



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

TRABAJO FIN DE MASTER

MASTER EN DIRECCIÓN DE EMPRESAS

IMPACTO DE LA REPUTACIÓN CORPORATIVA EN LAS  
EMPRESAS DEL IBEX 35 DURANTE LA PANDEMIA DE COVID-19

Miguel Palacios Aguirre

DIRECTORES:

Cristina del Río Solano

Luis Fernando Muga Caperos

Pamplona-Iruña

21 de junio de 2021

## **RESUMEN**

Durante los últimos años, ha sido creciente el interés que las empresas han mostrado por conocer y mejorar la percepción que tienen los clientes y los grupos de interés sobre ellas. Dicha percepción consiste en la reputación corporativa la cual, a lo largo de este trabajo se analizará con el fin de conocer si tiene un impacto positivo en las compañías durante épocas de crisis. Asimismo, se observará su efecto protector del valor empresarial. El análisis se enmarcará principalmente en la crisis provocada por la pandemia de Covid-19 durante el año 2020, con una muestra de empresas pertenecientes al IBEX 35 y donde se observará el poco efecto de la reputación sobre la rentabilidad en la crisis y la relación negativa del riesgo y la reputación antes de la pandemia.

**Palabras clave:** Reputación, crisis, MERCO, rentabilidad, riesgo.

## **ABSTRACT**

During the last years, the interest that companies have shown for knowing and improving the customers' perception and the groups of interest has impressively grown. Such perception consists on the corporative reputation which, throughout this Final Master Project, will be analyzed with the aim of understanding if there is a positive impact in companies during a crisis. In addition, the protective effect of the corporative value will be observed. The analysis will be principally framed in the crisis provoked by the Covid-19 pandemics during the year 2020, with a huge sample of companies corresponding to IBEX 35 and where the little effect of the reputation over the return and the negative relationship between risk and reputation before the pandemic will be checked.

**Key words:** Reputation, crisis, MERCO, return, risk.

## **ÍNDICE**

RESUMEN.....	1
ABSTRACT.....	1
1. INTRODUCCIÓN.....	3
2. MARCO TEÓRICO DEL PROYECTO .....	5
2.1. Concepto de reputación y su medida .....	5
2.2. Contexto Covid-19.....	7
2.3. Hipótesis a considerar.....	8
3. METODOLOGÍA.....	10
3.1. Descripción de la muestra.....	10
3.2. Variables .....	13
3.2.1. Variables dependientes.....	13
3.2.2. Variables independientes.....	13
3.2.3. Variables de control.....	16
3.3. Metodología.....	17
4. RESULTADOS .....	19
4.1. Análisis descriptivo y univariante.....	19
4.2. Análisis multivariante: Reputación variable continua.....	25
4.3. Análisis multivariante: Reputación variable dummy. ....	27
5. CONCLUSIONES.....	30
6. BIBLIOGRAFÍA.....	32
ANEXOS.....	34

## 1. INTRODUCCIÓN

A lo largo de los últimos años, el concepto de reputación corporativa ha venido creciendo y tomando más importancia en el entorno empresarial. La literatura establece que la reputación corporativa es un recurso intangible que poseen todas las empresas y que puede contribuir a generar valor, reduciendo la pérdida de valor en épocas de crisis (Barney, 1991). Por ello, cada vez es mayor la importancia que le dan las compañías a la reputación ya que, puede llevar a obtener una ventaja competitiva frente a sus principales competidores. Es decir, puede poner a la empresa en una posición superior frente al resto a ojos de los stakeholders, clientes, accionistas, trabajadores y otros involucrados de la empresa.

En el contexto de las finanzas, la reputación corporativa se ha relacionado con diferentes aspectos financieros de las empresas como el valor de la empresa, el riesgo, el coste de los recursos propios y el coste de los recursos ajenos. Ligado al efecto que la reputación puede tener sobre el valor de la empresa se ha tratado de explicar si en periodos de crisis financieras, la reputación corporativa puede tener un efecto positivo en la protección del valor de la empresa.

Así, el trabajo de Orłowski (2008), es un ejemplo en el que se analizan las posibles causas de la crisis financiera surgida en el año 2008. Sin embargo, el origen y características de las crisis pueden ser de distinta índole y en consecuencia, será necesario analizar el efecto de la reputación en cada una de ellas. Un claro ejemplo de ello son las crisis acontecidas en 2008 y 2020. La de 2008, surgida por el colapso de la burbuja inmobiliaria (Orłowski, 2008), fue una crisis esencialmente financiera mientras que la de 2020, surgida por la pandemia de la Covid-19, ha sido una crisis económica.

Con el surgimiento de la pandemia provocada por la Covid-19, el sistema económico mundial se vio tambaleado. Las empresas vieron como la nueva situación les impedía funcionar con normalidad, abocándolas a una crisis con la cual unas han sobrevivido sin apuros, otras se han visto obligadas a reestructurar sus organizaciones (algunas con ayuda del Estado) y, por último, otras han tenido que cesar su actividad. Es por ello por lo que se va a analizar el efecto de la reputación en el desempeño financiero, en el valor y en el riesgo, de las empresas del IBEX 35. Según Fernández-Sánchez et al., 2012, el valor y el riesgo deben aumentar y disminuir respectivamente cuanto mayor es la reputación. Trasladando esto a épocas de crisis, la caída de la rentabilidad y el aumento del riesgo deberían ser menores en las empresas con mejor reputación.

Para la consecución de los objetivos mencionados, el trabajo se ha estructurado en 4 secciones. En la segunda sección se describe el marco teórico del trabajo. En esta sección se desarrolla el concepto de reputación, cómo se lleva a cabo su medición, se contextualiza la crisis originada por la pandemia y, por último, se presentan las hipótesis que se van a considerar. En la sección tercera se describe la muestra de empresas escogida para realizar el estudio, se explican las variables que forman parte del modelo tanto las dependientes como las independientes y se desarrolla cómo se obtiene y analiza dicho modelo. Posteriormente, en la sección quinta, se muestran los principales resultados. Finalmente, en la última sección se recogen las principales conclusiones acerca de la reputación corporativa y su efecto durante la pandemia en las empresas del IBEX 35.

## 2. MARCO TEÓRICO DEL PROYECTO

### 2.1. Concepto de reputación y su medida

El concepto de reputación corporativa es amplio ya que existen muchos factores que pueden definirla. Una de las definiciones más destacada, es aquella que señala la reputación corporativa como el juicio colectivo de los observadores de una compañía basado en las evaluaciones de los impactos financieros, sociales y ambientales atribuidos a la corporación a través del tiempo<sup>1</sup> (Barnett et al. 2006; Cao et al. 2012). La reputación corporativa es considerada un activo intangible de las compañías, con el inconveniente de la dificultad de establecer su valor. De acuerdo con esta idea, algunos autores como Hall (1992, 1993), Srivstava et al. (1997) y Kotha et al. (2001) señalan que dicho activo intangible puede influir en la evaluación pública de la empresa. Es por ello por lo que, en empresas donde la calidad de los productos o los servicios es muy difícil de visualizar, obtener una posición aventajada frente a otras empresas del sector va a facilitarles aumentar su nivel reputacional. Cabe destacar que los activos intangibles son muy importantes en las empresas, siendo difíciles de gestionar y de medir. Por ello, una vez obtenidos unos activos intangibles con buena reputación, será necesario trabajar para protegerlos y mantenerlos. Así, la reputación corporativa es un activo intangible generador de valor para la empresa y que, en consecuencia, no puede ser comprado sino generado y mantenido por la propia compañía.

En la literatura acerca de la reputación corporativa, se pueden encontrar estudios que explican los beneficios de tener una alta reputación. Entre estos beneficios, destacan en primer lugar, la posibilidad de aumentar los precios de los productos o servicios y, en segundo lugar, la ventaja de pagar un importe menor en las compras que la empresa realiza (Fernández-Sánchez et al. 2012).

Sin embargo, no es fácil medir la reputación ya que entran multitud de factores. Entre los factores más importantes se puede destacar la gestión, el producto que se ofrece, la solidez financiera, las destrezas innovadoras y tecnológicas, y la capacidad de atraer nuevos trabajadores con talento. El problema radica a la hora de establecer una medida. Por ello, existen diferentes rankings que evalúan la reputación corporativa de diferentes empresas. Internacionalmente, son muy destacables en primer lugar el ranking de Fortune. Este es empleado en algunas de las referencias que se citan a lo largo del trabajo de Black et al. (2000).

