



UNIVERSIDAD DE LAS PALMAS DE GRAN CANARIA  
Facultad de Economía, Empresa y Turismo



**GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS**

**El brillo de las estrellas Michelin en la estructura de capital y la rentabilidad de los restaurantes españoles. 2015-2017**

Presentado por: Paula Rodríguez López



## ÍNDICE

<b>1</b>	<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>LA REPUTACIÓN Y LOS OBJETIVOS FINANCIEROS EN EL SECTOR DE LA RESTAURACIÓN .....</b>	<b>3</b>
	2.1 La reputación empresarial .....	3
	2.2 La reputación financiera y social .....	7
	2.3 La reputación empresarial y los objetivos financieros .....	9
	2.4 Los objetivos financieros en el sector de la restauración.....	12
<b>3</b>	<b>ASPECTOS METODOLÓGICOS .....</b>	<b>13</b>
	3.1 Medición de la reputación empresarial .....	13
	3.2 Las Estrellas Michelin .....	15
	3.3 Determinación de la muestra.....	17
	3.4 Definición de las variables.....	18
	3.5 Características generales de los restaurantes españoles.....	21
<b>4</b>	<b>RESULTADOS .....</b>	<b>25</b>
	4.1 Reputación y desempeño de los restaurantes españoles.....	25
	4.2 Relación entre la reputación social y la financiera en el desempeño de los restaurantes .....	33
<b>5</b>	<b>CONCLUSIONES .....</b>	<b>39</b>
	<b>REFERENCIAS.....</b>	<b>41</b>

## ÍNDICE DE CUADROS Y TABLAS

<b>Cuadro 1.</b> Ventajas competitivas de la reputación corporativa.....	5
<b>Cuadro 2.</b> Elementos que configuran la reputación corporativa.....	9
<b>Tabla 1.</b> Características de los restaurantes españoles.....	22
<b>Tabla 2.</b> Antigüedad y crecimiento de los restaurantes españoles.....	23
<b>Tabla 3.</b> Estructura de capital de los restaurantes españoles.....	26
<b>Tabla 4.</b> Solvencia y liquidez de los restaurantes españoles.....	27
<b>Tabla 5.</b> Desempeño financiero de los restaurantes españoles.....	31
<b>Tabla 6.</b> Rentabilidad de explotación y margen de los restaurantes españoles.....	33
<b>Tabla 7.</b> Fortaleza financiera de los restaurantes españoles.....	34
<b>Tabla 8.</b> Rentabilidad de los restaurantes españoles según su reputación por Z-Altman.....	36
<b>Tabla 9.</b> Rentabilidad de los restaurantes españoles según su reputación por F-Piotroski.....	38

## 1 INTRODUCCIÓN

La reputación ha atraído la atención de las empresas y de investigadores en el ámbito académico, debido a las ventajas que aporta. Diferentes enfoques teóricos resaltan la creciente relevancia de la reputación como factor estratégico; constituyendo un activo intangible, mediante el cual las empresas obtienen resultados superiores (Martín de Castro et al., 2006; Martínez y Olmedo, 2009). La reputación permite aumentar el valor de mercado de las empresas, generando beneficios futuros, ayudando a la creación de ventajas competitivas y a la consolidación en el medio y largo plazo de la empresa (Martínez y Olmedo, 2010). De acuerdo con Martínez et al. (2017), se trata de un activo que comprende dos dimensiones: la reputación financiera y la social. Sin embargo, existen pocos trabajos que aborden la incidencia conjunta de ambos tipos de reputación en el desempeño de las empresas. Además, hasta donde sabemos, no existen trabajos que se centren en el estudio de estos temas en los restaurantes. Por tanto, el objetivo de este trabajo es analizar la relación existente entre la reputación social y la financiera, así como entre ambas y el desempeño de los restaurantes españoles en el período 2015-2017; considerando las Estrellas Michelin como reflejo de la reputación social.

Para alcanzar el objetivo se realiza un estudio empírico a partir de una muestra de 348 restaurantes, 87 con estrellas y 261 sin estrellas. Los resultados revelan que los restaurantes con estrella (reputación social) presentan mayores niveles de rentabilidad en comparación con los restaurantes sin estrellas; por tanto, son más eficientes en la gestión de sus recursos económicos y financieros. Sin embargo, una mayor reputación social no se refleja en una mayor fortaleza financiera. Los resultados también parecen confirmar que ambos tipos de reputación tienen un efecto más que aditivo en el desempeño, ya que aquellos restaurantes con mayor reputación financiera y social son, con diferencia, los que alcanzan mayores niveles de desempeño financiero.

Consideramos que se trata de un trabajo pionero ya que, aunque se han realizado estudios que contemplan las ventajas de la reputación, la mayoría se centran en empresas cotizadas o utilizan la base de datos MERCO. Sin embargo, no hemos encontrado estudios previos que se centren en este tipo de empresas y consideren

como medida de reputación social la obtención de Estrellas Michelin. Además, de acuerdo con Martínez et al. (2017), se requieren más trabajos que consideren las dos dimensiones de la reputación (la social y la financiera). Señalar, también, que es de los primeros trabajos que abordan el estudio del desempeño financiero de los restaurantes después de la crisis económico-financiera.

El trabajo se estructurará en cuatro apartados, tras esta breve introducción, presentaremos el marco teórico del estudio. En dicho apartado revisamos la literatura académica previa para establecer una definición de la reputación, así como determinaremos la relación que podría existir entre las dos dimensiones de la reputación (social y financiera) y el desempeño de los restaurantes. Para ello también realizaremos algunas puntualizaciones sobre los objetivos financieros de los restaurantes. En el tercer apartado se recogen los principales aspectos metodológicos del estudio. En este sentido, señalamos las diferentes medidas de reputación utilizadas en la literatura y explicamos porqué las estrellas Michelin constituyen una medida de la reputación social de los restaurantes. En este apartado también explicamos la determinación de la muestra de restaurantes a partir de la cual se realizará el estudio empírico y las fuentes de información utilizadas para obtener la información: SABI y Guía Michelin. El apartado concluye con la caracterización de los restaurantes españoles que conforman la muestra. En el cuarto apartado presentamos los principales resultados del estudio empírico realizado para los restaurantes españoles en el período 2015-2017. Por ello, en primer lugar, analizamos la relación existente entre la reputación social y la financiera, así como entre la social y el desempeño de los restaurantes; aproximando la reputación social con la tenencia de Estrellas Michelin. En segundo lugar, estudiamos la relación de la interrelación de ambas reputaciones en el desempeño. Finalmente, en el último apartado presentamos las principales conclusiones del trabajo, así como las posibles extensiones del mismo.

## **2 LA REPUTACIÓN Y LOS OBJETIVOS FINANCIEROS EN EL SECTOR DE LA RESTAURACIÓN**

La reputación, hoy en día, es un valor emergente, al que, cada vez, las empresas le dedican más recursos y le prestan más atención en su gestión. En dicha reputación pueden influir factores como la calidad del producto, la innovación, la capacidad de atraer a trabajadores valiosos y la alta calidad de la gestión (Palacín Sánchez, 2018). Sin embargo, debemos destacar que no existe un consenso general para proporcionar una definición exacta sobre qué es en sí la reputación (Martínez y Olmedo, 2009). Es por esta falta de consenso, que algunos artículos la aproximan con los términos de identidad e imagen corporativa y la vinculan a su carácter de intangibilidad y su dimensionalidad. No obstante, teniendo en cuenta esta consideración, según Miralles-Marcelo et al. (2014) y Quevedo et al. (2005), podemos definir la reputación como la percepción que tienen los diferentes grupos de interés sobre la capacidad que posee una compañía de cumplir sus expectativas, en términos de comportamiento y transparencia informativa.

### **2.1 La reputación empresarial**

Diferentes disciplinas han empleado este término y cada una aporta a la definición matices diferentes (Martínez y Olmedo, 2010). En concreto, la reputación ha sido abordada desde distintas perspectivas teóricas como la Teoría de los Costes de Transacción, la Teoría de Juegos, la Teoría de la Eficacia Organizativa, la Teoría de la Información, la Teoría de la Agencia y la Teoría Recursos y Capacidades (Martínez y Olmedo, 2010; Miralles-Marcelo et al., 2014). Según Martínez y Olmedo (2010), debemos tener en cuenta tres criterios fundamentales si queremos realizar un estudio cronológico de la definición de reputación: la importancia de la percepción (elemento clave para la definición de reputación), su desarrollo a lo largo del tiempo (las definiciones de la reputación se han diferenciado en la dimensión temporal considerada: pasado, pasado-presente y futuro) y las escuelas de pensamiento de Chun (2005) (tres escuelas de pensamiento que abarcan el concepto de reputación). Estas tres escuelas son la evaluativa, impresional y relacional. La primera de ellas se centra en el corto plazo, la reputación se evalúa en función de los resultados económicos o el valor financiero que posee la empresa, centrándose en los grupos de interés externos (ejemplo, los inversores). La escuela impresional se centra en los

grupos de interés interno, estimando la reputación según la percepción de los trabajadores o consumidores por medio de entrevistas. La última escuela, la relacional, se caracteriza por prestar atención a ambos grupos de interés, tanto internos como externos, siendo la reputación una apreciación de lo que consideran estos grupos.

Desde la perspectiva de la Teoría de Recursos y Capacidades, se señala que la reputación empresarial es un recurso; constituye un activo intangible para las empresas (Martín de Castro et al., 2006; Martínez y Olmedo, 2009). Por ello, es fuente de ventaja competitiva por la que las empresas obtienen y mantienen en el tiempo resultados superiores. En esta línea se manifiestan, por ejemplo, Martínez y Olmedo (2010: 60) quienes señalan que es “[...] un activo de gran relevancia, dada la influencia que tiene en otras variables, como la creación de valor”. Por consiguiente, en línea con Martínez et al. (2017), la reputación es un activo estratégico, valioso, para la empresa.

Como fuente de ventaja competitiva, presenta las propiedades de un recurso estratégico (Barney, 1991 en Martínez y Olmedo, 2010: 65): 1) valor o relevancia, 2) escasez, 3) carácter específico, junto con 4) la complejidad, 5) lenta acumulación en el tiempo y 6) complementariedad. Como señalan Martínez y Olmedo (2010), a partir de estas características podemos concluir que la reputación se trata de un activo único, no cuenta con ningún sustitutivo, es escaso y se puede obtener o generar únicamente a través de la propia empresa. Además, es de difícil imitación, su desarrollo está totalmente vinculado al contexto y a las circunstancias propias en las que se ve envuelta la empresa. Por ello, la reputación no se construye en un período de tiempo corto, sino que necesita el transcurso del tiempo. De esta forma, Cao et al. (2015) y Palacín Sánchez (2018) afirman que la reputación se basa en el comportamiento a largo plazo de la empresa, no pudiendo ser manipulada por acciones a corto plazo. Es decir, la reputación actual de una empresa se construye o acumula en un contexto histórico y en circunstancias únicas que, seguramente, no se podrán repetir, y, además, necesita varios años para ser conformada (Martín de Castro et al., 2006). Existe, también, un desequilibrio entre el tiempo que se tarda en construir la reputación y su fragilidad; es decir, el poco tiempo en el que se puede destruir este activo intangible. Este desequilibrio obliga a la empresa a comportarse de acuerdo con las expectativas generadas por su reputación corporativa para no

perder este activo. Finalmente, podemos resaltar que no tiene límites y no se deprecia con el uso (Martínez y Olmedo, 2010).

Martínez y Olmedo (2010) señalan numerosas ventajas competitivas de la reputación; entre ellas podemos destacar la posibilidad de crear barreras de entrada a la competencia, lo que supone un freno para las empresas rivales. Otra ventaja de la reputación es que las empresas incrementan las posibilidades de diversificación, pudiendo entrar en nuevos mercados u ofrecer nuevos productos o servicios. De forma similar, una buena reputación reduce las asimetrías de información entre la empresa y sus diferentes grupos de interés, dando como resultado una disminución de los conflictos de agencia entre principal y agente (Cao et al., 2015; Palacín Sánchez, 2018). A su vez, los aspectos señalados previamente, producen un aumento de lealtad por parte de los clientes actuales e, incrementarán la capacidad de la empresa de captar un mayor número de clientes futuros. Por tanto, los beneficios asociados a la reputación corporativa crean valor, contribuyendo a la sostenibilidad a largo plazo de la empresa (Miralles-Marcelo et al., 2014). En el Cuadro 1 se resumen las principales ventajas competitivas de la reputación.

