LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS

Cristina Tomás • Oliva González

Asistentes de investigación: Cristina Aranda • Leonardo González • Miguel Ángel Santiago • Karen Tóvar • José Luis Cardó • Daniele Nicolaci • Manuel Pena

Ana García-Arranz, Ph.D. Directora Strategic Research Center. EAE Business School

E

CRISTINA TOMÁS

Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales, ha trabajado como consultora de pensiones, como actuario en entidades aseguradoras y perito judicial. Ha trabajado como docente para la Universitat de Barcelona y el Instituto de Estudios Tecnológicos de Monterrey, campus Guadalajara. Actualmente es Vicedecana Postgrados en EAE Business School Barcelona.

OLIVA GONZÁLEZ

Doctora Ingeniero de Caminos, Canales y Puertos. EXECUTIVE MBA IE Business School. Estudios de psicología y coaching. Más de 20 años de experiencia en la gestión de proyectos complejos y empresas. Mentora de emprendedores de base tecnológica en la fundación Madri+d. Profesora en la Universidad Europea y en la Universidad Politécnica. Su principal línea de investigación es la generación de valor en la economía a través de distintas perspectivas: ingeniería, financiación, planificación y gestión.

A

E

0

INTRODUCCIÓN 4

1

SITUACIÓN ACTUAL 6

2

**HIPÓTESIS Y
METODOLOGÍA 9**

3

**ANÁLISIS Y
RESULTADOS 15**

4

CONCLUSIONES 18

5

REFERENCIAS 20

INTRODUCCIÓN

LA GENERACIÓN DE VALOR POR PARTE DE LAS EMPRESAS ES UN TEMA QUE, EN LA ACTUALIDAD, SE ENCUENTRA EN EL CENTRO DE ANÁLISIS EXTENSOS QUE, DESDE DIVERSOS PUNTOS DE VISTA, TRATAN DE ENCONTRAR LA MEJOR MANERA DE CONSEGUIR SU CREACIÓN EN SU ESTRATEGIA CORPORATIVA.

Quizá el más extendido es el que se analiza la generación de valor para los accionistas (Friedman, 1962; Cuervo, 1991). Recientemente, sin embargo, cada vez se le da más fuerza y atención a la consideración de una empresa como un **agente que debe entregar a valor a todos y cada uno de sus stakeholders**, lo que implica no sólo la entrega de valor al accionista, sino a la sociedad civil, a la Administración Pública, a los empleados, a los proveedores y a sus financiadores, por nombrar algunos. En este punto, se pueden destacar los trabajos de (Argandoña, 2007).

Entre estos dos puntos de vista, existe otro intermedio relativo al **posicionamiento y trabajo en la Responsabilidad Social Empresarial** (de ahora en adelante, RSE) **y en las Inversiones Socialmente Responsables** (de ahora en adelante, ISR).

En lo referido al posicionamiento, han surgido en los últimos años diversos índices e informes que tratan de medir el aporte de cada empresa en términos de RSE y de cuantificar de alguna manera su impacto en algunos de los aspectos que se pueden englobar dentro de ese posicionamiento como son, entre otros, las emisiones de contaminantes o el consumo de electricidad.

Paralelamente al surgimiento de estos índices, distintos estudios han tratado de demostrar recientemente que una empresa socialmente responsable es más rentable, esto es, que genera más valor para sus accionistas que una empresa que no lo sea (Cebolla, Peana, & Yzaguirre, 2015).

Este informe trata, a partir de una breve revisión de los trabajos aquí mencionados, de centrarse en el estudio del punto de vista de la generación de valor para todos los stakeholders. Para ello, define primero en qué consiste esa generación de valor (de ahora en adelante, GVT), para después pasar a elaborar una hipótesis, en base a lo sustentado desde el punto de vista de la RSE, según la cual, una empresa será más rentable cuanto mayor GVT genere. Con este objetivo se ha elaborado una metodología diseñada *ad hoc* con el objetivo de probar la tesis, a partir de una base de datos construída con datos oficiales publicados de las empresas que constituyen el IBEX35.

01 SITUACIÓN ACTUAL

A día de hoy existe una tendencia muy extendida al posicionamiento de una empresa, sea cual sea su tamaño, como socialmente responsable.

Como instrumentos de ayuda a estos posicionamientos, han surgido diversos índices, métricas y metodologías de elaboración de informes sociales y medioambientales, entre los que pueden destacarse el **Pacto Mundial** y el **Global Reporting Initiative** (de ahora en adelante, GRI).