---

<sup>1</sup> [https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5277\\_La\\_reputaci%C3%B3n\\_corporativa\\_y\\_la\\_financi%C3%B3n\\_de\\_las\\_empresas](https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5277_La_reputaci%C3%B3n_corporativa_y_la_financi%C3%B3n_de_las_empresas)

Y por otro lado, se encuentra el ranking elaborado por el Reputation Institute al que se denomina *Most Reputable Companies in the World* y donde aparecen las 100 empresas con mejor reputación de todo el mundo. En el ámbito de España, destaca el ranking MERCO (Monitor Empresarial de Reputación Corporativa), el cual evalúa y ordena las 100 empresas con presencia en España con mayor reputación corporativa, en una escala de 3.000 a 10.000 puntos, siendo la más reputada la de mayor puntuación. En este ranking, se establece la valoración de la reputación mediante una encuesta a diferentes directivos de las compañías más importantes del país, teniendo un peso del 25% sobre la puntuación final (Anexo 1). Se realiza también una evaluación por parte de expertos entre los que se encuentran analistas financieros, sindicatos, asociaciones de consumidores, periodistas de información económica y otros tantos expertos que pueden ofrecer una buena valoración. El peso que tiene esta evaluación de expertos corresponde con el 33% de la puntuación final. La parte de la puntuación del porcentaje restante viene dada por otros monitores de MERCO y por los méritos reputacionales obtenidos mediante la metodología del benchmarking. Dicha metodología consiste en adaptar aspectos de la competencia o de empresas líderes, en la propia empresa con el fin de mejorar o aprender sobre los diferentes productos, servicios o procesos que tiene la compañía.

Para realizar estas evaluaciones y obtener la puntuación final del ranking, se emplean básicamente seis variables diferentes que son la calidad de la oferta comercial, los resultados financieros de la empresa, la dimensión internacional, la reputación interna, la responsabilidad social corporativa (RSC) y la innovación tecnológica y de servicios. Este ranking de MERCO ha sido el empleado a lo largo del presente trabajo para clasificar las empresas de la muestra elegida según sus niveles de reputación así como su presencia en el ranking.

Tras exponer el concepto de reputación y su medición, cabe señalar que gran parte de la reputación corporativa tiene que ver con la confianza, admiración y respeto que los stakeholders tienen por la empresa en cuestión. En consecuencia, además de ser un concepto intangible, es necesario observar si posee relación con diferentes aspectos financieros y qué impactos tiene sobre ellos. Entre estos aspectos financieros, pueden señalarse el coste de los recursos propios, el cual, según la literatura, cuanto mayor es la reputación menor será dicho coste (Cao et al., 2015), el endeudamiento y las vías de financiación. En este último aspecto, los estudios señalan que empresas con mayores niveles de reputación obtienen costes de

capital inferiores al de aquellas empresas peor valoradas en los rankings de reputación (Diamond, 1991), siendo por tanto más fácil conseguir diferentes vías de financiación.

Ligados a la reputación y sus efectos, se encuentran aquellos estudios que examinan el efecto de la rentabilidad sobre el valor de la empresa relacionándolo con la rentabilidad y el riesgo de la empresa. Ambos aspectos conforman en este caso el desempeño financiero de la empresa. Según la literatura, el valor de la empresa es mayor y el riesgo asumido es menor cuanto mayor son los niveles de reputación (Brown, 1997; Black et al., 2000). Sin embargo, existen estudios no coincidentes con estos resultados cuando se trata de empresas cuyo precio de las acciones son muy volátiles (Rose and Thomsen, 2004). Asimismo, la reputación puede tener un efecto positivo cuando se origina una crisis que afecta a los mercados, el valor y el riesgo de la empresa pueden verse afectados en mayor o menor medida por el nivel de reputación de la misma. Algunos estudios han demostrado que cuanto mayor es la reputación corporativa menos decrece el valor de la empresa (rentabilidad) y menos aumenta el riesgo (Godfrey et al., 2009). Así, parece que la reputación corporativa incrementa el valor y disminuye el riesgo.

## **2.2. Contexto Covid-19**

La pandemia de Covid-19 empezó a afectar a la economía desde enero de 2020, pese a estar presente el virus únicamente en China. Esto se debe a que numerosas ciudades chinas comenzaron a confinarse y en consecuencia, paralizaron todas sus actividades económicas a excepción de las esenciales. Esto llevó a una disminución de la oferta, debido a que industrias chinas no podían abastecer las materias primas a países que por aquel entonces no estaban afectados, entre ellos España. Sin embargo, pese a la bajada de la oferta, la demanda era la misma debido a que la mayoría de los países no tenían casos notificados del virus. Esta situación de falta de oferta se alargó hasta finales de febrero de 2020. El IBEX 35, comenzó enero de ese año con 9.691,20 puntos. Sin embargo, al final de ese mes los niveles de cotización bajaron más de 300 puntos hasta un total de 9.367,90.

A finales de febrero, los casos de Covid-19 explotaron en Italia, esparciendo el virus a un mayor número de países europeos, entre ellos España. A finales de febrero, España acumulaba un total de 44 casos notificados y la evolución a lo largo de este mes provocó que el IBEX 35 cayera de los 9.367,90 puntos a los 8.723,20, suponiendo una caída del 6,88%.

Los primeros días de marzo, los casos continuaron ascendiendo, llevando a España a un confinamiento severo desde el 14 de marzo. Esto hizo que, además de la oferta, la demanda

cayera en picado. El IBEX 35 cayó en este mes hasta los 6.785,40 puntos, es decir, desde comienzos de 2020 hasta finales de marzo cuando España vivía en un estricto confinamiento, el IBEX 35 disminuyó un 30%, suponiendo una caída histórica.

Tras el confinamiento, el IBEX 35 comenzó una lenta recuperación, alcanzando a finales de agosto, los 6.969,50 puntos, lo que supuso un crecimiento en 5 meses del 2,71%. Este crecimiento se vio mermado con la segunda ola de contagios en octubre, que llevó al IBEX 35 a tocar suelo a finales de este mes acumulando 6.411,80 puntos. Tras esta ola, 2020 acabó con una rápida subida hasta los 8.073,70 puntos, suponiendo un aumento desde octubre del 25,91%. Este contexto de incertidumbre en los mercados financieros y en especial el del IBEX 35, lleva a la necesidad de analizar si la reputación corporativa, ha tenido algún efecto positivo o no en el valor y riesgo de las empresas que conforman el índice durante la pandemia.

### **2.3. Hipótesis a considerar**

Con lo expuesto en el apartado 2.1, la literatura parece indicar que la reputación corporativa influye favorablemente en las empresas cuanto mayor es ésta. Sin embargo, debe analizarse cómo ha valorado el mercado la reputación de las empresas durante la crisis provocada por la pandemia. Por ello, se van a establecer diferentes hipótesis a contrastar.

Según la literatura, niveles altos de reputación corporativa protegen el valor y el riesgo de las empresas (Fernández-Sánchez et al., 2012), aunque sus resultados están avalados por datos de crisis de naturaleza distinta a la provocada por el estallido de la pandemia de Covid-19 en 2020. De esta manera, se definen las siguientes hipótesis del trabajo.

La primera hipótesis se definirá en relación con cómo valora el mercado la buena reputación de las empresas en lo que respecta a la rentabilidad y al riesgo. De esta forma se establece:

#### **Hipótesis de reputación:**

**H1a:** Las empresas con mayor reputación corporativa obtienen mayores rentabilidades en el mercado que las empresas con menores niveles de reputación.

**H1b:** Las empresas con mayor reputación corporativa, poseen un menor riesgo en el mercado que las empresas con menores niveles de reputación.

Por otro lado, los periodos alcistas y bajistas del IBEX35 suelen ser habituales. Por ello, se analiza si el mercado valora de forma diferente la reputación en los distintos estados de

mercado. De ahí que se pueda analizar cómo se valora la reputación en estados alcistas o bajistas de mercado:

**Hipótesis de reputación y periodo:**

**H2a:** Durante estados bajistas, las empresas con mayor reputación corporativa poseen una menor reducción en la rentabilidad que aquellas empresas con peores niveles de reputación.

**H2b:** Durante estados bajistas, las empresas con mayor reputación corporativa poseen un menor crecimiento en el riesgo financiero que aquellas empresas con peores niveles de reputación.

De esta manera, se podrá contrastar cómo afectan los periodos (estados de mercado) a las empresas según cómo sean sus niveles de reputación.

Sin embargo, con estas hipótesis no es posible conocer si en tiempos de crisis (pandemia), la reputación va a proteger estos aspectos financieros de las empresas. Algunos estudios señalan que, en crisis específicas de empresas, aquellas con buenos niveles de reputación obtienen menores pérdidas que las empresas con malas reputaciones (Fombrum, 1996). El problema surge a raíz de que una crisis específica de una empresa no es suficiente para observar los efectos de la reputación en todo un mercado.

En definitiva, siguiendo el argumento anterior, lo que se trata de ver es si las empresas con mejor reputación durante la pandemia se han visto menos afectadas. Por tanto, esta sería la tercera hipótesis, con la cuál será posible contrastar si las empresas con mejor reputación han afrontado mejor la pandemia que aquellas que tienen peor reputación.

**Hipótesis de reputación y crisis:**

**H3a:** Durante la crisis surgida por la pandemia, las empresas con mayor reputación corporativa poseen una menor reducción en la rentabilidad que aquellas empresas con peores niveles de reputación.

**H3b:** Durante la crisis surgida por la pandemia, las empresas con mayor reputación corporativa poseen un menor crecimiento en el riesgo financiero que aquellas empresas con peores niveles de reputación.