#### **Cuadro 1. Ventajas competitivas de la reputación corporativa**

- 
- **Fidelización de los clientes** que están dispuestos a pagar un mayor precio por los productos y/o servicios recibidos.
  - **Selección de personal** con una mayor preparación y en mejores condiciones para la empresa.
  - **Facilita la obtención de recursos financieros** mediante una mayor facilidad de acceso a los mercados de capitales.
  - **Crea barreras de competencia**
  - **Reduce asimetrías de información y comportamientos oportunistas de la dirección.**
  - **Protección en tiempos de crisis** para las compañías.
- 

Fuente: Elaboración propia a partir de Miralles-Marcelo et al. (2014).

A pesar de las ventajas señaladas previamente, la reputación también se caracteriza por su efecto en el riesgo de la empresa, aunque, como indican Delgado-García et al. (2013), el efecto de la reputación en el riesgo empresarial ha recibido menos atención. Este análisis es relevante, ya que el riesgo es un elemento central en la gestión estratégica. Además, el desempeño corporativo depende no solo de los altos

rendimientos económicos, sino también de un bajo riesgo. De esta forma, la posibilidad de que la reputación corporativa influya en el riesgo de la empresa puede condicionar la relación entre la reputación corporativa y el desempeño de la empresa. En esta línea, la consideración de las implicaciones de la reputación corporativa no puede ser incompleta sin examinar sus efectos sobre el riesgo empresarial. De acuerdo con Delgado-García et al. (2013), los investigadores han asumido tradicionalmente que una buena reputación reduce el riesgo, pero la reputación puede tener diferentes efectos, dependiendo del tipo de riesgo analizado. Aunque una buena reputación corporativa puede reducir el riesgo no sistemático, paradójicamente, puede aumentar el riesgo sistemático de la empresa.

La reputación corporativa expone a la empresa a un mayor escrutinio público, por lo que, de hecho, puede ser más vulnerable a las críticas de los grupos de interés cuyas expectativas no han sido satisfechas. El tamaño de la empresa puede moderar la relación entre la reputación y el riesgo. Las empresas de mayor dimensión son examinadas más de cerca por las distintas audiencias, de manera que los grupos de interés tienen información más completa de las mismas; mientras que las empresas pequeñas suelen estar bajo un menor escrutinio, por lo que dichos grupos de interés tendrán menor información sobre ellas (Delgado-García et al., 2013). Por lo tanto, en el caso de las empresas pequeñas, los grupos de interés basan en mayor medida sus decisiones en la reputación. Además, las grandes empresas tienen más visibilidad y recursos que las pequeñas para construir su reputación, por lo que el desequilibrio temporal entre la construcción y destrucción de la reputación es menor que en las empresas pequeñas (Delgado-García et al., 2013). Por tanto, en el caso de las empresas pequeñas, la reputación corporativa impone una mayor necesidad de comportarse de acuerdo con las expectativas que genera.

La complejidad del sector también puede incidir favorablemente en la relación entre la reputación y el riesgo de la empresa. La complejidad del sector define hasta qué punto el entorno operativo de una empresa es competitivo y heterogéneo (Delgado-García et al., 2013). Cuanto mayor es el grado de complejidad, mayor es la relevancia de la información a disposición de los grupos de interés para comprender el comportamiento de las empresas en el sector.

Por tanto, una buena reputación, como medida para los grupos de interés de tomar decisiones, les transmite una imagen de seriedad, compromiso y responsabilidad con sus expectativas frente a la empresa. De manera que, a mayor reputación, la empresa tendrá mejores relaciones con los grupos de interés y se generará un buen clima de confianza (González Ramos et al., 2014). Estos grupos de interés, con los que interactúa la empresa, los podemos situar en la perspectiva interna o externa a la empresa. Martínez y Olmedo (2010) y Miralles-Marcelo et al. (2014) comentan que la reputación es un concepto más amplio del que pensamos; no es solo la imagen pública o la cara al exterior de la empresa, no consta únicamente de la perspectiva exterior. Por ello, podemos realizar una distinción entre reputación interna (qué percepción del comportamiento de la empresa tienen los grupos de interés internos) y reputación externa (qué percepción y comportamiento tienen los grupos de interés externos a la empresa).

## **2.2 La reputación financiera y social**

Los académicos han conceptualizado la reputación, comprendiendo dos dimensiones de orden superior: a) rendimiento percibido por la empresa/resultados y, b) carácter percibido/integridad. En esta línea, podemos abordar la reputación valorando sus dimensiones, tal y como plantean Martínez et al. (2017). Estos autores establecen la existencia de dos dimensiones en la reputación, la financiera y la social, las cuales tienen un fuerte impacto en el desempeño de la empresa. Tanto la reputación financiera como la social son importantes para las empresas, pero, sin embargo, es poco probable que su efecto sea aditivo. En primer lugar, la relación entre la reputación financiera y el desempeño corporativo es racional. Es decir, para que se perciba que una empresa posee una reputación financiera positiva, lo más probable es que la empresa haya demostrado altos niveles de desempeño previos. De hecho, las agencias de calificación crediticia basan sus evaluaciones de una empresa en su historial de desempeño financiero y le asignan calificaciones con la intención de ayudar a predecir el desempeño futuro (Martínez et al., 2017). Por tanto, las calificaciones crediticias constituyen una forma de representar la reputación financiera, y permiten a las empresas, con mayores puntuaciones crediticias, acceder a recursos que, a su vez, les facilitan la obtención de mayores niveles de desempeño corporativo.

En segundo lugar, la reputación social positiva de la empresa también predice el desempeño corporativo. Esta reputación social, tal como la conceptualizan Martínez et al. (2017), refleja la Responsabilidad Social Corporativa (RSC). De acuerdo con estos autores, la RSC incluye las políticas específicas de la empresa que tienen en consideración las expectativas de sus grupos de interés y el resultado final del desempeño económico, social y ambiental. De esta manera, las empresas pueden transmitir explícitamente su postura respecto a una cuestión social a través de sus políticas de marketing y relaciones públicas o bien, de forma, implícita, comunicando su postura a través de los productos o servicios que oferta.

Estas dos dimensiones de la reputación son valoradas de diferente manera por los distintos grupos de interés (Martínez et al., 2017). Por ejemplo, un accionista estará más preocupado por la reputación financiera mientras que el consumidor lo estará por la social. Una buena reputación puede otorgar credibilidad a la empresa. Sin embargo, estos autores plantean que la reputación financiera sea más baja cuando la reputación social de la empresa sea alta. Esto se conoce como “mind your business”. Por otro lado, Martínez et al. (2017) afirman que el desempeño corporativo será alto cuando ambas reputaciones, financiera y social, sean altas, esto es lo que representa los planteamientos de la visión residual: la empresa obtiene ganancias con éxito y las traslada a la sociedad. Es decir, existe una interacción positiva entre la reputación financiera y la social; los efectos de la mejora que producen los resultados de ambos tipos de reputación no son simplemente la suma de la “inversión reputacional”, sino que tienen la capacidad de potenciarse mutuamente.

Una reputación favorable debería reducir la incertidumbre de los grupos de interés en torno al comportamiento de la empresa con los mismos (Delgado-García et al., 2013). Ahora bien, Martínez et al. (2017) señalan que es importante tener en cuenta no solo si las empresas desarrollan una reputación favorable o desfavorable, sino también en qué se basan esas reputaciones. En el Cuadro 2 se recogen los diferentes elementos que configuran la reputación corporativa. En este sentido, la calidad es un elemento intrínseco de la reputación; destacando tanto la calidad directiva de la empresa, como la calidad de los productos y servicios que esta ofrece (Martín de Castro et al., 2006). También es importante la innovación que lleva a cabo la misma, ya sea en sus productos y servicios, en los procesos, etc.; en definitiva, cómo la empresa es capaz de integrar la innovación y en qué grado dentro de la actividad empresarial. Por otro

lado, la empresa debe contar con una fortaleza financiera, utilizar los activos corporativos de forma eficiente y un establecer valor a las inversiones a largo plazo, puesto que, como indicamos previamente, la reputación no se construye en un período corto de tiempo y necesita que la empresa posea una proyección a más largo plazo. Además, en la empresa debe fomentar la responsabilidad social entre los diferentes miembros de la organización, así como tener la capacidad de establecer políticas de recursos humanos que permitan contratar, desarrollar y retener a los empleados con talento que consigan los mejores resultados para la empresa.

#### **Cuadro 2. Elementos que configuran la reputación corporativa.**

- 
- Calidad directiva
  - Fortaleza financiera
  - Calidad del producto y servicio
  - Innovación
  - Uso eficiente de activos corporativos
  - Valor de las inversiones a largo plazo
  - Capacidad de contratar, desarrollar y retener a empleados con talento
  - Responsabilidad social frente a la comunidad
- 

Fuente: Elaboración propia a partir de Martín de Castro et al. (2006).

Por consiguiente, la reputación es compleja y multidimensional; un conjunto de numerosos elementos relacionados pero independientes. De esta forma, la misma resulta distinta para cada empresa, y difícilmente manipulable por esta; siendo el resultado del proceso de “legitimación social” de la empresa. En este sentido, Martín de Castro et al. (2006) entienden la reputación como una representación tanto de acciones como de resultados (del pasado y presente de la organización), que describen su capacidad para obtener resultados valiosos.

### **2.3 La reputación empresarial y los objetivos financieros**

Una buena reputación es un activo responsable del desempeño corporativo (Martín de Castro et al., 2006). Este potencial se debe, en parte, a su propia capacidad de creación de valor y a su carácter intangible, ya que hace que la reputación sea difícil de imitar por parte de los competidores, lo que permite mantener una ventaja competitiva. Por otra parte, Martínez y Olmedo, (2010) afirman que la reputación, como activo intangible, aumenta el valor de mercado de la empresa; generando

beneficios futuros para la misma, y, como consecuencia, se incrementarán las barreras de entrada al sector y existirán menos competidores. Por ello, es muy importante la inversión que realizan las empresas en esta materia. Una buena reputación permitirá relacionar a la empresa con beneficios o resultados superiores, ayudando a la creación de ventajas competitivas y a la consolidación de la empresa tanto en el medio como en el largo plazo. Estos resultados afectan a la reputación y, de la misma manera, la reputación afecta a los resultados (Martínez y Olmedo, 2009).

La reputación genera mayores flujos de efectivo para la empresa, puesto que supone un incremento de los ingresos y una disminución de los costes; lo cual se puede observar a partir de la información financiera. Gracias al incremento de los resultados, además de aumentar la creación de valor, estos también favorecen la propia consolidación de la reputación (Miralles-Marcelo et al., 2014). Según Cao et al. (2015), las empresas con una buena reputación soportarán menores costes financieros por varias razones. En primer lugar, una buena reputación es señal de una mayor calidad de la empresa, transmitiendo competencia y un comportamiento empresarial que está en consonancia con los intereses de los inversores (accionistas y acreedores). Este hecho reduce los costes de financiación en la captación de recursos propios y ajenos. Segundo, los *rankings* de reputación constituyen información disponible para los analistas financieros, lo que reduce las asimetrías informativas y, con ello, el coste de financiación de las empresas. Es decir, revelan información importante a los mercados de capitales y facilita la obtención de financiación y/o la reducción de su coste (Cao et al., 2015). Tercero, las empresas menos conocidas en el mercado deben ofrecer mayores niveles de rentabilidad para compensar a sus accionistas por las menores posibilidades de diversificar su cartera de inversión derivadas de la falta de liquidez de las acciones. Sin embargo, las empresas incluidas en los rankings de reputación atraen la atención de los medios de comunicación especializados. Esto facilita una mayor demanda de las acciones de la empresa reputada, lo que reducirá su coste de financiación. En cuarto lugar, también se observa que las empresas con mayor reputación revelan información económico-financiera de mayor calidad y, por tanto, se reducen las asimetrías de información entre la empresa y los inversores, lo que, a su vez, disminuye el coste de la financiación.