Una empresa que cumpla con los criterios, índices e informes marcados puede posicionarse como empresa socialmente responsable. En este sentido, si consultamos la página web española del Pacto Mundial en su apartado de Informes de Progreso, podemos acceder a 118 páginas de descarga de los mismos. Esto nos indica un interés importante de la empresa española por este tipo de posicionamiento.

Paralelamente, existe un crecimiento interés de la idea de que **una empresa socialmente responsable es una empresa más rentable**. Esta idea se puede leer recurrentemente en las noticias, en las páginas de economía y en las redes sociales. Como no puede ser de otra manera, también tiene su repercusión en el ámbito académico, en el que crece el número de

estudios dedicados a la comprobación o refutación de esa idea.

Si tuviéramos que indicar la base fundamental que hace que una empresa exista, seguramente la mayoría estará de acuerdo en que esa base es la generación de valor, **sustentado en una cobertura de las necesidades de los mercados y de las propias empresas, en un dar y recibir**.

Desde siempre, se han analizado las estrategias para maximizar ese intercambio, habiendo una línea muy clara de estudio en la identificación de aquellas cuestiones que maximizan lo recibido por la empresa, medido en términos de rentabilidad para el accionista.

En esta línea de trabajo se define entonces la generación de valor como la generación de rentabilidad para el accionista. Friedman, en el año 1962, definía claramente una única responsabilidad por parte de una empresa, la generación de rentabilidad para los accionistas: "hay una y sólo una responsabilidad de la empresa: usar sus recursos en actividades encaminadas a maximizar sus beneficios".

Esta visión es la que se ha mantenido a lo largo de generaciones como uno de los objetivos fundamen-



01 SITUACIÓN ACTUAL

tales de toda gestión. **Una mirada única hacia el accionista.** Es muy interesante en este sentido la reflexión filosófica que plantea Rand (1957) en su obra *"La rebelión de Atlas"*, donde se contraponen dos fuerzas fundamentales, **la rentabilidad del empresario obligada debido al riesgo que corre por realizar inversiones vs. un beneficio social también obligado para sostener económicamente a toda la colectividad.**

En la actualidad, al albor del posicionamiento socialmente responsable, esta definición no cambia. Únicamente se postula y se trata de demostrar que ese posicionamiento ayuda a la maximización de la generación de valor, siendo también habituales los estudios que tratan de demostrar que ser socialmente responsable y generar valor para el accionista no son objetivos contrapuestos.

También hay voces que señalan que la generación de valor por parte de una empresa no puede contemplarse tan solo desde el punto de vista del accionista, sino que puede desde otras perspectivas dispares.

Estos nuevos posicionamientos tratan de incluir y de tener en **consideración los condicionantes cada vez más severos** a los que las empresas se enfrentan: recursos naturales cada vez más restrin-

gidos, un entorno ambiental cada más contaminado y nocivo, una velocidad de intercambio cada vez mayor a mayor distancia geográfica, una competencia creciente (y cada vez más desconocida) y un mercado que piensa y pide lo que quiere y está sobreinformado.

Surgen entonces las metodologías que ayudan a la elaboración de una **triple cuenta de resultados (ambiental, económica y social)** y/o a la elaboración de cuadros de mando complejos en los que se tengan en cuenta indicadores que midan algunas de las perspectivas ambientales y geográficas.

Sin embargo, estas metodologías, siguen poniendo el foco en el accionista de una empresa, cuando ésta en realidad, no es más que un agente económico, social y ambiental que contribuye al entorno de manera global.

Esa contribución al entorno en el que desarrolla su actividad la realiza de muy diversas formas, comenzando por una generación de empleo y una retención y desarrollo en habilidades, competencias y formación de sus personas y terminando, por ejemplo, en una generación de empleo indirecta por contratación y pago adecuado de proveedores.

Sería necesario medir adecuadamente ese impacto, cambiando el foco, del accionista al entorno, y poniendo los dos focos en relación; es decir, es preciso medir la calidad de la interacción que sustenta la existencia empresarial, la calidad del dar y recibir que se produce en cada una. Si hiciéramos un símil con el mundo de la medicina, todos entendemos que nuestro corazón bombea sangre y esa sangre nutre los tejidos y los órganos y contribuye a que funcionen adecuadamente. Centrarse en medir la generación de valor de la manera tradicional sería como centrarse en medir el ritmo del corazón. Centrarse en medir la generación de valor desde la perspectiva propuesta significa centrarse en medir el estado generar de salud.