### 3. METODOLOGÍA

#### 3.1. Descripción de la muestra

La muestra empleada se detalla a continuación. Se han escogido las empresas del IBEX 35 al final del mes de febrero de 2021. Es decir, la muestra está compuesta por un total de 35 empresas que a su vez se han podido clasificar en hasta 7 sectores diferentes. Para todos los años analizados, se han empleado las mismas 35 empresas. Además, al tratarse de empresas del IBEX 35, todas ellas comparten la característica de liquidez y tamaño relativamente elevado en el mercado de valores español. El periodo de análisis comprende desde 2017 hasta 2020, ambos inclusive. Se escoge este periodo con el fin de contar con un periodo de 3 años previos a la pandemia donde se observan estados alcistas y bajistas, además del año de la pandemia que ha provocado la crisis.

En primer lugar, se muestran en la Tabla 1 los estadísticos descriptivos de la muestra empleada para cada uno de los años de análisis. La ratio de solvencia y del endeudamiento, ha sido obtenida de la base de datos SABI, mientras que para la capitalización bursátil ha sido extraída de la Bolsa de Madrid.

Tabla 1: Estadísticos descriptivos de la muestra.

<b>Ratio solvencia</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Media	1,525	1,157	1,899	1,899
Mediana	0,970	0,910	1,030	1,030
Desviación	1,828	0,873	2,361	2,361
Máximo	8,960	3,930	8,950	8,950
Mínimo	0,150	0,230	0,150	0,150
<b>Endeudamiento</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Media	52,51%	53,50%	51,98%	51,98%
Mediana	55,65%	53,86%	51,95%	51,95%
Desviación	19,93%	18,10%	17,79%	17,79%
Máximo	85,73%	84,77%	82,45%	82,45%
Mínimo	14,85%	20,09%	14,11%	14,11%
<b>Capitalización bursátil</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Media	15.027,21 €	13.803,66 €	16.516,66 €	15.412,38 €
Mediana	8.954,54 €	8.502,87 €	10.933,74 €	8.990,27 €
Desviación	18.534,18 €	15.529,41 €	20.168,87 €	19.131,55 €
Máximo	90.523,16 €	69.657,17 €	98.018,71 €	81.157,62 €
Mínimo	178,66 €	242,69 €	794,86 €	1.233,05 €

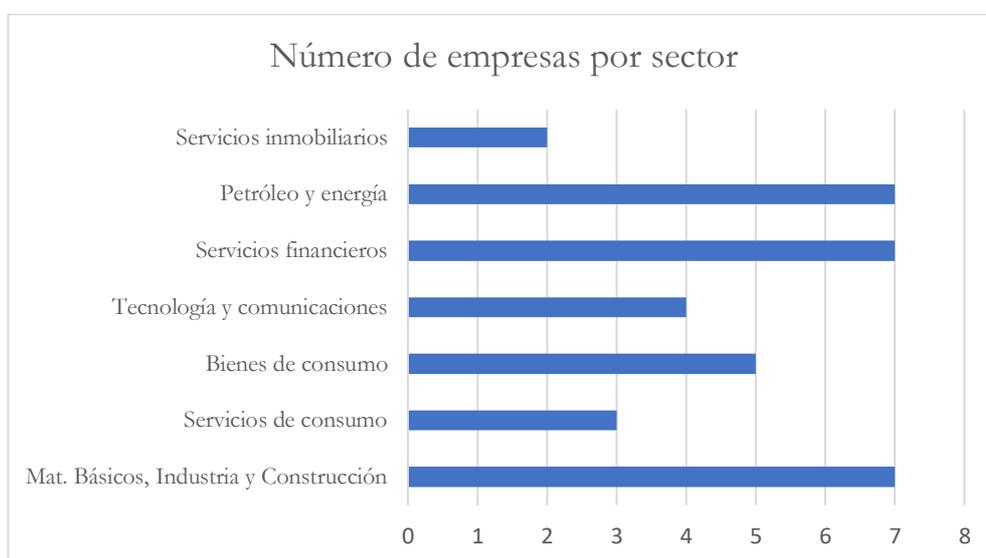
Fuente: Elaboración propia. \*Capitalización en millones de €.

En relación a la ratio de solvencia, se observa que, a lo largo de los años, el valor medio de esta ratio aumenta considerablemente de 1,525 en 2017 a 1,899 en 2019. Por tanto, en este

periodo las empresas mejoraron su capacidad para afrontar las deudas. Para el endeudamiento, el valor medio permanece prácticamente constante, siendo ligeramente inferior para el año 2019. Por último, para la capitalización bursátil, el valor medio máximo de este periodo es también en 2019, con un valor en millones de euros e 16.516,66 €. Por tanto, se observa la buena situación en la que se encontraban las empresas de la muestra en el año 2019, antes del comienzo de la pandemia.

Por otro lado, la muestra ha sido dividida en un total de 7 sectores diferentes y poder así ver los diferentes efectos que pueda haber en ellos. Esta división en 7 sectores se basa en la división que realiza Bolsas y Mercados Españoles del Índice General de la Bolsa de Madrid. En la Figura 1, se puede observar la distribución del número de empresas por sector.

Figura 1: Distribución de empresas por sector.



Fuente: Elaboración propia.

Se observa que los sectores con mayor presencia en el IBEX 35 son “Petróleo y energía”, “Servicios Financieros” y “Mat. Básicos, Industria y Construcción” con un total de 7 empresas cada uno de ellos. El resto de los sectores, oscilan entre 2 y 5 empresas en total. Por tanto, se puede afirmar que la muestra es variada ya que hay varias de empresas dedicadas a diferentes actividades. Debido a esta variedad, es necesario visualizar las características de los sectores comparándolos entre sí en el periodo de estudio. Los estadísticos descriptivos analizados por sector pueden consultarse en la Tabla 2.

Tabla 2: Estadísticos descriptivos por sector.

Variable	Media	Mediana	Desv. Típica	Máximo	Mínimo
R. solvencia S1	0,896	0,760	0,612	2,150	0,150
R. solvencia S2	2,235	0,950	2,273	6,280	0,340
R. solvencia S3	2,294	1,205	2,440	8,610	0,550
R. solvencia S4	1,818	0,600	2,817	8,950	0,330
R. solvencia S5	-	-	-	-	-
R. solvencia S6	1,196	0,775	1,075	4,030	0,150
R. solvencia S7	2,672	2,082	2,466	8,960	0,960
Endeudam. S1	52,04%	51,84%	15,51%	82,45%	15,83%
Endeudam. S2	47,40%	53,87%	17,46%	64,33%	14,85%
Endeudam. S3	40,74%	44,95%	19,31%	73,09%	14,11%
Endeudam. S4	66,44%	75,60%	18,55%	85,73%	31,82%
Endeudam. S5	-	-	-	-	-
Endeudam. S6	55,57%	59,13%	17,22%	79,76%	17,20%
Endeudam. S7	54,15%	53,72%	2,99%	57,95%	50,17%
Capitaliz. S1	9.898.818,21 €	8.110.006,50 €	7.089.768,34 €	27.688.479,00 €	2.391.297,00 €
Capitaliz. S2	12.726.381,67 €	14.083.671,00 €	8.909.417,93 €	25.575.000,00 €	1.260.688,00 €
Capitaliz. S3	20.197.509,15 €	2.559.576,00 €	32.872.989,69 €	98.018.705,00 €	242.688,00 €
Capitaliz. S4	18.533.986,31 €	20.598.955,00 €	13.798.769,98 €	42.186.070,00 €	1.233.048,00 €
Capitaliz. S5	20.433.893,64 €	8.782.649,00 €	21.692.780,65 €	88.409.985,00 €	1.991.946,00 €
Capitaliz. S6	19.045.459,57 €	18.643.948,50 €	17.171.424,81 €	74.295.714,00 €	178.658,00 €
Capitaliz. S7	4.703.390,50 €	4.599.996,00 €	891.899,01 €	6.008.368,00 €	3.605.734,00 €

Fuente: Elaboración propia. \*Capitalización en miles de €. S1: Materiales Básicos Industria y Construcción.

S2: Servicios de Consumo. S3: Bienes de Consumo. S4: Tecnología y Telecomunicaciones. S5: Servicios Financieros. S6: Petróleo y Energía. S7: Servicios Inmobiliarios.

Del análisis por sectores, es destacable la diferente distribución de la ratio de solvencia en cada uno de ellos. Se observa que los sectores de servicios o de consumos son de media más solventes que el conjunto de empresas del IBEX 35. Por debajo de la ratio de solvencia media del IBEX 35 la cual es 1,852, se encuentran los sectores de Mat. Básicos, Industria y Construcción, Petróleo y energía y Tecnología y Telecomunicaciones. Cabe destacar que, los datos del sector de servicios financieros han sido omitidos debido a la diferente estructura del pasivo en estas empresas.

De los estadísticos obtenidos, el sector más endeudado es el sector de Tecnología y Telecomunicaciones. Por debajo del endeudamiento medio del IBEX 35, el cual es del 52,72%, se encuentran los sectores de Materiales Básicos, Industria y Construcción, Servicios, de Consumo, y en último lugar, siendo el sector menos endeudado, el de Bienes de Consumo.

En cuanto a la capitalización bursátil, esta representa el tamaño de las empresas en este estudio. Los sectores de Materiales básicos, Servicios de Consumo y Servicios Inmobiliarios obtienen una capitalización bursátil media bastante inferior que la del resto de sectores de la muestra, siendo a su vez menor que la capitalización bursátil media de todas las empresas del IBEX 35. El resto de los sectores, se encuentran por encima de la del IBEX 35, siendo muy destacables las capitalizaciones bursátiles medias de los sectores de Bienes de Consumo y de Servicios Financieros. Estos aspectos deberán tenerse en cuenta a la hora de evaluar el efecto de la reputación en el valor de la empresa porque éste puede estar moderado por el sector al que pertenezca.