Por otro lado, Delgado-García et al. (2013) también señalan diferentes argumentos en cuanto a una mayor capacidad de endeudamiento de la empresa o un menor coste de

su financiación en las empresas con mayor reputación. Estos autores afirman que mientras los grupos de interés mantengan una posición más estable en la empresa, disminuirá el riesgo de la misma. Además, la reputación puede minimizar los conflictos de una empresa con la sociedad (por ejemplo, con las cuestiones medioambientales), lo que implica reducir posibles fuentes del riesgo empresarial; lo que, a su vez, incrementa el valor de la misma. Por tanto, Cao et al. (2015) y Palacín Sánchez (2018) afirman que debemos considerar que la reputación de una empresa influye en la financiación que obtiene la misma, tanto a través de recursos propios (accionistas) como de recursos ajenos (préstamos, emisión de valores de renta fija, etc.). Así, una buena reputación corporativa afecta directamente tanto a la obtención de recursos financieros como al coste de los mismos.

Martínez y Olmedo (2010) indican que podemos considerar la reputación, incluso, como un índice de calidad tanto de sus productos como de sus servicios, de manera que a los clientes no les importará pagar un precio superior por los mismos. Es decir, se logra un mayor volumen de ingresos por la actividad de la empresa. Además, este distintivo permite reducir los costes de transacción, los proveedores aumentarán su reputación al trabajar con una compañía de cierto prestigio, por lo que no les prestarán tanta importancia a los posibles contratiempos contractuales. Asimismo, los proveedores, incluso, estarán dispuestos a reducir el precio exigido por la venta de sus productos o por la prestación de servicios. Es decir, las empresas con mayor reputación lograrán reducir sus costes de explotación; incrementando el resultado de explotación.

La reputación permite a las empresas incrementar la estabilidad de los ingresos gracias a que a medida que esta aumenta, las empresas disfrutarán de rentas en forma de un mejor acceso a los mercados de capitales a coste menor; obteniendo un mayor grado de flexibilidad para seleccionar entre distintas fuentes de financiación (Delgado-García et al., 2013; Martínez y Olmedo, 2010; Palacín Sánchez, 2018). Los trabajadores se verán atraídos por este tipo de empresas, por lo que estas pueden contratar a trabajadores mejor cualificados. Por ello, las empresas, con la misma inversión en recursos humanos podrán conseguir a trabajadores más motivados y productivos, lo que, de nuevo, incrementa el resultado de explotación, y, en último término, la rentabilidad y valor de la empresa.

## **2.4 Los objetivos financieros en el sector de la restauración**

Mun y Jang (2018) afirman que en los últimos treinta años, el sector de la restauración ha experimentado un rápido crecimiento de las ventas (13% por año). Sin embargo, a pesar del crecimiento del sector, este se enfrenta a ciertos retos sin aparentes signos de mejora, tales como la baja rentabilidad de los restaurantes, la falta de flexibilidad financiera y el entorno de mercado altamente competitivo. Debido a las condiciones competitivas del mercado y a la débil estructura financiera del sector de la restauración, estos necesitarán implantar estrategias de gestión de costes eficientes. Los gastos de explotación elevados (adquisición de la materia prima y salarios) pueden suponer un problema importante para los restaurantes (Mun y Jang, 2018). Para hacer frente a estos desafíos, cada restaurante deberá plantearse cuál es la estrategia óptima para conseguir aumentar su rentabilidad (comida, servicio, marketing, etc.). Los restaurantes que no logren incrementar su rentabilidad tendrán una mayor probabilidad de quiebra (Dalbor y Upneja, 2002). Según estos autores, la probabilidad de quiebra de un restaurante depende del tamaño del mismo, lo que se puede relacionar directamente con mayores niveles de endeudamiento a largo plazo. Mun y Jang (2018) también hacen referencia al tamaño de los restaurantes y señalan que la dimensión tiene un fuerte impacto en las economías de escalas, ya que, a mayor tamaño del restaurante, menores serán los costes de las materias primas (comida).

No obstante, Mun y Jang (2018) resaltan que la estrategia de reducción de costes no siempre es adecuada en los restaurantes, ya que dicha reducción puede tener un efecto negativo en el desempeño a largo plazo de los restaurantes. Esto se debe, normalmente, a que los efectos de la reducción de costes se traducen en un peor servicio y una menor calidad de las comidas, al plantearse desde el punto de vista de un ahorro inmediato de costes (corto plazo) en vez de centrarse en los efectos estratégicos a largo plazo. Los restaurantes con menor calidad tienen mayor probabilidad de bancarrota y utilizan en mayor medida la deuda a largo plazo (Dalbor y Upneja, 2002).

En cuanto a la financiación, Park y Jang (2018) sostienen que los restaurantes prefieren la financiación interna a la externa; sin embargo, cuando la financiación externa es necesaria, prefieren la deuda debido a los menores costes de información

asociados a la misma. Es decir, los restaurantes prefieren recurrir a la obtención de deuda, después a la emisión de valores de renta fija negociables (bonos) y, por último, la emisión de capital. Aunque los restaurantes con mayores perspectivas de beneficios futuros deberían preferir solicitar préstamos a corto plazo, los restaurantes de mayor dimensión utilizan en mayor medida la deuda a largo plazo. Esto se debe a la desventaja de la deuda a corto plazo: frecuente reestructuración y mayor posibilidad de carencia de recursos si las circunstancias cambian. No obstante, los restaurantes de mayor calidad estarán dispuestos a optar por mayor financiación a corto plazo (Dalbor y Upneja, 2002). Por otro lado, debemos considerar que el sector de la restauración cuenta con características de financiación diferentes como es la franquicia. Por lo tanto, cuando los restaurantes sufren déficits de financiación hay que tener presente que los restaurantes franquiciados cuentan con una fuente de recursos financieros adicional (Park y Jang, 2018).

### **3 ASPECTOS METODOLÓGICOS**

#### **3.1 Medición de la reputación empresarial**

Martín de Castro et al. (2006) plantean como problema la falta de disponibilidad para identificar y medir la reputación, que es socialmente compleja e intangible en su naturaleza. De igual forma, Martínez y Olmedo (2009) también afirman que existe un problema a la hora de medir la reputación empresarial, debido a las distintas fases de su ciclo de vida, al comportamiento de los clientes y a la posible aparición de inconvenientes en este activo intangible. Tal y como señalan Martínez y Olmedo (2009), los instrumentos que se utilizan para la medición de la reputación provienen de *rankings* publicados en la prensa especializada en temas económicos y desarrollados por instituciones de prestigio o bien del ámbito académico a partir de las investigaciones realizadas en el marco de las Universidades. En ambos casos, se parte de la realización de encuestas y/o entrevistas, tanto a los clientes internos como a los externos; pudiendo así observar las diferentes percepciones respecto a la empresa y su actividad entre ambos.

Por un lado, Martínez y Olmedo (2009) revisan la medida de la reputación en el ámbito académico, donde se han realizado numerosos estudios. Entre ellos, podemos

mencionar uno de los primeros, el realizado por Peters y Waterman (1982), un modelo basado en las “siete eses”, para conocer cuáles eran las empresas más prestigiosas. Para ellos, las empresas que seguían este modelo eran calificadas con una reputación excelente. Sin embargo, este modelo solo tenía en cuenta la apreciación del mercado y no la de los demás grupos de interés. Otro estudio es el realizado por Alcalá (2007), quien propone medir la reputación tanto en el ámbito interno como externo de la empresa. En el ámbito interno se mediría la estrategia seguida por la compañía, el estilo de dirección, las relaciones en el entorno de trabajo, la ética, la formación, etc.; mientras que en el ámbito externo sería fundamental saber la opinión que tiene el mercado sobre la empresa; considerando el respeto al medio ambiente, la imagen de marca, la responsabilidad social corporativa, entre otros.

Por otro lado, diversas instituciones privadas han creado instrumentos de medida sobre el concepto de reputación, entre las que podemos destacar: Fortune “Las compañías más admiradas del mundo”; Financial Times: “Las compañías más respetadas del mundo”; el Instituto de Reputación (New York University), junto con su filial en España, el Foro de Reputación Corporativa; y el Monitor Español de Reputación Corporativa (MERCOR). Por lo tanto, para medir la reputación podemos utilizar los rankings de reputación, que nos permiten conocer información relevante de distintas empresas sobre este activo para los mercados de capital, reduciendo de esta manera, las asimetrías de información. Estos rankings son utilizados, a su vez, en el contexto académico. En particular, Cao et al. (2015) destacan a Fortune “Las compañías más admiradas del mundo” como la medida de reputación de la empresa más ampliamente utilizada en el mundo académico, presumiblemente porque es independiente, se encuentra disponible al público, abarca un gran número de empresas y encarna la construcción de “reputación”. Además, estos autores encuentran que ser seleccionada para formar parte de esta lista, puede ayudar a una compañía a obtener una mayor base de inversores, lo que permitiría un intercambio de riesgos más eficiente, reduciendo así los costes relacionados.

No obstante, cada una de las instituciones aplica una forma de medida diferente; existiendo una escasa uniformidad entre ellas a la hora de establecer “[...] los objetivos del estudio, metodología, atributos y dimensiones, y características de las empresas consideradas de buena reputación” (Martínez y Olmedo, 2009:130). Por ello, no debemos quedarnos únicamente con una forma de medida, sino que es recomendable

compararlas y así ver si se obtienen resultados similares (Martínez y Olmedo, 2009). Finalmente, Cao et al. (2015) comentan que para la medición de la reputación podemos tener en cuenta varios factores relevantes para el valor pero son difícilmente observables por parte de terceros, tales como la gestión de calidad y la capacidad de innovación.

### **3.2 Las Estrellas Michelin**

Weigelt y Camerer (1988 en Martínez y Olmedo, 2010) reconocieron tres dimensiones de la reputación: 1) la reputación del producto o servicio; 2) la apreciación pública de la calidad y; 3) la reputación asociada a la cultura organizativa, a los valores, premisas, el entorno de trabajo y a los símbolos y creencias que forman parte de la empresa. En el caso del sector de la restauración, la obtención de Estrellas Michelin permite recoger dos de las tres dimensiones de la reputación señaladas por Weigelt y Camerer (1988), ya que las mismas reflejan la reputación del producto y la apreciación pública de la calidad.

Las estrellas Michelin son el reflejo de un sistema de valoración gastronómica de los restaurantes realizada por la Guía Michelin. Dicha guía, que constituye una referencia a nivel mundial, surgió en Francia por la idea de dos hermanos que fundaron una empresa de neumáticos con sus apellidos (Michelin). Para favorecer el desarrollo de la industria y de su empresa, crearon la guía Michelin, donde incluían mapas, gasolineras, instrucciones sobre cómo cambiar una rueda, y finalmente, para aquellos conductores que necesitaran un descanso en su recorrido, recomendaciones de lugares para alojarse y comer. Esta guía fue durante 20 años gratuita, hasta que en 1920 decidieron comercializarlas. Los hermanos Michelin incorporaron a un equipo de comensales, quienes se encargarían de visitar y valorar los restaurantes anónimamente. En sus comienzos, valoraban la calidad de los restaurantes con una estrella, hasta que se estableció la jerarquía de una a tres estrellas. Así se constituyó la guía Michelin que conocemos actualmente y que está presente en tres continentes, contando con veintitrés guías (Guía Michelin, 2019).

La determinación de la valoración gastronómica se realiza aplicando un método de selección que destaca las nuevas tendencias culinarias y los nuevos talentos. La

selección de restaurantes se renueva cada año y los inspectores son los encargados de este proceso. Estos inspectores son profesionales y anónimos; en la valoración de los restaurantes se comportan como cualquier otro cliente no profesional. Hay que destacar que son considerados profesionales porque están formados en escuelas de hostelería y deben contar una experiencia en el sector de entre cinco y diez años. Además, una vez que son nombrados inspectores, tienen un período de formación de seis meses en los cuales se prepararán para atribuir los distintos criterios para otorgar las estrellas. Para garantizar la objetividad de las valoraciones se consideran cinco criterios: 1) anonimato: catan los restaurantes de manera anónima para apreciar lo que realmente recibe cualquier cliente; 2) independencia: fundamental para la selección de restaurantes que evaluará cada inspector, para que sea lo más objetivo posible; 3) selección: la guía proporciona una selección de los mejores restaurantes en todas las categorías; 4) actualización: cada año se vuelve a revisar y actualizar la guía; 5) homogeneidad: los criterios de selección son idénticos en todos los países donde figura la guía Michelin.

