

El enfoque al valor para el accionista ha ganado mucha importancia en los últimos años. Un número creciente de empresas declara la creación o maximización del valor para el accionista el objetivo más importante o una de las metas más importantes. ¿Son compañías orientadas hacia los intereses de los accionistas más exitosas en cuanto a la creación de valor que empresas que persiguen otros objetivos? El asunto central de esta tesis doctoral consiste en examinar si o en qué medida la orientación hacia la creación de valor, bien fundada en conceptos teóricos, realmente crea valor medido en la revalorización de acciones.

La investigación procede en cuatro pasos. Después de identificar las variables de la orientación al valor para el accionista a través de la revisión de la literatura, un estudio empírico evalúa primero la orientación al valor y luego la creación de valor de una muestra de empresas. Finalmente, un análisis estadístico cuantifica la relación entre la orientación al valor para el accionista y la creación de valor.

Once variables de valor han sido identificadas de ser cruciales para la creación de valor para el accionista: la actitud general hacia los intereses de los accionistas, inversiones, flexibilidad de la gestión y de la organización, recursos humanos (remuneración de ejecutivos y otras medidas de recursos humanos), política de dividendos, crecimiento, control corporativo (fusiones, adquisiciones, alianzas estratégicas), liquidez de acciones y de renta fija, gestión de riesgo, gestión de costes, y ventajas competitivas.

Esta tesis desarrolla un modelo que mide en qué medida la comprensión y la aplicación de las variables de valor por parte de compañías cuadra con las teorías correspondientes. El modelo se aplica a una muestra de empresas españolas y europeas de ficha azul los cuales representan las industrias más importantes tradicionales y de la denominada "nueva economía". Los informes anuales de los ejercicios 1998, 1999 y 2000 constituyen la base principal de datos para obtener información sobre la orientación al valor. Adicionalmente, se mandó un cuestionario a los consejeros delegados o presidentes de las compañías de la muestra para cubrir asuntos menos tratados en los informes anuales. Las respuestas fueron incorporadas en la investigación de la evaluación de orientación al valor para el accionista.

Después de haber cuantificado la creación de valor para el accionista, se examinó la relación entre la orientación al valor para el accionista y la creación de valor.

La hipótesis de que existe una relación positiva entre la orientación al valor y la creación al valor es comprobado por un análisis de regresión siendo la orientación al valor la variable independiente y la creación de valor la variable dependiente. El análisis de regresión se lleva a cabo dos veces, con y sin la información procedente de los cuestionarios devueltos. El motivo es que no todas las

compañías devolvieron el cuestionario y que según uno de los supuestos de evaluación esta evaluación adicional sólo puede mejorar la evaluación de la compañía pero no empeorarla. Debido a este supuesto de modelo el coeficiente de determinación es más alto cuando no se incluye la información procedente del cuestionario. Si se supone que la realidad se mueve en el rango de  $R^2$  incluyendo los cuestionarios y  $R^2$  sin esa información, entonces la orientación al valor explica entre el 15,9% y 23,4% de la creación de valor.

La conclusión es que la orientación al valor generalmente vale la pena y que empresas que persiguen el objetivo de crear valor a través de la comprensión y aplicación correctas de los principales motores de valor tienen buena chance de ser más exitosas que empresas que tienen menor orientación al valor.

The focus on shareholder value has gained much importance in last years. An increasing number of firms declares creation or maximization of shareholder value the foremost objective or at least one of the most important goals. But are companies orientated to the interests of shareholders more successful in the sense of shareholder value creation than those firms that pursue other objectives? The central topic of this doctoral thesis consists in finding out whether or in how far orientation towards creation of shareholder value, well founded in theoretical concepts, really creates shareholder value measured as increasing stock prices.

The research proceeds in four steps. After identifying the variables of shareholder value orientation through a literature review, an empirical study evaluates first the value orientation, and then the value creation of a sample of companies. Finally, a statistical analysis quantifies the relation between shareholder value orientation and shareholder value creation.

Eleven shareholder value variables are identified to be crucial for shareholder value creation: companies' general attitude towards shareholders, investments, managerial and organizational flexibility, human resources (managers' remuneration and other human resources measures), dividend policy, growth, corporate control (mergers, acquisitions, strategic alliances), liquidity of shares and bonds, risk management, cost management, and competitive advantages.

This thesis develops a model that measures the extension to which companies' understanding and application of these shareholder value variables match with the corresponding theory. The model is applied to a sample of Spanish and European blue chip companies that represent the most important traditional industries and the so-called "new economy". Companies' annual reports of financial years 1998, 1999, and 2000 constitute the principal database to obtain information about shareholder value orientation. Additionally, a questionnaire that deals with those matters that are less intensively addressed in the companies' annual reports was sent to the sample companies' CEOs. Their answers were incorporated in the study to measure shareholder value orientation of each firm.

After developing a model to quantify shareholder value creation, the relation between shareholder value orientation and shareholder value creation is examined.

The hypothesis that shareholder value orientation and shareholder value creation are positively related is tested by means of a regression analysis being shareholder value orientation the independent variable and shareholder value creation the dependent variable. The regression analysis is conducted twice, with and without additional information that comes from returned questionnaires. The reason is that not all companies returned questionnaires, and according to a valuation assumption additional information can only improve but not worsen companies' records of their shareholder value orientation. Due to this model assumption the determination coefficient is higher when information that comes from the questionnaire is not included. If the reality is supposed to be within the range of the  $R^2$  whereby questionnaires are included and the  $R^2$  without questionnaire information, then between 15.9% and 23.4% of shareholder value creation can be attributed to shareholder value orientation.

The conclusion is that shareholder value orientation generally pays, and that companies which pursue the objective to create value through a right understanding and application of the main value drivers have good chances to outperform other companies less shareholder value orientated.