### **3.2. Variables**

A continuación, se describen cada una de estas variables empleadas.

#### *3.2.1. Variables dependientes*

Las variables dependientes que se van a analizar son la rentabilidad y el riesgo de las compañías. A continuación, se analizan cada una de ellas.

#### **Rentabilidad**

La rentabilidad (Rent) de una empresa de la muestra se ha medido como el rendimiento mensual de los valores de las acciones durante el periodo comprendido entre 2017 y 2020. Es decir, antes y después de la pandemia. Esta rentabilidad es empleada para la aproximación al concepto de valor empresarial. Para su construcción se ha empleado el logaritmo natural del cociente del valor de la acción al final del mes en cuestión dividido por el valor de la acción al final del mes previo.

#### **Riesgo**

Otra de las variables dependientes empleadas en el modelo es el riesgo (Riesg). La medida que se utiliza para definir este riesgo es la desviación típica de la rentabilidad de las acciones. Para la obtención de cada una de las observaciones mensuales, se ha construido la volatilidad de las rentabilidades mensuales con los datos de los últimos 12 meses. Al igual que para la variable de rentabilidad, se han recogido los datos de riesgo para el periodo comprendido entre 2017 y 2020.

#### *3.2.2. Variables independientes*

Las variables independientes son la reputación corporativa, periodo y crisis.

## Reputación

Esta variable (Rep) puede ser medida de diferentes maneras. La primera forma de establecer la variable reputación es tomando el valor correspondiente a la valoración proporcionada por el ranking MERCO. Las empresas que no se encuentran en el ranking tienen una reputación de 0. Del total de las 35 empresas del IBEX 35, un total de 22 (ver Anexo 2) aparecen todos los años del periodo analizado, 10 empresas no aparecen ningún año y 3 aparecen en el ranking durante al menos un año. Estas 3 empresas son Enagás, la cual no apareció en el ranking del año 2019, Naturgy que no apareció en el de 2017 y Siemens Gamesa que no contó con presencia ni en 2017 ni en 2018. En la Tabla 3, se puede apreciar esta distribución de empresas presentes o no en MERCO.

Tabla 3: Distribución empresas según el ranking de MERCO.

	Nº empresas	Proporción
Siempre en MERCO	22	62,9%
Nunca en MERCO	10	28,6%
Algún año en MERCO	3	8,6%

Fuente: Elaboración propia.

Por tanto, con la distribución observada de las empresas en el ranking MERCO, se puede afirmar que más de la mitad de las empresas analizadas en la muestra tenían buena reputación ya que aparecían entre las 100 mejores del ranking.

Además, la variable reputación puede medirse también como una variable dummy que indique si una empresa se encuentra o no en el ranking de MERCO durante el año previo. La variable toma el valor de 1 si la empresa se encuentra en el ranking y el valor 0 si no se encuentra. Por ejemplo, si una empresa se encuentra en el ranking del año 2019, su valor es de 1 para el año 2020 puesto que la publicación de dicho ranking se realiza a final de cada año. Esta forma de medir la reputación va a permitir al modelo clasificar las empresas en función de si han estado entre las 100 empresas con mejor reputación o no.

Por tanto, para la variable reputación se van a establecer dos formas de medición: una por medio de la puntuación obtenida en el ranking, y la otra, por medio de una dummy que establezca si la empresa está o no en dicho ranking.

## Periodo

El periodo es una variable independiente de tipología dummy que trata de recoger los estados de mercado que no se asocian específicamente a crisis sistémicas. Con ella se determina si el periodo que se analiza es alcista (bull) o bajista (bear). Para conocer si el periodo es alcista o

bajista, se realiza la Figura 2, con la que se obtiene la rentabilidad acumulada del IBEX 35 durante el periodo comprendido entre enero de 2017 y diciembre de 2020. Analizando la evolución de dicha rentabilidad acumulada, se han identificado diferentes periodos según la tendencia observada. Existen diferentes alternativas para aproximar esta variable como pueden ser medidas de sentimiento de mercado Baker y Wurgler (2007) o medidas basadas en rentabilidad acumulada, Cooper et al. (2004). En el presente trabajo se ha optado por esta última posibilidad.

Figura 2: Evolución mensual de la rentabilidad acumulada del IBEX 35.



Fuente: Elaboración propia.

En caso de que el periodo sea alcista, el valor de la variable es de 0 mientras que, si el periodo es bajista, su valor es de 1. Se pueden identificar en el gráfico un total de 3 periodos alcistas y 4 periodos bajistas. Los tramos alcistas son los siguientes: de enero de 2017 a mayo de 2017, de enero de 2019 a abril de 2019, de septiembre de 2019 a diciembre de 2019 y de noviembre de 2020 a diciembre de 2020. Por otro lado, se encuentran los tramos bajistas, los cuales son: de mayo de 2017 a diciembre de 2018, de abril de 2019 a agosto de 2019 y de diciembre de 2019 a octubre de 2020. El periodo bajista más largo que se identifica es el comprendido entre mayo de 2017 y diciembre de 2018. Los periodos alcistas se caracterizan en este caso por ser más breves en la muestra empleada.

### Crisis

La variable Crisis es una variable independiente dicotómica. Sirve para determinar si el momento que se está analizando pertenece al periodo anterior a la pandemia (2017-2019) y que toma el valor de 0, o pertenece al periodo en el cual se desarrolla la pandemia (2020) y que toma el valor de 1. Esta variable va a permitir al modelo analizar si existen diferencias

significativas en otras variables antes de la crisis y durante la crisis y va a ser fundamental a la hora de contrastar nuestras hipótesis.

### *3.2.3. Variables de control*

#### **Tamaño**

El tamaño de la compañía (Tam) viene medido por la capitalización bursátil, la cual se toma para cada empresa cada año del periodo comprendido de 2017 a 2020. Según la literatura, las empresas con mayor tamaño tienen un menor riesgo (Godfrey et al., 2009).

#### **Beta**

Con esta variable (Beta) se mide el riesgo de mercado mensual del periodo comprendido entre 2017 y 2020. La beta se emplea para medir el cambio esperado de los valores de las acciones, es decir, para estimar el riesgo del mercado. Esta beta procede del método de valoración de activos financieros (CAPM). Con dicho método, es posible determinar esta beta por medio de las rentabilidades del mercado y del activo. Empleando los datos obtenidos de las rentabilidades mensuales, se ha estimado esta variable como la covarianza de las rentabilidades de la empresa con las del mercado, dividido por la varianza de las rentabilidades del mercado. Para su obtención, se han empleado las 12 últimas observaciones de las rentabilidades mensuales correspondientes. En este caso, la variable usada para aproximar el rendimiento del mercado es la rentabilidad obtenida por el índice de referencia, IBEX 35. Por tanto, cuanto mayor sea la volatilidad de los precios de las acciones con respecto al índice del mercado, mayor será el riesgo de mercado.

#### **Sector**

El sector (DumSec) es una variable dummy y se emplea para identificar el sector al que pertenece cada una de las empresas de la muestra. El sector de servicios financieros actúa como sector referencia. La dummy de un determinado sector tiene un valor de 1 para las empresas pertenecientes a dicho sector mientras que su valor es 0 en caso de no pertenecer. A continuación, se expone qué dummy corresponde a cada sector.

- DumSec1: Materiales Básicos, Industria y Construcción.
- DumSec2: Servicios de Consumo.
- DumSec3: Bienes de Consumo.
- DumSec4: Tecnología y Telecomunicaciones.

- DumSec6: Petróleo y Energía.
- DumSec7: Servicios Inmobiliarios.

El sector 5, el cual corresponde a Servicios Financieros, no posee dummy puesto que es tomado como el sector referencia.

### 3.3. Metodología

Para contrastar las hipótesis planteadas, se establecen los siguientes modelos estimados por MCO (Mínimos Cuadrados Ordinarios).

#### Modelo 1:

En primer lugar, se presenta el modelo 1 para contratar las hipótesis H1a y H1b, con las que se analizará la reputación y su relación con el valor de la empresa y el riesgo.

$$\text{Rent} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^6 \delta_j \cdot \text{DumSec}_{ji} + \beta_1 \cdot \text{Beta}_i + \beta_2 \cdot \ln(\text{Tam}_i) + \beta_3 \cdot \text{Rep}_i$$

$$\text{Ries} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^6 \delta_j \cdot \text{DumSec}_{ji} + \beta_1 \cdot \text{Beta}_i + \beta_2 \cdot \ln(\text{Tam}_i) + \beta_3 \cdot \text{Rep}_i$$

El periodo temporal que se utilizará en este modelo abarca de 2017 a 2020, ambos inclusive. En todos los modelos que se analizan en el presente trabajo la variable Rep se utiliza bien de forma continua, bien en formato dummy (1 la empresa tiene puntuación en MERCO, 0 la empresa no tiene puntuación en MERCO) alternativamente.