De esta forma, la guía otorga estrellas a aquellos restaurantes que ofrecen la mejor calidad; como señalan los inspectores: “las estrellas están en el plato y únicamente en el plato” (Guía Michelin, 2019). Esto significa que solo juzgan la calidad de la comida, no la decoración, ni la disposición de las mesas ni siquiera el servicio ofrecido. Para apreciar la calidad mencionada, se basan en otros cinco criterios: selección de los productos, creatividad, dominio del punto de cocción y de los sabores, relación calidad-precio y regularidad en el tiempo y en el conjunto de la carta. A su vez, estos criterios se reflejan en el número de cubiertos, los cuales son representados a través de pictogramas de tenedores y cucharas.

- Un cubierto: sencillo pero confortable.
- Dos cubiertos: confortable.
- Tres cubiertos: muy reconfortable.
- Cuatro cubiertos: gran confort.
- Cinco cubiertos: gran lujo y tradición.

Estos criterios son los que otorgan a Michelin la garantía de homogeneidad en la selección de sus restaurantes y son utilizados por todos los inspectores, en cualquier restaurante, en cualquier parte del mundo. Las estrellas se asignan de forma colegiada entre los inspectores, el redactor jefe de la guía de cada país y el director

de las guías Michelin. Estas estrellas constituyen una recompensa al restaurante por el trabajo realizado de su chef y su equipo. Además, hay que señalar que dichos restaurantes se clasifican en tres niveles según el número de estrellas:

- 1.)  Cocina única, justifica el viaje.
- 2.)  Cocina excepcional, vale la pena desviarse.
- 3.)  Muy buena cocina de gran fineza, merece pararse.

### **3.3 Determinación de la muestra**

Nuestro estudio empírico se centra en la realización de una comparación entre los restaurantes con estrella Michelin y aquellos sin ella, para poder determinar si la reputación social está relacionada con la estructura financiera y, ambas, en la rentabilidad de los restaurantes. Para ello, en primer lugar, debemos identificar los restaurantes con estrella Michelin entre los años 2015 y 2017. En este proceso nos hemos encontrado con algunas dificultades. Primero, la inexistencia de algún listado con los restaurantes españoles con estrella Michelin por lo que tuvimos que buscarlos en la página web de la Guía Michelin y trasladarlos a un Excel. Una vez identificados los restaurantes con una, dos o tres estrellas Michelin para el período 2015-2017, debíamos introducirlos en la base de datos SABI para poder extraer la información económica-financiera de los restaurantes y preparar la base, pero, nos encontramos con una segunda dificultad, ya que los nombres de los restaurantes se correspondían con la marca comercial en lugar de con la denominación social de la empresa y no aparecían en el SABI. Por tanto, fue necesario buscar uno por uno los 199 restaurantes en Google para conocer, a través de su página web, la denominación social y así poder encontrar la información económica financiera de los mismos en el SABI. Por ejemplo, indicamos algunos casos de marca comercial y denominación social: Acanthum es R-Evolucion-arte, S.L.; DiverXO es Dukes Road, S.L.; L'Escaleta es Servicio de Gastronomía Reymo, S.L.; Noor se corresponde con Pamoga Gastro, S.L.; Tatau Bistro es Oldschool Cookink, etc.

Durante este proceso, de los 199 restaurantes con estrella Michelin con los que contábamos en un principio, finalmente, nos quedamos con 87 porque algunos han cerrado (e.g., Restaurante Miramón Arbelaitz, Restaurante Alborada, Restaurante Comerç 24), otros no tienen información disponible en el SABI para el período de estudio (e.g., Restaurante Andra Mari; Restaurante Els Casals, cuyas últimas cuentas

disponibles pertenecen al año 2012), otros pertenecen a personas físicas y no se dispone de información sobre sus cuentas anuales (e.g., Restaurante el Rincón de Diego pertenece a D. Diego Campos Muñoz; Restaurante Les Cols a Dña. Fina Puigdevall Nogareda; Restaurante El Retiro a Dña. Rosa María Sotres Gutiérrez) y, finalmente, otros forman parte de un hotel y se carece de información económico-financiera diferenciada para cada tipo de actividad (e.g., Restaurante Tierra forma parte del Hotel Valdepalacios; Restaurante Santceloni está en el Hotel Hesperia Madrid; Restaurante M.B. se encuentra en el Hotel Ritz Abama en Tenerife).

En segundo lugar, una vez que identificamos la muestra definitiva de los restaurantes con estrella Michelin tuvimos que buscar para cada uno de ellos otros tres sin estrella de igual tamaño según el volumen de activo y que no perteneciera a ninguna franquicia, para, así, conseguir restaurantes sin estrella pero de unas características más o menos similares. Finalmente, una vez que conseguimos todos los restaurantes tenemos una base final constituida por 348 restaurantes, 87 con estrellas y 261 sin estrellas con datos para el período 2015-2017.

### **3.4 Definición de las variables**

Con la finalidad de determinar las posibles diferencias en la reputación financiera y en el desempeño de los restaurantes con mayor o menor reputación social (con estrellas y sin estrellas) hemos definido las siguientes variables que se utilizarán en el estudio empírico presentado en el siguiente epígrafe.

Primero, en línea con los trabajos previos, calculamos una serie de variables relacionadas con el desempeño de los restaurantes. En concreto, hemos procedido a calcular la **rentabilidad financiera**, también conocida como ROE (“Return on Equity”), que es el rendimiento que obtienen los accionistas o propietarios por la inversión realizada en la empresa. Esta ratio se calcula como el cociente entre el resultado neto y los recursos propios (patrimonio neto).

$$ROE: \text{Resultado neto} / \text{Patrimonio Neto}$$

También, nos determinamos una medida de eficiencia con la que las empresas gestionan los recursos económicos. En este sentido, hemos calculado la **rentabilidad económica** o ROA (“Return on Assets”), a partir del resultado antes de interés e impuestos (RAIT) entre el activo total. Esta variable representa los resultados que es

capaz de obtener la empresa en relación con sus activos, independientemente de cómo se hayan financiado.

*ROA: Resultado antes de Intereses e Impuestos / Activo Total*

En aras de conocer el coste que los restaurantes afrontan por obtener financiación ajena remunerada, determinamos el **coste de la deuda**. Dicha ratio se calcula como los gastos financieros entre los recursos ajenos totales menos los proveedores.

*Coste de la deuda: Gastos financieros / (Recursos Ajenos – Proveedores)*

Para profundizar en la eficiencia de la empresa, calculamos la **rentabilidad de explotación**. Es decir, la eficiencia con la que la empresa gestiona su actividad principal. Dicha variable se calcula como el cociente del resultado de explotación entre el activo total.

*Rentabilidad de explotación: Resultado de explotación / Activo Total*

Sin duda, la rentabilidad económica depende de la de explotación y esta del **margen**, que refleja la eficiencia en la gestión de los diferentes costes o el beneficio obtenido en función de los ingresos. Dicha variable la hemos obtenido a través de la relación entre el resultado de explotación y el importe neto de la cifra de negocios.

*Margen: Resultado de explotación / Importe neto de la cifra de negocios*

Otra variable relevante en el estudio será el **crecimiento de las ventas**, se trata de la variación de la cifra de negocios entre dos años consecutivos. Esta variable nos permite conocer el crecimiento potencial del restaurante.

*Crecimiento de las ventas: (Cifra de negocios del año t – Cifra de negocios del año t-1) / Cifra de negocios del año t-1*

Segundo, la variable representativa de la reputación social de los restaurantes (**Estrella Michelin**) es de carácter dicotómico y adopta el valor 1 si el restaurante ha obtenido, al menos, una estrella Michelin en el período 2015-2017.

Reputación social: Estrella Michelin: 1 si el restaurante ha obtenido, al menos, 1 estrella

Tercero, para determinar la reputación financiera calculamos una serie de variables que reflejan la fortaleza financiera: solvencia y liquidez de los restaurantes. En concreto, determinamos el nivel de **endeudamiento** como la proporción de recursos ajenos respecto de sus recursos totales. Este ratio nos permite conocer la estructura

financiera o de capital del restaurante, es decir, en qué medida se financia con recursos ajenos o con recursos propios.

*Endeudamiento: Recursos Ajenos / Activo Total*

La ratio que hace referencia al grado de exigibilidad de la financiación ajena es la **estructura de la deuda**, la cual la calculamos como el volumen de recursos ajenos a corto plazo entre el importe total de recursos ajenos.

*Estructura de la deuda: Pasivo Corriente / Recursos Ajenos*

Para medir la **importancia de los proveedores** hemos utilizado la ratio que se obtiene dividiendo el importe de financiación obtenido de los proveedores entre los recursos ajenos totales.

*Importancia de los proveedores: Proveedores / Recursos Ajenos*

Otra medida habitual de solvencia es la inversión de la empresa que puede ser utilizado como garantía de pago frente a los acreedores. Esta variable, denominada **garantía**, la aproximamos como el cociente entre el volumen invertido en inmovilizado material y la deuda financiera.

*Garantía: Inmovilizado material / Deuda financiera*

Como última medida de solvencia consideramos la **ratio de deuda neta**, la cual permite determinar el número de años que necesitarían los restaurantes para poder hacer frente a la deuda financiera neta<sup>1</sup> con los recursos generados en el año. Esta variable se calcula como la deuda financiera neta entre el resultado bruto de explotación.

*Ratio deuda neta: Deuda financiera neta / Resultado bruto de explotación*

Con el objetivo de aproximar el nivel de liquidez, es decir, la capacidad de los restaurantes para hacer frente a sus deudas a corto plazo con los activos realizables a corto hemos utilizado la **ratio de corriente**. Esta ratio se calcula como la división del activo corriente entre el pasivo corriente.

*Ratio de corriente: Activo Corriente / Pasivo Corriente*

---

<sup>1</sup> La deuda neta se determina como el volumen de deuda financiera menos el efectivo (tesorería) de que dispone la empresa en cada año.

Finalmente, como medida específica de la fortaleza financiera de los restaurantes hemos utilizado dos variables: la Z-Altman (1993) y la F- Piotroski (2000). Dichas variables se obtienen de aplicar un modelo multivariante, el cual a partir de una combinación de ratios financieros facilita una puntuación que refleja la fortaleza de la empresa. En concreto, a partir de la combinación de cinco ratios con sus correspondientes ponderaciones se obtiene una puntuación, denominada Z-score, que refleja la solvencia de la empresa (Aguiar et al., 2009). Las ratios propuestas por Altman (1993) son la rentabilidad económica, rotación del activo, capacidad de autofinanciación, liquidez y autonomía financiera (endeudamiento). La ecuación con las ponderaciones de las ratios es la siguiente:

$$Z = 3,107(ROA) + 0,998(Rotación) + 0,847(Autofinanciación) + 0,717(Liquidez) + 0,420(Endeudamiento)$$

F-Piotroski es similar a la medida de fortaleza financiera de Altman pero considera nueve ratios. Para determinar la F-score (puntuación), primero, se asigna un valor de 1 a cada ratio si su valor es favorable y 0 si es desfavorable, segundo, simplemente se suman los valores. Por tanto, el valor de la F-Piotroski está comprendido entre 0 y 9, donde un mayor valor representa una mayor fortaleza financiera de la empresa (Forner y Vázquez Veira, 2019; Hyde, 2018). Las ratios suman 1 si: 1) la rentabilidad es positiva; 2) el incremento de la rentabilidad es positivo; 3) la empresa genera flujos de caja; 4) disminuye el devengo de gastos; 5) incrementa el margen; 6) incrementa la rotación; 7) disminuye el endeudamiento; 8) incrementa la liquidez (medida por la ratio de corriente) y; 9) no se amplía capital.

$$F = \int (ROA, \Delta ROA, tesorería, devengo de gastos, \Delta margen, \Delta rotación, \nabla endeudamiento)$$

### 3.5 Características generales de los restaurantes españoles

En este apartado realizamos una breve descripción, en función del tamaño, antigüedad y oportunidades de crecimiento de los restaurantes que conforman la muestra, diferenciando el perfil de aquellos con y sin estrella Michelin. En esta línea, en la Tabla 1 podemos observar la dimensión de los restaurantes en función de la inversión total realizada en el período de estudio, encontrando que el volumen medio del activo se sitúa en 1.209 miles de euros, es decir, serían considerados microempresas. Los datos también reflejan que no existen diferencias significativas en función de la tenencia de estrellas Michelin (1.192 miles de euros frente a 1.214,

respectivamente). Además, tenemos que señalar la dispersión del tamaño entre los restaurantes de ambos colectivos, ya que la mitad de los mismos presentan una inversión inferior a los 557 miles de euros. Por el contrario, los datos muestran que las ventas medias que generan los restaurantes con estrella Michelin son superiores a la facturación de aquellos sin estrella (1.588 miles de euros frente a 1.368, respectivamente). Estas diferencias se mantienen cuando se considera la mediana, pero para importes sensiblemente inferiores. Por otro lado, para el período de estudio, el número medio de empleados en los restaurantes es de 20, no existiendo diferencias significativas entre los restaurantes sin estrella Michelin (21 trabajadores) y aquellos con estrella (18 trabajadores). Aún así, el 25% de los restaurantes con y sin estrella cuentan con una plantilla inferior a 7 personas. El análisis de estos datos nos permite concluir que, según las tres dimensiones de tamaño y de acuerdo con la recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE de 6 de mayo de 2003, la mitad de los restaurantes analizados (tanto con estrella como sin ella) serían clasificados como microempresas, ya que su cifra de negocios y su activo es inferior a los 2 millones de euros.