Nuestro mundo, nuestra realidad, son sistémicos. No podemos, a día de hoy, debido a las circunstancias ya mencionadas, seguir midiendo una parte pequeña de esa realidad y seguir utilizando metodologías que derivan de un mundo inmerso en la Revolución Industrial. El patrón de relaciones que conocíamos se ha desdibujado y cada vez cambia más rápidamente.

Estamos en un mundo globalizado, con cada vez más poder individual y en las puertas de una revolución tecnológica profunda, donde cada una de los individuos que lo conforman es un inversor y es

obligado a ir hacia definiciones y metodologías que sean capaces de medir la rentabilidad global, que contemple cada una de las inversiones realizadas y que, sobre todo, mida la calidad de la realidad que se genera, el estado de salud de la economía que generan cada una de las empresas y cada uno de los inversores.

Por esta razón, este informe realiza un análisis que permita ir a una definición más global de generación de valor tratando de identificar a tales efectos, las relaciones que permitan sostener la viabilidad de enfocar la gestión desde esa nueva concepción de generación de valor.



02 HIPÓTESIS Y METODOLOGÍA

A la luz del análisis de la situación actual, contemplamos la generación de valor por parte de una empresa de manera integral. Desde este punto de partida, la **Generación de Valor Total (GVT)** comprende las siguientes partes:

- **Generación de valor para el accionista (GA)**, medida en términos de rentabilidad del dividendo y/o del beneficio. También medible en términos de dividendos pagados y/o beneficios después de impuestos generados.
 - **Generación de valor para el empleado (GE)**, medida en términos de sueldos, salarios y formación.
 - **Generación de valor para los proveedores (GP)**, medida en términos de presupuestos contratados.
 - **Generación de valor para la sociedad en general (GS)**, medida en términos de impuestos de sociedades pagados.
 - **Generación de valor para el medio ambiente (GMA)**, medida en términos de consumo energético y emisiones de contaminantes.
- Teniendo en cuenta estas partes, la GVT sería el resultado de adicionar cada una de las mismas:

$$\text{GVT}=\text{GE}+\text{GP}+\text{GS}+\text{GMA}$$

Esta generación debe compararse con mediciones de la economía en la que se actúa, a la vez que es necesario también contrastarla con la generación de valor entendida de forma clásica, esto es, con la rentabilidad del accionista.

Para poder realizar estas comparaciones, se ha seguido la siguiente metodología:

- *Elección de una muestra representativa de empresas de relevancia significativa para la economía española.* Para ello, se revisaron todas las empresas a nivel mundial que han suscrito un compromiso con la metodología del Pacto Mundial, para centrarnos en las empresas españolas. Igualmente con el objeto de poder disponer los datos necesarios, se acordó finalmente trabajar con las empresas cotizadas que componen el índice IBEX35.



02 HIPÓTESIS Y METODOLOGÍA

- Revisión de los **informes de progreso** de cada una de estas empresas cotizadas, extrayendo todos sus compromisos de responsabilidad social a través de elaboración de índices cualitativos para cada uno de los criterios exigidos por el Pacto Mundial. Esto dio como resultados los siguientes índices: **estrategia, derechos humanos, empleo, medio ambiente, medidas anticorrupción, cumplimiento de objetivos de Naciones Unidas y Gobierno Corporativo**¹.



¹ Los últimos informes disponibles son los del año 2015, que son los utilizados para este análisis.

02 HIPÓTESIS Y METODOLOGÍA

- Revisión de los últimos informes anuales publicados por cada una de estas empresas, correspondientes al año 2016. De esta revisión, se obtuvieron los valores correspondientes a cada uno de los componentes de la generación de valor total.
- *Identificación y medición de la economía en la que actúan estas empresas.* Para ello, se revisaron los índices de crecimiento del índice que elabora el Instituto Nacional de Estadística (INE) denominado Cifra de Negocios Empresarial. Este índice se estudió clasificando primero cada empresa en el sector económico en el que actúa y midiendo la **Cifra de Negocios Empresarial** de cada uno de esos sectores. El año de análisis es el 2016.
- Planteamiento de un modelo clásico de *regresión lineal múltiple* en el que la variable dependiente es la generación de valor clásica y las variables independientes el resto de componentes más los índices derivados del análisis de las políticas de responsabilidad social empresarial y el índice de crecimiento de la economía.
- Realización de un *análisis factorial* de los índices derivados de las políticas de responsabilidad social empresarial para determinar si algunos de ellos podrían resumirse en índices comunes.
- Planteamiento de un modelo de regresión lineal en el que la *variable dependiente es la generación de valor para empleados y proveedores* y como variables independientes los índices de responsabilidad social.