#### Modelo 2:

Tras analizar cómo valoran los mercados la reputación, se requiere contrastar las hipótesis H2a y H2b, con el fin de analizar si con anterioridad a la pandemia, el periodo alcista o bajista influía en el valor empresarial y en el riesgo según los niveles de reputación de las empresas. Es por ello por lo que el modelo queda expresado en los siguientes términos:

$$\text{Rent} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^6 \delta_j \cdot \text{DumSec}_{ji} + \varphi_1 \cdot \text{Per}_i + \beta_1 \cdot \text{Beta}_i + \beta_2 \cdot \ln(\text{Tam}_i) + \beta_3 \cdot \text{Rep}_i + \gamma_1 \cdot \text{Rep}_i \cdot \text{Per}_i$$

$$\text{Ries} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^6 \delta_j \cdot \text{DumSec}_{ji} + \varphi_1 \cdot \text{Per}_i + \beta_1 \cdot \text{Beta}_i + \beta_2 \cdot \ln(\text{Tam}_i) + \beta_3 \cdot \text{Rep}_i + \gamma_1 \cdot \text{Rep}_i \cdot \text{Per}_i$$

El marco temporal que se utilizará en este modelo abarca de 2017 a 2019, ambos inclusive. De este modelo se elimina el año 2020 con el fin de observar cómo valora el mercado la reputación durante estados de mercado normales, sin factores externos que provoquen crisis cómo ha podido ser con la pandemia en el año 2020.

### Modelo 3:

Por último, tras realizar un análisis de cómo los mercados valoran la reputación y por otro lado cómo dicha valoración se comporta en periodos alcistas y bajistas, se establece un último modelo para contrastar las hipótesis H3a y H3b. Estas se establecen para contrastar los efectos de la pandemia en la rentabilidad y el riesgo y el papel de la reputación de las empresas. Por tanto, se introduce en el modelo la variable Crisis y su efecto de interacción con la variable de reputación (Rep). El marco temporal que se utilizará en este modelo abarca de 2017 a 2020, ambos inclusive. En este modelo el año 2020 sí es añadido puesto que, es necesario visualizar la valoración de la reputación en el mercado durante pandemia.

$$\text{Rent} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^6 \delta_j \cdot \text{DumSec}_{jt} + \alpha_1 \cdot \text{Crisis}_t + \beta_1 \cdot \text{Beta}_t + \beta_2 \cdot \ln(\text{Tam}_t) + \beta_3 \cdot \text{Rep}_t + \gamma_1 \cdot \text{Rep}_t \cdot \text{Crisis}_t$$

$$\text{Ries} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^6 \delta_j \cdot \text{DumSec}_{jt} + \alpha_1 \cdot \text{Crisis}_t + \beta_1 \cdot \text{Beta}_t + \beta_2 \cdot \ln(\text{Tam}_t) + \beta_3 \cdot \text{Rep}_t + \gamma_1 \cdot \text{Rep}_t \cdot \text{Crisis}_t$$

Estos modelos, van a ser empleados para realizar los test de hipótesis con el fin de encontrar evidencias para aceptarlas o no, y así poder establecer una serie de conclusiones sobre cada una de ellas. Además, servirán para encontrar relaciones entre diferentes variables las cuales podrán explicar algunos de los efectos que puedan aparecer en el estudio.

## 4. RESULTADOS

### 4.1. Análisis descriptivo y univariante

En la Tabla 4, pueden observarse los estadísticos descriptivos, la media, mediana, desviación típica, el máximo y el mínimo, de las variables independientes y dependientes del modelo según el periodo de análisis y la presencia o no de las empresas en el ranking MERCO.

Tabla 4: Estadísticos descriptivos de las variables según presencia o no en MERCO.

MERCOS 2017-2019						MERCOS 2017-2020				
	Media	Mediana	Desv.típica	Máx.	Mín.	Media	Mediana	Desv.típica	Máx.	Mín.
<b>Rent.</b>	0,23%	-0,06%	7,06%	21,33%	-21,09%	-0,43%	-0,03%	9,48%	52,95%	-81,43%
<b>Riesgo</b>	6,13%	5,57%	2,20%	15,37%	2,55%	7,08%	6,06%	3,74%	30,74%	2,37%
<b>Beta</b>	0,94	0,91	0,54	2,83	-0,23	0,99	0,95	0,59	3,34	-0,29
<b>Tam.</b>	21863,93	13858,12	21464,48	98018,71	1454,75	20999,93	13589,06	21169,02	98018,71	1233,05
<b>Rep.</b>	6681,39	6565,00	1472,18	10000,00	3003,00	6446,36	6366,50	1575,43	10000,00	3003,00
NO MERCOS 2017-2019						NO MERCOS 2017-2020				
	Media	Mediana	Desv.típica	Máx.	Mín.	Media	Mediana	Desv.típica	Máx.	Mín.
<b>Rent.</b>	0,92%	1,84%	4,65%	11,50%	-15,81%	0,96%	1,69%	5,81%	14,43%	-19,28%
<b>Riesgo</b>	8,52%	8,43%	0,81%	9,87%	7,11%	9,10%	8,70%	1,37%	12,52%	7,11%
<b>Beta</b>	0,59	0,60	0,78	3,44	-1,72	0,69	0,67	0,75	3,84	-1,72
<b>Tam.</b>	5016,09	2742,54	6099,77	27688,48	178,66	5850,76	3038,46	6678,06	27688,48	178,66
<b>Rep.</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: Elaboración propia. \*Tamaño en millones de €.

En la Tabla 4, se observa en primer lugar que, durante el periodo 2017-2020, la rentabilidad mensual media de las empresas que no aparecían en el ranking de MERCO, es superior a la de las empresas que sí aparecían, siendo éstas de un 0,96% y un -0,43% respectivamente. Por tanto, esto significa que las empresas con menor reputación tienen una rentabilidad mensual media positiva durante el periodo en el que se incluye la pandemia, al contrario que las que tienen mejor reputación, que obtienen una rentabilidad mensual media negativa. Este hecho es destacable ya que, en los estudios mencionados a lo largo del trabajo, son las empresas con mayor reputación las que mayor rentabilidad obtienen. Una de las posibles causas a la mayor rentabilidad en las empresas con menor reputación es que, la crisis surgida por la pandemia ha perjudicado en diferentes sectores indiferentemente de la situación de la empresa. En el periodo 2017-2019 la rentabilidad mensual de las empresas de MERCO es también menor que las que no aparecen en el ranking, siendo de un 0,23% y un 0,92% respectivamente. Otro aspecto que es importante destacar sobre las rentabilidades son los máximos y mínimos. En todos los periodos analizados estos valores son similares, a excepción de las empresas en el índice MERCO durante el periodo 2017-2020. El mínimo

en este periodo es de un -81,43% y se asocia al mes de marzo de ese mismo año a la empresa del sector de Servicios de Consumo, IAG (*International Airlines Group*). La principal razón de su caída fue la introducción de restricciones de movilidad impuestas en la mayoría de los países del mundo, aspecto que provocó una caída brusca de los viajes en avión y en consecuencia el valor de las acciones de esta empresa. Por el contrario, el máximo en este periodo para las empresas de MERCO es bastante superior al del resto de periodos y empresas analizadas, siendo de un 52,95% perteneciendo a la empresa de servicios de consumo Meliá Hotels. Esta rentabilidad se puede asociar a la pequeña recuperación del IBEX 35 durante el mes de noviembre de 2020, momento en el que se empezó a anunciar la llegada de las primeras vacunas.

Por otro lado, en relación con el riesgo, medido como la volatilidad, se puede señalar la gran subida del riesgo de las empresas pertenecientes al ranking MERCO durante la pandemia. En el periodo de 2017 a 2019, el riesgo medio en ellas es de un 6,13%, subiendo hasta un 7,08% introduciendo en el periodo el año 2020. Para las empresas no pertenecientes al ranking, este riesgo asciende alrededor de los 0,6 puntos porcentuales hasta un riesgo en el periodo 2017-2020 del 9,10%. Sin embargo, éstas últimas parten en el periodo de 2017 a 2019 de un riesgo medio del 8,52%, o lo que es lo mismo, eran de partida más arriesgadas. Algunos de los estudios analizados, afirman que las empresas con mejor reputación poseen un riesgo menor que aquellas empresas con peor reputación (Fernández-Sánchez et al., 2012). Sin embargo, se observa que del periodo pre-pandemia al periodo de pandemia, el riesgo medio asciende en mayor medida en las empresas con mejor reputación, siendo el aumento en las empresas con mejor reputación de alrededor 0,9 puntos porcentuales.

Por otro lado, se analiza también el comportamiento de la beta, la cual indica el riesgo de mercado de la empresa. En caso de que su valor sea mayor que 1, va a indicar que la variación de la acción es mayor que la del mercado, si es menor que 1 la variación es menor que la del IBEX 35 y si se encuentra en torno a la unidad la variación va a ser muy similar a la del mercado. En el periodo 2017-2020, se observa que las empresas con mayor reputación presentan una beta mensual media de 0,99, es decir, presentaban una variación inferior a la del IBEX 35. Estas mismas empresas durante el periodo 2017-2019, presentan una beta mensual media de 0,94 por lo que la variación de las acciones es menor que la del índice del IBEX 35. En cuanto a las empresas que no aparecen en el ranking de MERCO, se observa que la beta media mensual del periodo 2017-2019 era de 0,59, ascendiendo en el periodo en el que se incluye el año 2020 hasta 0,69.