Tabla 1. Características de los restaurantes españoles										
Estrella		Activo <sup>a</sup>			Ventas <sup>a</sup>			Personal		
		2015	2017	Global	2015	2017	Global	2015	2017	Global
Sin	Media	1124	1328	1214	1254	1476	1368	20	22	21
	D. Típica	2046	2493	2222	1849	2149	2008	37	42	39
	1º cuartil	218	291	252	384	487	431	7	8	7
	Mediana	518	595	563	675	789	749	11	11	11
	3º cuartil	1292	1354	1324	1455	1701	1609	23	25	23
Con	Media	1063	1340	1192	1479	1696	1588	17	20	18
	D. Típica	1513	2583	2045	1717	2047	1919	15	21	18
	1º cuartil	244	292	265	512	512	510	6	7	7
	Mediana	517	594	552	999	1156	1035	13	14	13
	3º cuartil	1208	1357	1325	1814	1941	1901	23	25	22
T-test				0.138			-1.520*			0.936
Total	Media	1110	1331	1209	1305	1531	1421	19	22	20
	D. Típica	1937	2512	2179	1820	2123	1988	34	38	35
	1º cuartil	221	292	252	400	491	446	7	8	7
	Mediana	518	594	557	761	862	821	11	12	12
	3º cuartil	1292	1355	1324	1546	1807	1644	23	25	23

<sup>a</sup> : Datos en miles de euros  
Fuente: Elaboración propia

Si comparamos el primer año (2015) con respecto al último (2017), podemos comprobar que se produce un incremento en las tres medidas del tamaño. El activo medio de los restaurantes aumenta considerablemente (1.110 miles de euros en 2015 frente a 1.331 miles de euros en 2017), así como el volumen de ventas de los mismos (1.305 miles de euros frente a 1.531 miles de euros, respectivamente); siendo esta evolución similar en ambos colectivos de restaurantes como podemos observar en la Tabla 1. Además, en 2015, los restaurantes contaban con una media de 19 empleados y al final del período aumenta hasta los 22 empleados.

En la Tabla 2 se incluye la antigüedad de los restaurantes que conforman la muestra observándose que, en términos medios, estos llevan casi 16 años en el mercado; si bien un 25% de los mismos llevan operando más de 22,64 años. Cuando diferenciamos por colectivos, los datos ponen de relieve que la antigüedad media de los restaurantes sin estrella es superior a la de aquellos sin este reconocimiento (16 frente a 13 años). Estas diferencias se mantienen cuando se considera el primer cuartil, la mediana e, incluso, el tercer cuartil. Es decir, los restaurantes con estrella Michelin son más jóvenes.

Tabla 2. Antigüedad y crecimiento de los restaurantes españoles							
Estrella		Edad			Crecimiento		
		2015	2017	Global	2015	2017	Global
Sin	Media	15,64	17,64	16,66	0,167	0,080	0,121
	D. Típica	11,61	11,61	11,62	0,475	0,272	0,378
	1º cuartil	7,83	9,83	8,40	0,003	-0,003	0,002
	Mediana	15,79	17,79	16,75	0,065	0,064	0,068
	3º cuartil	21,71	23,71	22,93	0,153	0,131	0,146
Con	Media	12,88	13,72	13,26	0,274	0,203	0,234
	D. Típica	9,40	9,69	9,54	0,500	0,505	0,507
	1º cuartil	4,90	5,76	5,51	0,051	-0,044	0,016
	Mediana	11,55	11,73	11,55	0,158	0,060	0,111
	3º cuartil	21,45	21,51	21,44	0,281	0,195	0,249
T-test				4.200***			-3.594***
Total	Media	15,00	16,66	15,83	0,191	0,110	0,147
	D. Típica	11,18	11,27	11,24	0,482	0,347	0,414
	1º cuartil	6,53	7,82	7,31	0,012	-0,017	0,004
	Mediana	14,58	16,00	15,42	0,081	0,064	0,074
	3º cuartil	21,66	23,50	22,64	0,196	0,150	0,163

Fuente: Elaboración propia

Además, los datos muestran (véase Tabla 2) la existencia de oportunidades de crecimiento en los restaurantes, medida por la tasa media de crecimiento de las ventas (14,7%); siendo dichas oportunidades el doble en los restaurantes con estrella respecto de aquellos sin este reconocimiento (23% frente a 12%). La obtención de estrellas parece contribuir a unas mayores oportunidades futuras, ya que, el crecimiento es significativamente menor en los restaurantes sin estrella.

Los datos presentados en la Tabla 2 también muestran que, en términos de mediana, los restaurantes con estrella y sin ella experimentaron un crecimiento de su facturación de un 7,4% en el período analizado. Este crecimiento del negocio se debe, en mayor medida, al incremento de las ventas en los restaurantes con estrellas, ya que la mitad de estos logran incrementar su facturación más de un 11,1%, frente al 6,8% de los restaurantes sin esta mención de calidad. Por otro lado, el porcentaje medio de crecimiento de las ventas disminuye de forma importante en el período de estudio (de un 19% en 2015 a un 11% en 2017). En el período 2014/2015 el crecimiento medio de las ventas de los restaurantes sin reconocimiento fue de un 16% pero, inferior al 6,5% para la mitad de estos restaurantes; mientras que en el mismo ejercicio la mitad de los restaurantes con estrella incrementaron su facturación más de un 15,8%. Sin embargo, en el último año la situación es diferente, ya que, mientras la tasa de crecimiento de las ventas en los restaurantes sin estrella se mantiene (6,4%), la de aquellos con estrella se reduce de forma relevante (a un 6%, en términos de mediana). Además, en el período 2016/17, un 25% de los restaurantes de ambos colectivos experimentan una disminución de su facturación (-1,7%). Estos resultados parecen contradictorios con la evolución de la economía en el período, ya que cuando se está produciendo la salida de la crisis disminuye la tasa de crecimiento de las ventas, especialmente en los restaurantes con estrella.

## **4 RESULTADOS**

En este apartado presentamos los resultados del estudio empírico realizado para analizar la relación entre la reputación de los restaurantes y su desempeño financiero en el período 2015 - 2017. En primer lugar, analizamos la relación entre la reputación social, aproximada por la tenencia de estrellas Michelin, y la reputación financiera, así como con el desempeño de los restaurantes. En segundo lugar, se clasificarán los restaurantes según su reputación financiera en dos colectivos (alta/baja) y se analizará la relación entre la reputación social y el desempeño para cada colectivo de restaurantes, en aras de considerar conjuntamente ambos tipos de reputación.

### **4.1 Reputación y desempeño de los restaurantes españoles**

En este apartado estudiaremos el desempeño y la reputación financiera de los restaurantes que conforman nuestra muestra, en función de su reputación social, aproximada por la obtención de estrellas Michelin. Es decir, analizaremos la relación entre la reputación social y la financiera y entre la reputación social y el desempeño. En particular, comenzamos con el estudio de la estructura de capital y para ello consideramos las variables de nivel de endeudamiento, estructura de la deuda e importancia de los proveedores. En esta línea, en la Tabla 3 observamos que los restaurantes presentan un el porcentaje medio de endeudamiento del 55%. Por tanto, en general, los restaurantes no presentan riesgo financiero ya que, el volumen de recursos ajenos es solo ligeramente superior al de recursos propios, lo que significa que los restaurantes disponen de recursos para hacer frente a sus compromisos de pago. Esta situación es similar para ambos colectivos, no existiendo diferencias significativas (55% frente a 54% en los restaurantes sin y con estrella, respectivamente). Incluso, los datos muestran que se ha producido una disminución del nivel de endeudamiento medio en el período, en 2015 era de un 56% y se reduce a un 54% en 2017; pudiendo indicar que los restaurantes han conseguido reducir un 2% su dependencia de la financiación ajena. Además, en 2017, un 25% de los restaurantes de la muestra podrían considerarse muy solventes (31% de endeudamiento), mientras que otro 25% asumen un elevado riesgo de insolvencia ya que su endeudamiento es superior al 78%.

**Tabla 3. Estructura de capital de los restaurantes españoles**

		Endeudamiento <sup>a</sup>			Estructura deuda <sup>a</sup>			Proveedores <sup>a</sup>		
Estrella		2015	2017	Global	2015	2017	Global	2015	2017	Global
<b>Sin</b>	Media	56,23	53,65	55,04	65,48	67,91	66,70	19,90	18,65	19,25
	D. Típica	28,49	27,67	27,98	30,33	29,60	29,95	19,10	19,08	19,06
	1º cuartil	31,45	29,71	31,34	40,39	44,89	42,82	2,91	2,51	2,63
	Mediana	61,48	54,57	57,92	69,50	74,71	71,48	15,45	13,03	13,93
	3º cuartil	81,07	77,18	79,82	98,52	98,08	98,30	31,53	29,17	30,28
<b>Con</b>	Media	53,92	55,43	54,89	65,71	66,51	67,14	20,38	17,83	19,75
	D. Típica	25,38	27,08	26,66	29,86	29,34	29,03	18,56	15,76	17,07
	1º cuartil	33,88	32,99	33,10	43,70	41,35	43,21	5,01	6,57	6,57
	Mediana	52,48	55,57	53,43	67,86	71,30	71,30	15,96	13,39	14,91
	3º cuartil	76,58	79,95	79,36	96,17	96,60	96,50	29,58	28,50	29,36
<b>T-test</b>				0.072			-0.206			-0.367
<b>Total</b>	Media	55,74	54,10	55,01	65,53	67,56	66,80	20,01	18,44	19,37
	D. Típica	27,84	27,50	27,66	30,18	29,50	29,72	18,96	18,29	18,59
	1º cuartil	32,74	30,89	32,06	42,33	43,99	42,83	3,45	3,31	3,54
	Mediana	59,50	54,95	57,46	69,34	72,64	71,32	15,50	13,04	14,27
	3º cuartil	80,45	78,06	79,77	98,30	97,59	97,84	31,29	28,52	30,18

<sup>a</sup>: Datos en %

Fuente: Elaboración propia

Una vez analizado el nivel de endeudamiento, la estructura de la deuda nos indica el grado de exigibilidad de la deuda, es decir, si los restaurantes se financian en mayor o menor medida con recursos ajenos a corto plazo. Tal y como observamos en la Tabla 3, en el período analizado, los restaurantes presentan un grado de exigibilidad de la deuda media de un 67%; no observando diferencias significativas entre los dos colectivos. Además, la estructura de la deuda se incrementa ligeramente en el período (de un 65,5% a un 67,6%), lo que nos permite señalar que los restaurantes se financian en mayor medida con recursos ajenos a corto plazo, no siendo una estructura muy adecuada ya que más del 50% del pasivo es exigible en menos de un año. Sin embargo, hay un 25% de restaurantes que sí presentan una buena estructura de la deuda, ya que solo deben afrontar el pago de un 43% de sus recursos ajenos a corto plazo.