- Planteamiento de un *modelo de regresión lineal en el que la variable dependiente es la generación de valor total* y las variables independientes las resultantes del análisis factorial.



02 HIPÓTESIS Y METODOLOGÍA

Para poder realizar un análisis adecuado se decidió plantear los modelos de regresión en términos de rentabilidad, para lo que fue necesario transformar el resto de variables de generación de valor en porcentaje, obteniendo dos variables:

Valor social generado por empleo y subcontratación

Valor social generado por empleo y subcontratación

Beneficio después de Impuestos

Valor social generado por pago de impuestos

Impuesto de sociedades

Beneficio después de impuestos

02 HIPÓTESIS Y METODOLOGÍA

Es importante tener en cuenta las restricciones y limitaciones de esta metodología. La primera deriva del hecho de que cualquier política de responsabilidad social que se adopte no tiene resultados instantáneos sino que se van obteniendo en los años sucesivos. A esto se le ha denominado "factor retardo". En el caso del análisis realizado, el factor retardo es únicamente de un año, ya que los datos utilizados del Pacto Mundial son los correspondientes al año 2015 y los datos de generación de valor son del año 2016. Sería interesante realizar el análisis de series históricas, de tal manera que pudiera identificarse y contemplarse bien este Factor de Retardo.

La segunda limitación deriva del hecho de que, a pesar de que las empresas analizadas son empresas cotizadas con obligación de publicar públicamente sus resultados, no todas ellas dan todos los datos necesarios desglosados. Por esa razón, en los casos de las empresas de las que no existen todos los datos necesarios desglosados, se han realizado hipótesis, bien derivadas de la consulta de años anteriores, bien derivadas de estimaciones sencillas. Sería interesante que pudiera disponerse de todos los datos necesarios, que, por otro lado, no son datos muy específicos y difíciles de desglosar.

En esta segunda limitación se incluye la enorme dificultad de conseguir los datos de consumo energético y de emisiones de contaminantes, que terminaron por no considerarse en la formulación, quedando formulada entonces la generación de valor total de la siguiente manera:

GVT=GE+GP+GS, esto es, medida a través del gasto en empleados, proveedores y pago de impuestos.

3

03 ANÁLISIS Y RESULTADOS

De la aplicación de la metodología utilizada, se apuntan los siguientes resultados:

- La generación de valor clásica, es decir, la rentabilidad del accionista, depende directamente de las variables crecimiento de la economía, políticas de empleo y política de anticorrupción, mientras que depende indirectamente de las variables relacionadas con la estrategia empresarial, la gobernabilidad, el cumplimiento de los objetivos estratégicos marcados por la ONU y de los valores sociales generados a través de sueldos, pago a proveedores y pago de impuestos.
- La generación de valor medida en términos de sueldos y pago de proveedores depende directamente de las medidas de responsabilidad social relativas al cumplimiento de derechos humanos, las relativas al cuidado del medio ambiente, del cumplimiento de medidas de anticorrupción, de estar alineados con los objetivos estratégicos marcados por la ONU y de la gestión de la gobernabilidad. Depende de manera indirecta del cumplimiento de la estrategia y de las políticas de empleo.
- La generación de valor medida en términos de pago de impuestos depende directamente del cumplimiento de los derechos humanos, de las

políticas relativas al cuidado del medio ambiente y de la alineación con los objetivos estratégicos marcados por la ONU. Depende indirectamente del cumplimiento de la estrategia, de las políticas de empleo, de las medidas de anticorrupción y de la gobernabilidad.

- La generación de valor medida en términos de pago de impuestos y sueldos y pago de proveedores depende directamente de todas las medidas de responsabilidad social e indirectamente de los índices de estrategia y de las políticas empleo.

Estos resultados indican que existen *drivers* de generación de valor diferentes en función de cómo se mida la generación de valor, y que estos *drivers* actúan a favor o en contra, también en función de cómo se entienda esa generación de valor.