En relación con el tamaño, el cual se mide con la capitalización bursátil, se puede destacar que, en todo momento, el tamaño medio de las empresas con mayor reputación es superior al tamaño medio de las de menor reputación.

Por último, son destacables los datos correspondientes a la reputación. Se observa que, la reputación media del periodo 2017-2020 es inferior a la del periodo 2017-2019 (6446,36 vs 6.681,39 puntos). Al tratarse de una puntuación relativa respecto al máximo (Inditex con 10.000 puntos todos los años), medias reputacionales mayores implican que cada vez es menor la distancia con el resto de las empresas del ranking.

La Tabla 5 presenta los estadísticos descriptivos para las empresas que se encuentran en el ranking de MERCO. Así se muestran los descriptivos asociados a los dos periodos de análisis 2017-2019 y 2017-2020 para las empresas que se encuentran por encima de la reputación mediana y para las empresas que se encuentran por debajo de la reputación mediana. Esta reputación mediana es para el periodo de 2017-2020 de 6.366,50 puntos frente a los 6.565 puntos del periodo 2017-2019.

Tabla 5: Estadísticos descriptivos de las variables de las empresas con buena reputación.

ENCIMA MEDIANA 2017-2019						ENCIMA MEDIANA 2017-2020				
	Media	Mediana	Desv.típica	Máx.	Mín.	Media	Mediana	Desv.típica	Máx.	Mín.
<b>Rent.</b>	-0,14%	-0,10%	6,23%	21,33%	-19,23%	-0,65%	-0,30%	9,57%	52,95%	-52,27%
<b>Riesgo</b>	6,12%	5,62%	2,04%	13,32%	2,74%	7,25%	6,22%	3,37%	22,85%	2,74%
<b>Beta</b>	1,12	1,12	0,52	2,83	-0,12	1,13	1,10	0,52	2,83	-0,24
<b>Tam.</b>	30965,63	22275,35	26574,55	98018,71	1805,44	29823,53	22044,34	26390,02	98018,71	1260,69
<b>Rep.</b>	7910,89	7901,00	873,90	10000,00	6495,00	7725,96	7771,00	980,30	10000,00	5824,00
DEBAJO MEDIANA 2017-2019						DEBAJO MEDIANA 2017-2020				
	Media	Mediana	Desv.típica	Máx.	Mín.	Media	Mediana	Desv.típica	Máx.	Mín.
<b>Rent.</b>	0,46%	0,81%	5,91%	15,60%	-21,09%	-0,22%	0,43%	9,39%	48,23%	-81,43%
<b>Riesgo</b>	5,54%	5,20%	1,88%	15,37%	2,55%	6,91%	5,81%	4,06%	30,74%	2,37%
<b>Beta</b>	0,73	0,68	0,47	2,56	-0,23	0,83	0,74	0,61	3,34	-0,29
<b>Tam.</b>	13015,05	10931,45	7950,95	31396,34	1454,75	12536,47	10408,22	7977,97	31396,34	1233,05
<b>Rep.</b>	5486,06	5504,00	795,90	6720,00	3003,00	5219,00	5261,00	929,47	6720,00	3003,00

Fuente: Elaboración propia. \*Tamaño en millones de €.

De la Tabla 5, es destacable que la rentabilidad mensual media incluyendo el año 2020 es mayor para las empresas por debajo de la reputación mediana (-0,22%) que las empresas con reputación por encima de la mediana (-0,65%). Esto mismo ocurre en el periodo 2017-2019, donde la rentabilidad mensual media de las empresas por debajo es mejor que las que están por encima (0,46% vs -0,14%). No obstante, la rentabilidad mensual media del periodo 2017-

2020 es bastante menor que la del periodo 2017-2019 en todos los casos. Es decir, se nota el efecto de la pandemia en la caída de las rentabilidades.

Para la medida de riesgo utilizada, se obtiene que en el periodo 2017-2020 es ligeramente superior en las empresas por encima que en las que se encuentran por debajo de la reputación mediana (7,25% vs 6,91%). Sin embargo, esta semejanza deberá comprobarse en el contraste de medias. Para el caso del periodo de 2017-2019, el riesgo medio mensual es mayor en las empresas por encima (6,12%) que en las que se encuentran por debajo (5,54%). Se observa también el gran crecimiento del riesgo mensual medio con el surgimiento de la pandemia.

Además, la beta media mensual de las empresas con reputación superior es prácticamente similar en ambos periodos, encontrándose por encima de 1, aspecto que indica que la variabilidad de las acciones es superior a las del mercado. Sin embargo, en las empresas por debajo de la mediana esta beta mensual es inferior a 1. En el periodo 2017-2019 es de 0,73 mientras que en el de 2017-2020 este valor medio asciende hasta los 0,83 puntos.

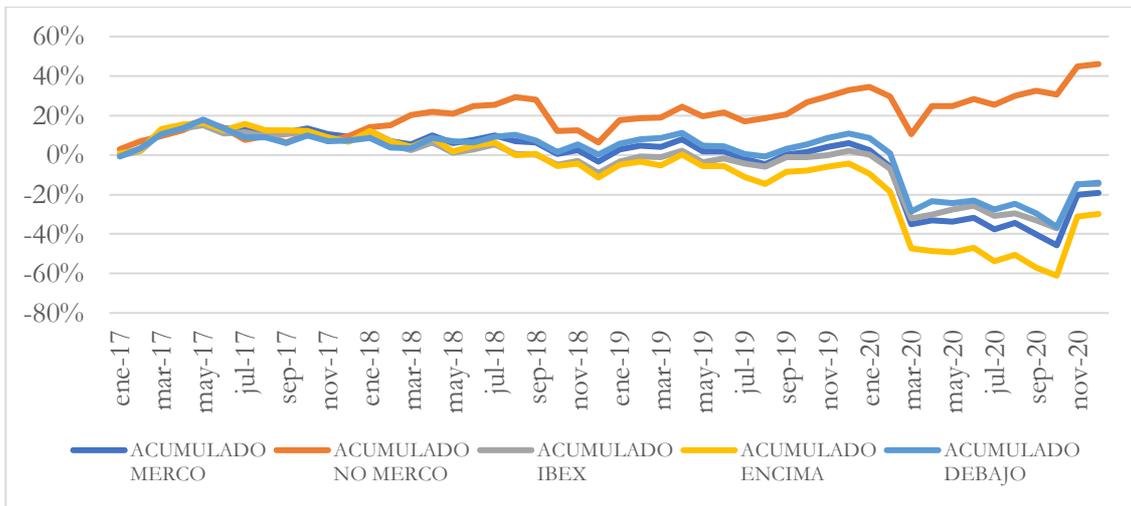
Por otro lado, la beta media mensual de las empresas con reputación por encima de la mediana en el periodo 2017-2020 se encuentra por encima de 1, al igual que en el periodo 2017-2019. Este aspecto indica que la variabilidad de las acciones es superior a las del mercado. Además, en ambos periodos, las empresas por debajo de la reputación mediana poseen una beta inferior a 1. De las empresas que están por encima de la reputación mediana, la beta media mensual crece ligeramente pasando de 1,12 en 2017-2019 a 1,13 en 2017-2020. Para el caso de las empresas situadas por debajo de la reputación mediana, crece de 0,73 a 0,83 por lo que la variabilidad permanece siendo inferior a la del IBEX 35.

En relación con el tamaño, se observa que las empresas con mayor capitalización bursátil media están por encima de la reputación mediana mientras que las empresas con menor capitalización bursátil media se encuentran por debajo de la mediana. Esto quiere decir que las empresas que poseen una mejor reputación son más grandes que aquellas con una peor reputación. Además, se observa que el tamaño decrece ligeramente al introducir el año 2020 respecto al periodo 2017-2019.

Además, la reputación media de las empresas por encima en el periodo 2017-2020 decrece con respecto a la del periodo 2017-2019, pasando de 7.910,89 puntos a ser de 7.725,96 puntos. Esta bajada es parecida para las empresas que se encuentran por debajo de la mediana, cuya reputación cae cerca de 200 puntos, pasando de 5.486,06 a 5.219,00 puntos.

Por último, resulta interesante observar la evolución de la rentabilidad acumulada. En la Figura 3, se muestran las rentabilidades acumuladas desde enero de 2017 hasta diciembre de 2020 para los casos del IBEX 35, las empresas que aparecen en MERCO, las que no aparecen en MERCO, las empresas por encima de la reputación mediana de la muestra y por último, las empresas por debajo de la reputación mediana de la muestra.

Figura 3: Rentabilidades acumuladas según reputación.



Fuente: Elaboración propia.