Dentro de la financiación a corto plazo, los acreedores comerciales son los más relevantes, por lo que analizamos su importancia para los restaurantes de la muestra. Los datos presentados en la Tabla 3 nos indican que los proveedores, en términos

medios en el período, suponen un 19% del total. Al igual que sucede con las variables comentadas previamente, no observamos diferencias entre los restaurantes con y sin reconocimiento (19,75% frente a 19,25%). Por otro lado, en el año 2015 podemos observar como los restaurantes que más recurren a la financiación de proveedores son los que poseen estrella Michelin (20,38% frente a 19,9%), mientras que en 2017 ocurre todo lo contrario (17,83% frente a 18,65%), en términos de media.

A continuación, analizaremos la solvencia y la liquidez de los restaurantes que conforman ambos colectivos y para ello utilizaremos las ratios de garantía, de corriente y de deuda neta. Como podemos apreciar en la Tabla 4, el inmovilizado material representa, en términos medios, un 4,72 veces la deuda financiera de los restaurantes, no existiendo diferencias significativas entre aquellos con estrellas y sin ellas (4,06 frente a 4,92). Estos datos pondrían de relieve que los restaurantes disponen de activos tangibles que pueden ofrecer a los acreedores financieros como garantía en caso de posibles impagos. Solo un 25% de los restaurantes no disponen de activos suficientes para hacer frente a sus deudas financieras (0,81). En el período estudiado no se observan apenas diferencias, los valores se mantienen estables.

Tabla 4. Solvencia y liquidez de los restaurantes españoles										
Estrella		R. Garantía			R. Corriente			R. Deuda Neta		
		2015	2017	Global	2015	2017	Global	2015	2017	Global
Sin	Media	5,00	4,71	4,92	2,34	2,55	2,47	3,41	2,18	2,62
	D. Típica	9,27	8,86	9,17	3,97	4,18	4,20	7,30	6,77	7,05
	1º cuartil	0,76	0,87	0,80	0,55	0,63	0,59	-0,87	-1,23	-1,24
	Mediana	1,34	1,52	1,45	1,04	1,22	1,14	1,27	0,79	0,84
	3º cuartil	3,61	3,43	3,27	2,09	2,33	2,19	5,60	4,35	4,52
Con	Media	3,83	4,61	4,06	2,43	2,52	2,57	1,58	1,06	1,37
	D. Típica	7,81	8,82	7,87	3,37	3,44	3,80	5,98	5,60	5,84
	1º cuartil	0,64	0,95	0,85	0,91	0,91	0,90	-1,21	-1,58	-1,40
	Mediana	1,29	1,44	1,40	1,63	1,50	1,57	0,04	-0,10	-0,13
	3º cuartil	2,39	2,42	2,49	2,81	2,42	2,63	3,29	2,81	2,91
T-test			1.211			-0.342			2.412***	
Total	Media	4,75	4,68	4,72	2,36	2,55	2,49	3,00	1,90	2,32
	D. Típica	8,98	8,83	8,89	3,83	4,01	4,11	7,06	6,51	6,80
	1º cuartil	0,75	0,90	0,81	0,66	0,69	0,65	-0,94	-1,35	-1,28
	Mediana	1,34	1,48	1,44	1,18	1,29	1,22	0,93	0,52	0,56
	3º cuartil	3,05	2,96	3,02	2,30	2,39	2,30	4,94	3,76	4,01

Fuente: Elaboración propia

La solvencia se traslada al grado de liquidez, la cual analizamos a través de la ratio de corriente que aproxima la capacidad de los restaurantes para hacer frente a sus deudas a corto plazo. Como observamos en la Tabla 4, para el período analizado y en términos medios, la ratio de corriente se sitúa por encima de la unidad (2,49 veces), lo que nos indica que los restaurantes son capaces de hacer frente a sus deudas a corto plazo con su activo corriente. Solo un 25% de los restaurantes de la muestra no podrían hacer frente a sus deudas a corto plazo (0,65) por medio de su activo corriente. La evolución de esta variable, también en términos medios, es positiva ya que en 2015 adopta un valor de 2,36 veces y en 2017 se incrementa hasta 2,55 veces; por lo que, en los años estudiados, los restaurantes de ambos colectivos pueden hacer frente a sus deudas a corto plazo. Aún así, aunque no existen diferencias significativas entre los restaurantes con estrella y sin estrella, podemos observar que los restaurantes sin estrella poseen una ratio de corriente algo inferior que los restaurantes con estrella.

Continuando con el análisis de la capacidad de pago, la ratio media de deuda neta de los restaurantes de ambos colectivos es de 2,32 veces en el período (véase Tabla 4). Esto significa que con los recursos generados en el período, los restaurantes requerirían 2,32 años para poder hacer frente a la misma. Sin embargo, hay que señalar que la mitad de los restaurantes presenta una ratio de deuda neta de 0,56 veces, lo que nos indica que el volumen de deuda financiera neta es inferior a los recursos generados. Es decir, existe una alta dispersión en esta variable. Además, un 25% de los restaurantes tiene una ratio de deuda neta negativa (-1,28). Esto se podría explicar porque el volumen de tesorería supera a la deuda financiera o porque sus recursos generados son negativos. En aras de aislar el efecto, calculamos los estadísticos de esta variable solo para los casos en los cuales los recursos generados son positivos, observándose que el dato anterior, efectivamente, se explica porque existe un porcentaje de restaurantes que podría hacer frente a toda su deuda financiera con la tesorería. Por colectivos, son los restaurantes sin estrella los que presentan una mayor ratio en términos medios (2,62 frente a 1,37), y, como consecuencia, tardarían significativamente más tiempo en hacer frente a la deuda con los recursos generados que los que tienen estrella. Estas diferencias son más evidentes si se considera la mediana, ya que es negativa para los restaurantes con estrella Michelin (-0,13) y de casi un año para el resto (0,84). En cuanto a la evolución,

en el año 2015, los restaurantes tardaban 0,93 años en hacer frente a la deuda con los recursos generados, en términos de mediana; mientras que 2017 la situación ha mejorado al reducirse la ratio a 0,52 veces. Esta evolución favorable de la ratio se observa en los dos colectivos.

Una vez analizada la solvencia y liquidez de los restaurantes en el período 2015-2017, a continuación, nos centraremos en el estudio de la eficiencia con la que los mismos gestionan sus recursos. En primer lugar, consideraremos la rentabilidad financiera para analizar el rendimiento que obtienen los accionistas (propietarios) como consecuencia de la inversión llevada a cabo en los restaurantes. Así, como podemos observar en la Tabla 5, la rentabilidad financiera en el período y en términos medios es del 14%. A diferencia de lo que sucedía con las variables representativas de la solvencia y liquidez, observamos diferencias significativas en el nivel de eficiencia con el que los restaurantes de ambos colectivos gestionan sus recursos financieros; siendo claramente superior la rentabilidad financiera media en los restaurantes con estrella respecto de los que no tienen este reconocimiento (25% frente a un 11%, respectivamente). Por tanto, los accionistas de los restaurantes con estrella obtienen un mayor rendimiento de su inversión que los accionistas de aquellos que carecen de ella. Así, el 25% de los restaurantes con estrella alcanzan una rentabilidad financiera superior al 40% mientras que el 25% de los restaurantes sin este reconocimiento solo supera el 22%, casi la mitad (véase Tabla 5). En el año 2015, la mitad de los restaurantes tiene una rentabilidad financiera del 8,42%; que se debe a que las diferencias entre ambos tipos de restaurantes se ven acrecentadas (6,78% en los restaurantes sin estrella frente al 15,01% en aquellos con estrella). En 2017 se observa que los restaurantes logran incrementar la rentabilidad financiera, en términos de mediana, hasta un 9,43%. No obstante, esta evolución se explica por un leve incremento de la rentabilidad financiera de los restaurantes sin estrella (hasta un 7,57%) y un mayor crecimiento de la obtenida por aquellos con estrella (hasta un 17,08%).

Por otro lado, según información publicada en el Boletín Económico del Banco de España, la rentabilidad de los bonos a 10 años en 2017 fue del 1,56% y, según la Central de Balances del Banco de España, la rentabilidad financiera de las pequeñas empresas españolas en el 2017 fue de un 4,2%. Estos datos son positivos para los

propietarios de los restaurantes, ya que les indica que es más rentable continuar con sus negocios en la restauración que invertir en los bonos del Estado.

Sin duda, la rentabilidad financiera depende de la rentabilidad económica, que mide la eficiencia con la que los restaurantes gestionan sus recursos económicos. De acuerdo con los datos presentados en la Tabla 5, la rentabilidad económica media de los restaurantes en el período es de un 9,23%. Destacamos que el 75% de los restaurantes con independencia de tener o no estrella, obtienen una rentabilidad económica superior al 1,76%; por tanto, pocos han sido ineficientes en la gestión de sus activos económicos (rentabilidad negativa). Al igual que ocurre con la rentabilidad financiera, existen diferencias entre los restaurantes sin estrella (7,91%) y en los restaurantes con estrella (13,41%). Estas diferencias se mantienen si consideramos la mediana, ya que es el doble en los restaurantes con reputación (9,47% frente a 4,71%). Podemos concluir que los restaurantes con estrella consiguen una mayor eficiencia en la gestión de sus activos.

En cuanto a su evolución, los datos muestran que en el año 2015, la rentabilidad económica fue de un 4,65% en términos de mediana; siendo claramente superior en los restaurantes con reconocimiento (10,19% frente a 3,99%); mientras que en 2017 dicha rentabilidad se sitúa en el 5,9% (véase Tabla 5). Por tanto, observamos un incremento de la eficiencia con la que los restaurantes gestionan sus recursos económicos. No obstante, este incremento está explicado por una disminución de la rentabilidad de los restaurantes con estrella (de un 10,19% a un 9,02%), frente a un incremento de aquellos sin estrella (de 3,99% a un 5,23%), en términos de mediana. De nuevo, los datos parecen reflejar que ante una mejora del ciclo económico del país, los restaurantes que consiguen mejorar su eficiencia económica son aquellos que no poseen estrella. Aún así, las diferencias siguen siendo claramente más ventajosas para los restaurantes con reconocimiento (9,47% frente a 4,71%), simplemente el diferencial se va reduciendo.

**Tabla 5. Desempeño financiero de los restaurantes españoles**

		ROE <sup>a</sup>			Coste deuda <sup>a</sup>			ROA <sup>a</sup>		
Estrella		2015	2017	Global	2015	2017	Global	2015	2017	Global
<b>Sin</b>	Media	11,56	10,15	10,69	2,65	1,96	2,28	6,59	8,43	7,91
	D. Típica	45,61	43,83	43,84	3,93	3,19	3,52	14,29	13,51	14,15
	1º cuartil	0,48	2,95	1,18	0,34	0,19	0,30	0,94	1,98	1,39
	Mediana	6,78	7,57	7,49	1,77	1,31	1,49	3,99	5,23	4,71
	3º cuartil	21,30	20,73	21,99	3,33	2,26	2,86	10,05	12,49	11,95
<b>Con</b>	Media	28,92	20,06	24,57	2,21	1,95	2,06	13,95	12,92	13,41
	D. Típica	48,51	57,60	54,63	2,39	1,91	2,22	21,02	16,25	17,95
	1º cuartil	5,24	4,53	6,05	0,14	0,37	0,30	2,61	3,34	2,92
	Mediana	15,01	17,08	17,08	1,78	1,42	1,52	10,19	9,02	9,47
	3º cuartil	48,22	35,08	40,20	3,40	2,79	2,79	21,86	23,28	23,28
<b>T-test</b>				-4.03***			-0.91			-4.97***
<b>Total</b>	Media	15,27	12,63	13,94	2,54	1,96	2,23	8,25	9,55	9,23
	D. Típica	46,72	47,75	46,93	3,63	2,93	3,25	16,31	14,35	15,32
	1º cuartil	0,56	3,24	1,68	0,26	0,25	0,30	1,07	2,27	1,76
	Mediana	8,42	9,43	9,12	1,77	1,33	1,50	4,65	5,90	5,53
	3º cuartil	27,96	23,91	26,04	3,33	2,44	2,85	13,12	14,67	14,37

<sup>a</sup>: Datos en %

ROE: Rentabilidad Financiera

ROA: Rentabilidad Económica

Fuente: Elaboración propia

La rentabilidad que perciben los propietarios depende de la eficiencia en la gestión de sus activos, como hemos comentado previamente, y del efecto apalancamiento. En esta línea, si la rentabilidad económica es superior al coste de la deuda, la incidencia de la estructura financiera es favorable ya que incrementa la rentabilidad. Por tanto, analizamos el coste de la deuda. Los datos presentados en la Tabla 5, reflejan que durante el período de estudio, los restaurantes asumen un coste medio por la financiación con recursos ajenos remunerados del 2,23%; no existiendo diferencias significativas entre los restaurantes con reconocimiento y sin el mismo (2,06% frente al 2,28%, respectivamente). La ausencia de diferencias está en línea con los resultados previamente comentados para el nivel de endeudamiento e importancia de las fuentes de financiación utilizadas. En cuanto a la evolución del coste de la deuda, los datos muestran una disminución del mismo desde un 2,54% en 2015 a un 1,96% en el último año de estudio. Como ya adelantamos anteriormente, la rentabilidad financiera depende de la económica y del coste de la deuda. Los datos analizados en

la Tabla 5 ponen de manifiesto que, en términos de mediana, la ROA (5,5%) es mayor que el coste de la financiación ajena (1,5%) por lo que, el apalancamiento financiero tendría un efecto positivo en la rentabilidad.