Drivers fundamentales como pueden ser los derechos humanos, las políticas de empleo, las políticas de cuidado al medio ambiente y las medidas anticorrupción, influyen de manera distinta en función del tipo de generación de valor que estemos evaluando. Esta conclusión es fundamental, ya que proporciona coherencia y fundamento a la idea defendida en este informe sobre la medición de la generación de valor. No se puede medir de forma parcial algo que



03 ANÁLISIS Y RESULTADOS

afecta de forma global. Se pudo hacer en el pasado y sirvió para llegar hasta aquí, pero ahora el mundo y la realidad económica es otra y deben encontrarse otras maneras de hacer y de medir.

Adicionalmente, el sentido de la influencia de los drivers empleados tiene coherencia y sentido en todos los casos. Es evidente que cuantos más recursos se empleen en la generación de un valor social para empleados y proveedores, aumenta el gasto de explotación y a igualdad de ingresos, disminuye el valor social medido en términos de impuesto de sociedades.

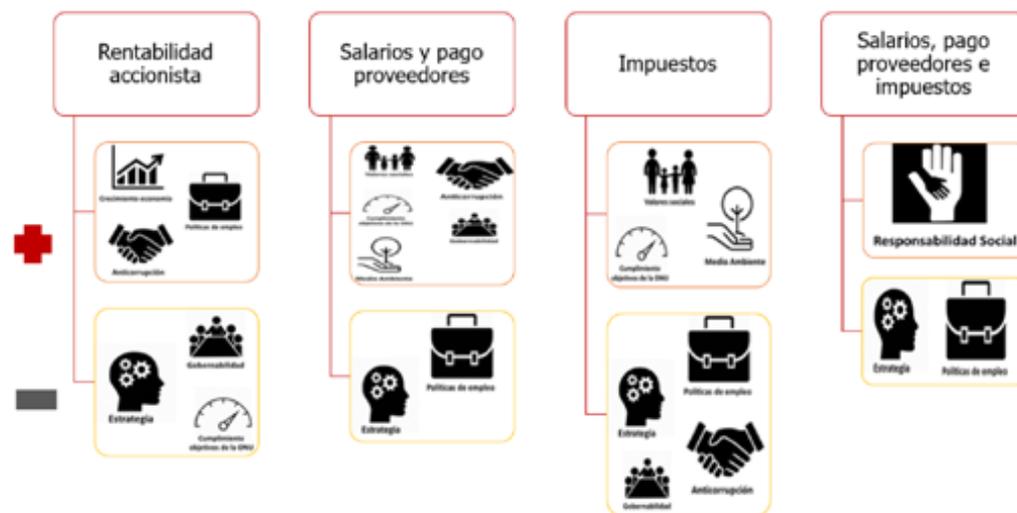
De igual manera, es evidente que cuantos más recursos se empleen en generar valor social vía empleados, proveedores e impuestos, tantos menos recursos quedan para el accionista. Por tanto, la tesis defendida en algunas investigaciones sobre que a mayor esfuerzo en responsabilidad social mayor es la rentabilidad, no es sustentable a la luz del análisis realizado.

Es fundamental al hilo de esto último, entender que **responsabilidad social empresarial va mucho más allá de cumplir unos índices de desempeño**. Pasa inevitablemente por generar valor social para los empleados, los proveedores y la sociedad civil.

Resultan curiosos los sentidos de los drivers que miden la influencia de la estrategia, la gobernabilidad y la alineación con los objetivos estratégicos de la ONU. En el caso de la estrategia, en todos los casos influye de manera negativa. En el caso de la gobernabilidad influye de manera negativa si se toma el punto de vista de la rentabilidad del accionista y el valor social generado a través de impuestos. La alineación con los objetivos estratégicos de la ONU influye de manera negativa en el valor medido de forma clásica.