Uno de los aspectos más llamativos de la Figura 3, se observa en la rentabilidad acumulada de las empresas con peor reputación. Al contrario de lo establecido anteriormente en la literatura, en este caso las empresas con peor reputación se desmarcan completamente del resto de empresas con buena reputación obteniendo en este periodo rentabilidades acumuladas positivas muy altas, cerca del 50%. Durante la totalidad de 2017, permanecen todas las rentabilidades acumuladas prácticamente iguales, empezando a diferenciarse a comienzos de 2018. Con relación a las empresas de MERCO, estas obtienen una rentabilidad acumulada muy parecida a la del IBEX 35, siendo durante la pandemia algo menor. Por otro lado, haciendo distinción entre las empresas de MERCO que están por encima o por debajo de la reputación mediana, se observa que las situadas por encima obtienen una rentabilidad acumulada mucho menor que la del IBEX 35 y que las empresas situadas por debajo. Las empresas situadas por debajo de esta reputación mediana se encuentran por encima también de la rentabilidad acumulada del IBEX 35. Todos los casos obtienen rentabilidades acumuladas negativas a excepción de las empresas que no se encuentran en MERCO. Por último, es destacable también que la caída bursátil en estas empresas de no MERCO en marzo de 2020 es mucho menor que para el resto de los subgrupos. Toda esta información

hace entrever que la reputación puede que no haya tenido efectos positivos a lo largo de la pandemia, al menos en lo que a rentabilidad se refiere.

A continuación, se presentan los resultados del contraste de medias con el fin de observar si, atendiendo a la reputación, existen diferencias entre la rentabilidad y el riesgo de las empresas. Esta comparación se traslada a tres marcos temporales, el primero de ellos de 2017 a 2020, el segundo sin incluir la pandemia (2017-2019) y, por último, el año de la pandemia (2020). Además, en cada marco temporal, se comparan las empresas presentes en MERCO y las no presentes en MERCO. De las presentes en dicho ranking, se realiza también un contraste de diferencia de medias entre las empresas que se encuentran por encima de la reputación mediana y las empresas que se sitúan por debajo.

Tabla 6: Test de medias periodos 17-20, 17-19 y 2020.

Relación	p-valor contraste diferencia de medias	
	Rentabilidad	Riesgo
MERCO 17-20 vs No MERCO 17-20	0,295	0,000
Encima 17-20 vs Debajo 17-20	0,817	0,611
MERCO 17-19 vs No MERCO 17-19	0,452	0,000
Encima 17-19 vs Debajo 17-19	0,648	0,010
MERCO 2020 vs No MERCO 2020	0,765	0,967
Encima 2020 vs Debajo 2020	0,999	0,995

Fuente: Elaboración propia.

Con los resultados obtenidos en la Tabla 6, se observa que para las rentabilidades, no es posible rechazar la hipótesis nula, por lo que no existe evidencia para afirmar que son distintas en las relaciones analizadas. Sin embargo, para el caso del riesgo, se observa que este es significativamente diferente entre las empresas de MERCO y No MERCO en el periodo 2017-2020 y en el periodo 2017-2019, y entre las empresas por encima y por debajo de la reputación mediana en el periodo 2017-2019. Para el caso MERCO vs No MERCO del periodo 2017-2020, el riesgo es menor para las empresas que se encuentran en el ranking. Esto mismo ocurre para el periodo 2017-2019. En cuanto a la relación las empresas que se encuentran por encima o por debajo de la reputación mediana, el riesgo es menor en las empresas con la reputación por debajo de la mediana. El resto de las relaciones analizadas del riesgo no son significativas y, por tanto, no existe evidencia para afirmar que cada grupo tiene riesgo distinto.

## 4.2. Análisis multivariante: Reputación variable continua.

La Tabla 7 recoge los resultados de la estimación de los tres modelos estimados cuando la variable reputación es medida con la puntuación establecida en el ranking de MERCOSUR para cada uno de los años.

Tabla 7: Resultados de los modelos de regresión con reputación medida como puntuación.

Variable	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3	
	Rentabilidad	Riesgo	Rentabilidad	Riesgo	Rentabilidad	Riesgo
	2017-2020	2017-2020	2017-2019	2017-2019	2017-2020	2017-2020
$\alpha_0$	-4,590 (5,660)	24,120*** (1,850)	4,800 (4,930)	24,47*** (1,740)	-4,430 (5,650)	24,080*** (1,670)
DumSec1	0,839 (0,915)	-1,165*** (0,299)	0,541 (0,792)	-0,988*** (0,280)	0,815 (0,913)	-1,100*** (0,271)
DumSec2	0,260 (1,020)	0,348 (0,334)	0,755 (0,903)	0,586* (0,319)	0,230 (1,020)	0,323 (0,302)
DumSec3	0,430 (1,010)	0,662** (0,331)	0,578 (0,860)	0,671** (0,304)	0,460 (1,010)	0,554* (0,300)
DumSec4	0,713 (0,992)	-1,010*** (0,324)	1,303 (0,849)	-1,041*** (0,300)	0,707 (0,990)	-1,051*** (0,293)
DumSec6	1,569* (0,869)	-0,046 (0,284)	1,651** (0,747)	0,154 (0,263)	1,660* (0,867)	-0,221 (0,894)
DumSec7	-0,290 (1,400)	-3,942*** (0,457)	1,000 (1,220)	-4,654 (0,430)	-0,380 (1,400)	-3,827*** (0,414)
Per			-4,542*** (0,755)	0,748** (0,266)		
Crisis					-0,340 (0,981)	2,353*** (0,291)
Beta	-0,839* (0,826)	3,356*** (0,141)	-0,243 (0,399)	2,108 (0,141)	-0,687 (0,435)	3,002*** (0,129)
Tamaño	0,242 (0,261)	-0,7495*** (0,0854)	-0,077 (0,225)	-0,7812*** (0,0794)	0,238 (0,261)	-0,7679*** (0,0774)
Rep	-1,860 (1,190)	-4,188*** (0,388)	-0,690 (1,320)	-2,198*** (0,467)	-1,470 (1,260)	-4,145*** (0,374)
Rep x Per			-0,010 (1,340)	-2,305*** (0,471)		
Rep x Crisis					-2,830 (1,880)	2,064*** (0,556)
N	1680	1680	1260	1260	1680	1680
R <sup>2</sup>	1,14%	39,32%	8,48%	41,11%	1,69%	50,31%
F	2,14**	120,22***	10,51***	79,21***	2,61***	153,51***

Fuente: Elaboración propia. Errores estándar en paréntesis. \*p<0,1; \*\*p<0,05; \*\*\*p<0,01.

En primer lugar, se analiza el modelo 1. Este modelo estudia cómo los mercados valoran la reputación de las empresas, sin tener en cuenta factores como crisis o periodos alcistas o bajistas. El resultado obtenido para la variable reputación cuando la variable dependiente es la rentabilidad no es significativo, por lo que se puede considerar que, en este caso, la

reputación no tiene un efecto significativo en la rentabilidad de las empresas. Por el contrario, para la variable riesgo, la reputación afecta negativamente al riesgo, es decir, a mayor reputación, menor es el riesgo de las empresas. Además, el riesgo desciende 4,188 puntos cuando la reputación aumenta en un punto. Por tanto, los resultados obtenidos en el análisis multivariante cuando la reputación se mide como puntuación, no permiten avalar la hipótesis H1a. Para la hipótesis H1b sucede lo contrario ya que se obtiene una relación con signo negativo de la reputación y el riesgo.

Por otro lado, el modelo 2 introduce para el periodo 2017-2019 la variable periodo. Con ella, es posible conocer la situación del mercado obteniendo estados alcistas y bajistas. De esta forma, se puede analizar el papel que tiene la reputación en los mencionados periodos. En primer lugar, se observa que, para el caso de la rentabilidad, se obtiene un resultado que no es significativo por lo que la reputación cuando hay un cambio de periodo no tiene efecto sobre la rentabilidad de las empresas. Sin embargo, en el caso del riesgo, se obtiene un efecto negativo de la reputación (descenso de 2,305 puntos). Esto significa que, en estados bajistas, las empresas con mejor reputación tienen un riesgo menor. Por tanto, los resultados obtenidos en este segundo modelo no permiten avalar la hipótesis H2a. Sin embargo, para la hipótesis H2b, existen evidencias para ser avalada ya que se obtiene una relación negativa entre reputación y riesgo cuando se tienen en cuenta los periodos alcistas y bajistas de anteriores a la pandemia.

En relación con el modelo 3, se introduce en este caso la variable crisis y su interacción con la reputación. De esta forma, con dicha hipótesis, se puede analizar cómo el mercado ha valorado la reputación de las empresas durante la pandemia. En primer lugar, se observa el resultado obtenido de la interacción de las variables reputación y crisis cuando la variable dependiente es la rentabilidad. Se observa que la reputación durante la crisis de la pandemia no ha provocado efecto en la rentabilidad. Por el contrario, para el caso en el que la variable dependiente es el riesgo, el resultado es significativo a un nivel de significancia del 1%. Por tanto, se puede observar que, durante la pandemia, cuando aumentaba un punto la reputación, el riesgo aumentaba un total de 2,064 puntos. Este resultado lleva a pensar que el aumento del riesgo durante la crisis provocada por la pandemia no es compensado con la disminución del riesgo provocada por la reputación. Los resultados obtenidos en este tercer modelo no permiten avalar la hipótesis H3a. Sin embargo, para la hipótesis H3b, el resultado es significativo. Sin embargo, esta hipótesis no puede ser avalada ya que los resultados que se obtienen muestran un aumento del riesgo con una mayor reputación durante la crisis de

la pandemia. Es decir, existe relación positiva entre reputación y riesgo en la pandemia. Esto hace indicar que el aumento del riesgo surgido por la pandemia no ha podido ser compensado por la reputación y por tanto no se demuestra que las empresas con mayor reputación corporativa poseen un menor crecimiento en el riesgo financiero que aquellas empresas con peores niveles de reputación.