En aras de seguir profundizando en las diferencias existentes en el desempeño de los restaurantes con y sin estrellas, nos centramos en la rentabilidad de la explotación, que refleja la eficiencia de la gestión de la actividad principal de la empresa; en este caso, la restauración. En términos medios, en el período de estudio, tal y como observamos en la Tabla 6, dicha rentabilidad asciende a un 8,94%. De nuevo, los datos revelan la existencia de diferencias significativas entre los restaurantes con reconocimiento (13,85%) y sin reconocimiento (7,39%), en términos medios. En 2015, la mitad de los restaurantes obtiene una rentabilidad de la explotación superior al 4,49%; incrementándose el último año hasta un 5,86%. Este aumento se debe en parte a la mayor eficiencia en la gestión de su actividad de los restaurantes sin estrella Michelin (pasando de un 3,75% en 2015 a un 5,09% en 2017, en términos de mediana), ya que la rentabilidad alcanzada por los restaurantes con estrella se mantiene estable en el período (10%). Estos resultados hacen que se reduzcan las diferencias entre ambos colectivos; aún así, podemos concluir que los restaurantes con reconocimiento presentan una mejor eficiencia en la gestión de su actividad (del 10% frente al 5%, en 2017 y en términos de mediana).

Finalmente, teniendo en cuenta que la rentabilidad de la explotación depende del margen y la rotación, nos centramos en el estudio de dicho margen que refleja la eficiencia en la gestión de los costes o el beneficio obtenido en relación con los ingresos. En el período de estudio, los restaurantes obtienen de media un margen del 5,08% (véase Tabla 6). En este caso, también observamos que los restaurantes con estrella realizan una mejor gestión de los costes; obteniendo un mayor margen (7,58% frente a 4,29%, en términos medios). En cuanto a la evolución de esta variable, también se observa una mayor eficiencia media a medida que transcurre el período de estudio desde un 4,17% hasta 5,89%; siendo esta tendencia de crecimiento similar en ambos colectivos, aunque un poco más acusada en los restaurantes sin estrellas Michelin. No obstante, podemos concluir que los restaurantes con estrella siguen logrando mejores resultados respecto al margen que aquellos sin reconocimiento de la Guía Michelin.

Tabla 6. Rentabilidad de explotación y margen de los restaurantes españoles							
Estrella		Rent. Explotación			Margen		
		2015	2017	Global	2015	2017	Global
Sin	Media	6,12	8,04	7,39	3,13	5,17	4,29
	D. Típica	13,43	12,40	13,01	8,40	8,06	8,23
	1º cuartil	0,86	1,70	1,20	0,71	1,06	0,97
	Mediana	3,75	5,09	4,45	2,86	3,81	3,50
	3º cuartil	10,05	12,31	11,74	6,33	7,90	7,21
Con	Media	14,07	14,13	13,85	7,77	8,01	7,58
	D. Típica	20,42	14,27	17,12	12,03	8,48	9,97
	1º cuartil	2,61	3,48	3,00	1,25	1,97	1,95
	Mediana	10,03	10,15	10,08	5,12	5,61	5,45
	3º cuartil	24,81	24,58	23,72	13,97	13,44	12,91
T-test							
				-6.28***			-5.18***
Total	Media	7,91	9,56	8,94	4,17	5,89	5,08
	D. Típica	15,61	13,14	14,36	9,51	8,25	8,79
	1º cuartil	1,00	2,29	1,65	0,82	1,37	1,10
	Mediana	4,49	5,86	5,29	3,50	4,14	3,93
	3º cuartil	13,07	14,64	14,28	7,81	9,16	8,34

<sup>a</sup>: Datos en %.

Fuente: Elaboración propia

#### 4.2 Relación entre la reputación social y la financiera en el desempeño de los restaurantes

Una vez analizado en el apartado anterior el desempeño de los restaurantes, a continuación, estableceremos una relación entre la reputación social y financiera en el desempeño de los restaurantes. Para ello, primero analizaremos la fortaleza financiera de los restaurantes a través de la Z-Altman y F-Piotroski. Segundo, clasificaremos los restaurantes en dos colectivos, mayor y menor fortaleza financiera y comparemos el desempeño de acuerdo con la reputación social de los mismos. De esta forma, se puede observar la relación conjunta de la reputación social y financiera en el desempeño de los restaurantes (Martinez et al., 2017).

Altman (1993, en Aguiar et al., 2009) propone un baremo para interpretar el valor de la Z-score, de manera que empresas con puntuaciones inferiores a 1,23 presentan una elevada probabilidad de insolvencia, superiores a 2,90 tienen una buena solvencia

y aquellas cuya puntuación está entre ambos valores pueden considerarse con cierto deterioro financiero (probabilidad intermedia de insolvencia). En la Tabla 7 observamos que en el período de estudio, los restaurantes presentan una Z-score promedio de 3,45. Este dato significa que los restaurantes analizados tienen una muy buena solvencia, en términos medios. Además, no se observan diferencias significativas entre aquellos con estrella (3,57) y sin ella (3,42). Aún así, destacamos que la mitad de los restaurantes con reconocimiento poseen un valor de 3,35 frente al 2,73 de aquellos sin reconocimiento; otorgándole a los restaurantes con estrella una fortaleza mayor o una menor probabilidad de insolvencia.

Tabla 7. Fortaleza financiera de los restaurantes españoles							
Estrella		Z-Altman			F-Piotroski		
		2015	2017	Global	2015	2017	Global
Sin	Media	3,38	3,46	3,42	4,59	4,79	4,69
	D. Típica	3,37	3,19	3,20	1,72	1,62	1,66
	1º cuartil	1,43	1,79	1,65	3,00	4,00	4,00
	Mediana	2,63	2,79	2,73	5,00	5,00	5,00
	3º cuartil	4,02	4,33	4,16	6,00	6,00	6,00
Con	Media	3,41	3,43	3,57	4,91	4,76	4,80
	D. Típica	2,17	1,97	2,69	1,44	1,52	1,50
	1º cuartil	1,90	1,73	1,78	4,00	4,00	4,00
	Mediana	3,17	3,37	3,35	5,00	5,00	5,00
	3º cuartil	4,62	4,71	4,66	6,00	6,00	6,00
T-test				-0.658			-0.959
Total	Media	3,39	3,46	3,45	4,67	4,78	4,72
	D. Típica	3,14	2,94	3,09	1,66	1,59	1,62
	1º cuartil	1,48	1,77	1,67	3,50	4,00	4,00
	Mediana	2,78	2,89	2,86	5,00	5,00	5,00
	3º cuartil	4,29	4,41	4,36	6,00	6,00	6,00

Fuente: Elaboración propia

A través del análisis de la F-score de Piotroski se llega a la misma conclusión (véase Tabla 7), ya que la puntuación media es de 4,72, siendo el rango máximo de esta variable 9, tal y como explicamos en el apartado de descripción de variables. De nuevo, tampoco se observan diferencias significativas entre los restaurantes con estrella (4,80) y los que no la poseen (4,69).

A continuación, tal y como comentamos, hemos dividido los restaurantes en dos grupos: los que tienen mayor y menor reputación financiera en función de la Z-Altman, para comparar la rentabilidad de los restaurantes de ambos grupos con y sin estrella. En la Tabla 8 podemos apreciar que los restaurantes con elevada reputación financiera obtienen de media un 23,69% de rentabilidad financiera en el período; mientras que para aquellos de menor reputación es solo del 4,1%. Por tanto, existen diferencias significativas en la eficiencia con la que gestionan los recursos financieros dependiendo de la reputación financiera (mayor reputación, mayor rentabilidad). Además, los datos revelan que tanto con alta o baja reputación financiera, los restaurantes con reconocimiento social obtienen una mayor rentabilidad financiera (36,75% frente a 18,88% y 7,93% frente a 3,15%, en los restaurantes con estrella y sin estrella respectivamente).

Los datos también permiten comprobar que las diferencias de rentabilidad entre los restaurantes con y sin estrella son mayores en el colectivo de restaurantes con elevada reputación financiera (17,9 puntos frente a 4,8 puntos). Estos resultados están en línea con el planteamiento teórico de que las dos reputaciones se complementan entre sí, permitiendo un mejor desempeño financiero. En lo que respecta al coste de la deuda, no existen diferencias significativas entre los restaurantes con mayor y menor reputación financiera (2,37% frente a 2,08%). De igual forma, los resultados presentados en la Tabla 8 reflejan que tampoco existen diferencias significativas en el coste de la deuda de los restaurantes con estrella y sin estrella con independencia de la fortaleza financiera.

Para analizar la eficiencia en la gestión de los activos consideramos la rentabilidad económica; observando que los restaurantes con alta reputación financiera alcanzan una rentabilidad muy superior (15,11% frente a 3,29%). Sin embargo, existen diferencias con respecto a la rentabilidad financiera cuando se considera la conjunción de la reputación financiera y la social (véase Tabla 8), ya que los restaurantes con estrella presentan una eficiencia mayor que los que carecen de este reconocimiento solo en el caso de tener una reputación financiera elevada (20,69% frente a 12,99%). Sin embargo, cuando la reputación financiera es menor, no observamos diferencias significativas en la rentabilidad económica según la tenencia o no de estrella (3,56% frente a 3,23%).

Tabla 8. Rentabilidad de los restaurantes españoles según su reputación por Z-Altman						
		Alta reputación <sup>a</sup>				
Estrella		ROE	Coste deuda	ROA	Rent. Explotación	Margen
Sin	Media	18,88	2,47	12,99	12,17	5,38
	Mediana	11,72	0,98	9,55	9,33	4,19
Con	Media	36,75	2,13	20,69	20,78	9,94
	Mediana	26,18	1,29	16,97	17,01	7,00
Total	Media	23,69	2,37	15,11	14,54	6,64
	Mediana	14,81	1,09	11,33	11,04	4,79
		Baja reputación <sup>a</sup>				
Estrella		ROE	Coste deuda	ROA	Rent. Explotación	Margen
Sin	Media	3,15	2,10	3,23	2,98	3,29
	Mediana	4,82	1,83	3,08	3,02	2,91
Con	Media	7,93	1,97	3,56	4,48	4,35
	Mediana	9,63	1,87	3,68	3,83	3,83
Total	Media	4,10	2,08	3,29	3,29	3,50
	Mediana	6,02	1,84	3,30	3,10	3,06

<sup>a</sup>: Datos en %.