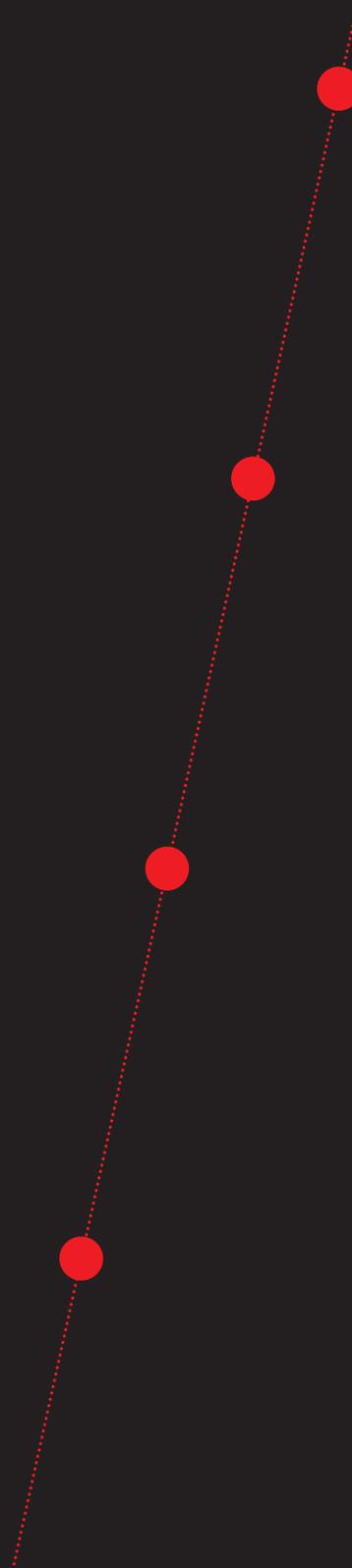
No se dice nada nuevo si se indica que la estrategia, su adecuada formulación y adecuación a un entorno cada vez más cambiante es la asignatura pendiente de la gran mayoría de las empresas en todo el mundo. Formular una buena estrategia y conseguir implantarla es algo sólo al alcance de muy pocos, ya que hay miles de imponderables por el camino. Es un arte que requiere de directivos sumamente preparados a nivel personal y profesional. Y no siempre, aunque las formulaciones sean buenas, y los directivos muy preparados, producen los resultados esperados. Esto sólo nos lleva a algo que saben muy bien todas las empresas, que es necesario un refuerzo constante a nivel formativo, analítico y comunicativo en el campo estratégico.

Por otro lado, también es importante destacar la influencia del *driver* correspondiente a las **políticas de empleo**, ya que **influye de manera negativa en la generación de valor social y de manera positiva en la generación de valor para el accionista**. Es obligado repensar la forma de elaborar las políticas de empleo, cuestión que, por otro lado, es clásica en España, no sólo a nivel empresarial sino a nivel político.



04 CONCLUSIONES

- Es obligado **repensar la formulación de generación de valor en la empresa**. Se debe pasar de un pensamiento clásico derivado de la revolución industrial a un pensamiento sistémico en el que es importante **el poder individual y un entorno que cada vez tiene más limitaciones y restricciones a nivel de recursos ambientales y económicos**.
- Es posible entender la generación de valor de una empresa como **la suma de todos los valores económicos generados para sus accionistas, sus empleados, sus proveedores y la sociedad civil en la que está inserta**. A esta generación de valor se le propone denominarla generación de valor total.
- Desde ese punto de vista, resultan fundamentales las **políticas de responsabilidad social corporativa**, que influyen de manera directa y positiva en esa generación de valor.
- Es necesario que se continúe con los esfuerzos de las empresas para la mejora del pensamiento estratégico y su traducción en **formulaciones estratégicas que ayuden a la generación de valor total**. A día de hoy, y a la luz de los resultados del análisis realizado para este informe, no sólo no ayudan a la generación de valor total sino tampoco a la generación de valor medida de forma clásica, esto es, en forma de rentabilidad para el accionista.



05 REFERENCIAS

- Argandoña, A. (2007). Responsabilidad social y creación de valor para el accionista: objetivos contrapuestos o complementarios. *IESE Occasional Paper*, 3(7), 1-13.
- Chivite Cebolla, M., & Enciso de Yzaguirre, V. (2015). Alcance de la creación de valor en las Empresas Responsables. *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, (85).
- Cuervo, A. (1991). *Rentabilidad y creación de valor en la empresa*. Barcelona: Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras.
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and Freedom*. University of Chicago Press. Chicago.
- Página web del Pacto Mundial
- Página web del Global Reporting Initiative
- Rand, A. (1957). *La rebelión de Atlas*. Random House. Estados Unidos.

WWW.EAE.ES

900 49 48 05

BARCELONA C/ ARAGÓ, 55 - 08015 - C/ ARAGÓ, 28 - 08015 - C/ TARRAGONA, 110 - 08015

MADRID C/ JOAQUÍN COSTA, 41 - 28002 - C/ PRÍNCIPE DE VERGARA, 108 - 28002 - C/ PRÍNCIPE DE VERGARA, 156 - 28002



EAE Business
School