ROE: Rentabilidad Financiera

ROA: Rentabilidad Económica

Fuente: Elaboración propia

La eficiencia en la gestión de la actividad principal de los restaurantes depende de la rentabilidad de explotación, donde observamos que, en términos medios, supone un 14,54% para los restaurantes con mayor reputación financiera y solo un 3,29% en aquellos de menor reputación financiera (véase Tabla 8). Además, de nuevo observamos diferencias significativas entre los restaurantes sin estrella (12,17%) y con estrella (20,78%) en términos medios cuando tienen mayor reputación financiera; mientras que las diferencias de rentabilidad de explotación son menores cuando la reputación financiera es menor (4,48% frente a 2,98%, para los restaurantes con estrella y sin ella, respectivamente). Estos resultados irían en línea con la complementariedad entre ambos tipos de reputación, ya que aquellos con mayor reputación de los dos tipos son las que presentan una mayor eficiencia en su actividad. Por último, analizaremos el margen obtenido por los restaurantes dependiendo del nivel de reputación financiera. Como la rentabilidad de explotación depende del margen, observaremos resultados similares para ambas variables. Es decir, también

existen diferencias significativas entre los restaurantes con alta reputación con reconocimiento (9,94%) y sin reconocimiento (5,38%), en términos medios; mientras que las diferencias son menores para los restaurantes con menor reputación financiera (con estrella 4,35% frente a 3,29% sin estrella).

Finalmente, presentamos los resultados del análisis anterior pero clasificando los restaurantes en aquellos de mayor y menor fortaleza financiera a través de la F-Piotroski. En la Tabla 9 observamos que los restaurantes con mayor reputación financiera obtienen una rentabilidad financiera media del 27,48%, frente a una rentabilidad media negativa (-4,07%) de los restaurantes de menor reputación. Claramente, observamos diferencias significativas en la eficiencia de la gestión de los recursos financieros según la reputación financiera de los restaurantes, tanto en términos de media como de mediana. Asimismo, los datos muestran que los restaurantes con estrella alcanzan mayores niveles de rentabilidad que aquellos sin ella tanto cuando presentan una mayor o menor reputación financiera (31,68% frente a 13,52% y 7,14% frente a 1,27%, respectivamente, en términos de mediana). Además, hay que destacar que las diferencias en la rentabilidad financiera según la reputación social son mayores cuando tienen una alta reputación social (18,1% frente a 8,3%), poniendo de relieve la potenciación de ambos tipos de reputación. En cuanto al coste de la deuda, los resultados son similares a los comentados cuando consideramos la Z-Altman; no encontrando diferencias significativas entre los restaurantes con estrella y sin ella (2,16% frente al 2,29% en los de mayor reputación y 1,93% frente 2,26% en los de menor reputación, para aquellos de mayor y menor reputación financiera, respectivamente).

Con respecto a la rentabilidad económica, el colectivo de restaurantes con alta reputación financiera alcanza una rentabilidad significativamente mayor (15,25%) que aquellos de menor reputación (1,16%). Además, vuelven a observarse diferencias, en ambos colectivos, entre los restaurantes con reputación social y sin ella (véase Tabla 9). En esta línea, los restaurantes con estrella gestionan mejor sus activos que los que no la poseen (21,56% frente al 13,31% en los restaurantes con mayor reputación y 2,92% frente al 0,59% en los restaurantes con menor reputación). De nuevo, los datos son más divergentes entre los restaurantes con alta reputación financiera.

**Tabla 9. Rentabilidad de los restaurantes españoles según su reputación por F-Piotroski**

		<b>Alta reputación</b>				
<b>Estrella</b>		<b>ROE</b>	<b>Coste deuda</b>	<b>ROA</b>	<b>Rent. Explotación</b>	<b>Margen</b>
<b>Sin</b>	Media	23,46	2,29	13,31	12,68	7,46
	Mediana	13,52	1,42	8,74	8,57	5,10
<b>Con</b>	Media	41,06	2,16	21,56	22,24	11,53
	Mediana	31,68	1,40	17,36	17,95	9,50
<b>Total</b>	Media	27,48	2,26	15,25	14,94	8,42
	Mediana	16,46	1,42	10,54	10,41	5,78
		<b>Baja reputación</b>				
<b>Estrella</b>		<b>ROE</b>	<b>Coste deuda</b>	<b>ROA</b>	<b>Rent. Explotación</b>	<b>Margen</b>
<b>Sin</b>	Media	-6,62	2,26	0,59	0,22	-0,05
	Mediana	1,27	1,61	1,43	1,21	1,33
<b>Con</b>	Media	3,89	1,93	2,92	3,06	2,45
	Mediana	7,14	1,62	3,02	3,02	2,47
<b>Total</b>	Media	-4,07	2,18	1,16	0,91	0,56
	Mediana	2,01	1,62	2,07	1,72	1,50

<sup>a</sup>: Datos en %.

ROE: Rentabilidad Financiera

ROA: Rentabilidad Económica

Fuente: Elaboración propia

En lo que se refiere a la rentabilidad de explotación, los datos son similares a los comentados para la rentabilidad económica. En concreto, podemos observar que los restaurantes más eficientes en la gestión de su actividad son aquellos con mayor reputación financiera y social (22,24%); siendo los menos eficientes los categorizados en el colectivo de menor rentabilidad financiera según la F de Piotroski y sin reputación social (0,22%). En la Tabla 9 podemos comprobar que estas diferencias entre los restaurantes son significativas. Finalmente, analizamos el margen, uno de los determinantes de la rentabilidad de la explotación. Para esta variable también observamos diferencias significativas entre los colectivos de alta y baja reputación financiera. Estas diferencias se ven acrecentadas en los restaurantes con reconocimiento social que, además, presentan una mayor reputación financiera.

## 5 CONCLUSIONES

El presente trabajo tiene como objetivo estudiar la relación existente entre la reputación social, aproximada por la obtención de estrellas Michelin, la reputación financiera y el desempeño de los restaurantes españoles. Actualmente, las empresas dedican cada vez más recursos y atención a la reputación, debido a las ventajas que genera este activo estratégico, tales como la fidelización de los clientes, personal mejor cualificado y motivado, mayor facilidad para obtener recursos financieros, barreras a la competencia, reducción de asimetrías de información y protección en tiempos de crisis (Miralles-Marcelo et al., 2014). La reputación constituye un activo intangible que genera ventajas competitivas para las empresas; las cuales se trasladan a los resultados financieros de las mismas (Martín de Castro et al., 2006; Martínez y Olmedo, 2009). Sin embargo, de acuerdo con Martínez et al. (2017), se precisan más trabajos que consideren las dos dimensiones de la reputación (la social y la financiera).

En aras de alcanzar el objetivo del trabajo, tras una revisión de la literatura académica tendente a determinar qué es la reputación, sus dimensiones y su relación con el desempeño financiero, realizamos un estudio empírico para una muestra de 87 restaurantes españoles con estrella y 261 sin dicha mención, pero de similar dimensión. Los resultados muestran que aunque no existen diferencias entre los restaurantes según el tamaño (ni activo ni empleados), los que tienen estrella obtienen un volumen medio de facturación superior. Estos resultados están en línea con las mayores oportunidades de negocio que muestran estos restaurantes, en términos de crecimiento de las ventas.

En cuanto a la relación entre la reputación social y las medidas de la estructura financiera, los resultados no reflejan diferencias significativas para los restaurantes con y sin reconocimiento. Es decir, ambos colectivos presentan similares niveles de riesgo financiero con un ratio de endeudamiento ligeramente superior al 50%; un grado de exigibilidad que muestra que se financian en mayor medida con recursos ajenos a corto plazo que a largo; similar composición de la deuda (importancia de los proveedores); disponen de activos tangibles que podrían ofrecer a los acreedores financieros como garantía en caso de posibles impagos y; con capacidad de hacer frente a los compromisos de pago a corto plazo con los activos realizables a corto. De

igual forma, cuando se considera la fortaleza financiera de los restaurantes en términos de un modelo multivariante (Z-Altman), los resultados revelan que no existen diferencias en la reputación financiera de los restaurantes con y sin reputación social. Estos resultados se corroboran utilizando la F-Piotroski, otra medida de la fortaleza financiera.

Por el contrario, los resultados revelan claras diferencias en la eficiencia con la que los restaurantes españoles gestionan los recursos tanto financieros como económicos. En concreto, los accionistas de los restaurantes con estrella obtienen un mayor rendimiento de su inversión que los accionistas de aquellos que carecen de ella. Al igual que ocurre con la rentabilidad financiera, los restaurantes con estrella consiguen una mayor eficiencia en la gestión de sus activos, de su actividad y un mayor margen. De igual forma, del análisis realizado se concluye que existen mayores diferencias entre la reputación social y el desempeño financiero para los restaurantes con reputación (fortaleza) financiera. Estos resultados estarían en línea con el planteamiento teórico de que el efecto de las reputaciones se potencian. Así, tanto para Z-Altman como F-Piotroski, observamos que las medidas de rentabilidad son superiores en los restaurantes con mayor reputación de ambos tipos que los de menor reputación.

A pesar de las contribuciones que aporta este trabajo en la relación existente entre reputación social y financiera, debemos reconocer que existen una serie de aspectos que podrían tenerse en cuenta en futuros trabajos. Por ejemplo, si bien se ha analizado un período tras la crisis, se podría estudiar el período antes de la misma y así establecer diferencias entre ambos. Además, podríamos extrapolar el trabajo a otro tipo de empresas, como, por ejemplo, los hoteles, y así observar si la relación entre reputación social, reputación financiera y desempeño es la misma.

## REFERENCIAS

Cao, Y.; Myers, J.N.; Myers, L.A.; Omer, T.C. (2015). "Company reputation and the cost of equity capital". *Review of Accounting Studies*, 20, pp. 42-81.

Dalbor, M.C.; Upneja, A. (2002). "Factors affecting the long-term debt decision of restaurant firms". *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 26, pp. 422-432.

Delgado-García, J.B.; Quevedo-Puente, E.; Díez-Esteban, J.M. (2013). "The Impact of Corporate Reputation on Firm Risk: A Panel Data Analysis of Spanish Quoted Firms". *British Journal of Management*, 24, pp. 1-20.

Forner, C.; Vázquez Veira, P.J. (2019). "Using book-to-market ratio, accounting strength, and momentum to construct a value investing strategy: the case of Spain". *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 48, pp. 21-49.

González Ramos, M.I.; Donate Manzanares, M.J.; Guadamillas Gómez, F. (2014). "El efecto del papel mediador de la reputación corporativa en la relación entre la RSC y los resultados económicos". *Revista de Estudios Empresariales*, 1, pp. 67-89.

Hyde, C.E. (2018). "The Piotroski F-score: evidence from Australia". *Accounting & Finance*, 58, pp. 423-444.

Martín de Castro, G.; Navas López, J.E.; López Sáez, P. (2006). "Business and Social Reputation: Exploring the Concept and Main Dimensions of Corporate Reputation". *Journal of Business Ethics*, 63, pp. 361-370.

Martinez, A.D.; Russell, Z.A.; Maher, L.P.; Brandon-Lai, S.A.; Ferris, G.R. (2017). "The Sociopolitical Implications of Firm Reputation: Firm Financial Reputation x Social Reputation Interaction on Firm Financial Performance". *Journal of Leadership & Organizational Studies*, 24(1), pp. 55-64.

Martínez León, I.M.; Olmedo Cifuentes, I. (2009). "La medición de la reputación empresarial: Problemática y propuesta". *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa (IEDEE)*, 15, pp. 127-142.

Martínez, I.; Olmedo, I. (2010). "Revisión teórica de la reputación en el entorno empresarial". *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 44, pp. 59-78.

Miralles-Marcelo, J.L.; Miralles-Quirós, M.M.; Daza-Izquierdo, J. (2014). "Reputación corporativa y creación del valor para el accionista". *Universia Business Review*, 44, pp. 16-33.

Mun, S.G.; Jang, S.S. (2018). "Restaurant operating expenses and their effects on profitability enhancement". *International Journal of Hospitality Management*, 71, pp. 68-76.

Palacín Sánchez, M.J. (2018). "La reputación corporativa y la financiación de las empresas". *Bolsa y Mercados Españoles*, pp. 1-9.

Park, K.; Jang, S.S. (2018). "Pecking order puzzle: Restaurant firms' unique financing behaviors". *International Journal of Hospitality Management*, 70, pp. 99-109.

Aguiar Díaz, I.; Díaz Díaz, N.L.; García Padrón, Y.; Hernández Sánchez, M.; Ruiz Mallorquí, M.V.; Santana Martín, D.J.; Verona Martel, M.C. (2012). *Finanzas Corporativas en la Práctica*. 3ª Edición. Ed. Delta publicaciones. ISBN: 978-84-92954-57-5.