Es destacable también que, en todos los modelos, la variable tamaño es únicamente significativa cuando se analiza la variable riesgo. Se observa que cuanto mayor es el tamaño de las empresas menor es el riesgo de estas. El nivel de significancia del tamaño en el riesgo es del 1%.

Por último, es posible observar cómo la crisis ha afectado a los diferentes sectores en los que se ha dividido la muestra. Las empresas del sector de Petróleo y Energía tienen una rentabilidad muy superior que las del resto de sectores (1,660 puntos). Este hecho concuerda con lo ocurrido en la crisis de la pandemia ya que en este sector pudo ver menos afectado puesto que la necesidad de la energía no cayó de la misma manera que la demanda de otros productos desarrollados en otros sectores. Algunas de estas empresas de la muestra son Iberdrola o Endesa. Por otro lado, para el caso del riesgo, caben destacar los sectores de Materiales Básicos, Industria y Construcción, de Bienes de Consumo, de Tecnología y Telecomunicaciones y de Servicios Inmobiliarios. En el caso del sector de Materiales Básicos, Industria y Construcción, el riesgo es 1,100 puntos menor que el riesgo medio de la muestra. En el sector de Bienes de Consumo, el riesgo es superior al riesgo medio de la muestra un total de 0,554 puntos. En cuanto al sector de Tecnología y Telecomunicaciones, este vio cómo su riesgo era 1,051 puntos menor al riesgo medio de la muestra. Durante la pandemia las empresas de este sector funcionaron con una relativa normalidad por lo que se puede explicar este riesgo más bajo. Por último, el sector de Servicios Inmobiliarios vio como el riesgo era muy inferior al riesgo medio de la muestra, cayendo 3,827 puntos si la empresa pertenecía a dicho sector. Las dos empresas de la muestra que pertenecen a este sector son Inmobiliaria Colonial y Merlin Properties, las cuales obtuvieron buenos resultados durante el año 2020.

#### **4.3. Análisis multivariante: Reputación variable dummy.**

Finalmente, se han estimado los mismos modelos pero, en este caso, se ha introducido la variable reputación como una dummy que indica si la empresa se encontraba en el ranking de MERCO o no. En la Tabla 8, se pueden observar los resultados de los tres modelos estimados cuando la variable reputación es medida de la forma indicada.

Tabla 8: Resultados de los modelos de regresión con reputación medida estar en MERCO o no.

Variable	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3	
	Rentabilidad	Riesgo	Rentabilidad	Riesgo	Rentabilidad	Riesgo
	2017-2020	2017-2020	2017-2019	2017-2019	2017-2020	2017-2020
$\alpha_0$	-4,360 (0,405)	28,370*** (1,720)	4,400 (4,530)	25,670*** (1,550)	-3,470 (5,230)	26,51*** (1,530)
DumSec1	0,746 (0,872)	-0,679** (0,287)	0,344 (0,760)	-1,091*** (0,260)	0,888 (0,872)	-0,950*** (0,255)
DumSec2	0,450 (1,020)	0,674** (0,336)	0,800 (0,903)	-0,380 (0,308)	0,480 (1,020)	0,596** (0,298)
DumSec3	0,190 (1,010)	0,819** (0,333)	0,332 (0,863)	0,284 (0,295)	0,350 (1,010)	0,431 (0,296)
DumSec4	0,784 (0,962)	-0,504 (0,317)	1,239 (0,831)	-0,916*** (0,284)	0,896 (0,961)	-0,763*** (0,281)
DumSec6	1,512* (0,858)	0,175 (0,283)	1,571** (0,738)	0,104 (0,252)	1,637* (0,858)	-0,133 (0,251)
DumSec7	-0,670 (1,370)	-3,506*** (0,453)	0,580 (1,200)	-5,243*** (0,411)	-0,510 (1,370)	-3,888*** (0,402)
Per			-4,919*** (0,786)	0,454* (0,268)		
Crisis					-0,140 (1,010)	1,873*** (0,296)
Beta	-0,890** (0,429)	3,252*** (0,141)	-0,311 (0,397)	1,916*** (0,136)	-0,720* (0,434)	2,853*** (0,127)
Tamaño	0,251 (0,237)	-0,9565*** (0,0780)	-0,028 (0,203)	-0,7959*** (0,0695)	0,199 (0,237)	-0,8642*** (0,0694)
Rep	-1,693** (0,738)	-2,297*** (0,243)	-1,270 (0,893)	-2,334*** (0,305)	-1,119 (0,809)	-3,082*** (0,237)
Rep x Per			0,516 (0,951)	-1,270*** (0,325)		
Rep x Crisis					-1,870 (1,230)	2,299*** (0,359)
N	1680	1680	1260	1260	1680	1680
R2	1,31%	38,37%	8,48%	41,11%	1,80%	51,60%
F	2,46**	115,54***	10,51***	79,21***	2,61***	161,69***

Fuente: Elaboración propia. Errores estándar en paréntesis. \*p<0,1; \*\*p<0,05; \*\*\*p<0,01.

Al igual que para los resultados anteriores, se analizan para cada uno de los modelos. Se observa que para el modelo 1, el resultado obtenido de reputación cuando la variable dependiente es el riesgo es análogo al modelo 1 del caso anterior, puesto que es significativo y un crecimiento de la reputación provoca una caída del riesgo de 2,297 puntos (significancia del 1%). Sin embargo, para el caso de la rentabilidad, en este modelo el resultado sí es significativo, mostrando que la rentabilidad cae cuando la reputación aumenta, siendo una caída de 1,693 puntos (significancia del 5%). Con los resultados obtenidos, para el caso de H1a, el signo es negativo por lo que la relación entre reputación y rentabilidad no es la

esperada. En relación con la hipótesis H1b, esta sí puede ser avalada, encontrándose también una relación negativa entre reputación y riesgo.

Por otro lado, los resultados obtenidos son similares al modelo 2 cuando la variable reputación era aproximada con la puntuación MERCO. Para la rentabilidad, el resultado no influye mientras que en el riesgo sí lo hace, cayendo este un total 2,334 puntos (significancia del 1%). Con los resultados obtenidos, no es posible avalar la hipótesis H2a mientras que sí es posible para H2b, donde se encuentra una relación negativa entre reputación y riesgo en los periodos alcistas y bajistas.

Por último, en relación con el modelo 3, los resultados son muy similares a los obtenidos con la variable reputación medida como puntuación. Cuando la variable dependiente es la rentabilidad, el resultado no es significativo y, por tanto, la pre-pandemia y la pandemia no han tenido efecto significativo sobre la rentabilidad. Sin embargo, cuando se analiza el riesgo, el resultado sí que es influyente. Durante la pandemia, el riesgo crecía cuando la reputación también lo hacía (2,299 puntos). Esto se debe a que el aumento del riesgo durante la crisis de la pandemia no es compensado con la disminución del riesgo por la reputación. Por tanto, con resultados obtenidos, no es posible avalar la hipótesis H3a. La relación entre riesgo y reputación es positiva y por tanto, no es la esperada lo que lleva a que la hipótesis H3b tampoco pueda ser avalada.

Al igual que en los modelos del caso anterior, donde la reputación se medía con la puntuación, la variable tamaño es únicamente relevante cuando se analiza la variable riesgo. Se observa que cuanto mayor es el tamaño de las empresas menor es el riesgo de estas.

En relación con los resultados obtenidos por sector durante la pandemia, es decir, del modelo 3, se puede observar que se comportan de forma similar que en el modelo 3 de la variable reputación medida como puntuación.

Por tanto, se observa que, midiendo la reputación de diferentes formas, se avalan las mismas hipótesis con iguales signos en la relación de las variables, a excepción de H1a para el modelo 1 cuando la reputación se mide como dummy, donde se obtiene una relación negativa entre reputación y rentabilidad. Esto puede deberse a que, al no tener en cuenta la puntuación real de las empresas, aquellas con mayor puntuación de la muestra influyen en la rentabilidad lo mismo que las empresas presentes en MERCO con menor reputación.

## 5. CONCLUSIONES

Entre los objetivos de este trabajo, destacaba la necesidad de analizar si los mercados, en este caso la bolsa española, habían valorado positivamente la reputación corporativa durante la pandemia surgida en el año 2020. Esta valoración se basaba en el valor de la empresa que ha sido aproximado por medio de la rentabilidad, y en el riesgo de la empresa en el mercado. Además, otro de los objetivos del trabajo consistía en observar si los efectos provocados por la crisis del 2020 se correspondían con los de otras crisis donde el comportamiento de la rentabilidad y riesgo de las empresas según su reputación corporativa ya había sido analizado en diversos estudios.

En relación al análisis de las variables objeto de estudio, es destacable el comportamiento de la rentabilidad en las empresas con peor reputación, es decir, las que no aparecían en el ranking. Esto se debe a que, estudiando las rentabilidades acumuladas desde el año 2017, el grupo de las empresas que no tienen presencia en el ranking obtiene una rentabilidad acumulada positiva al final del estudio, muy superior al del grupo de empresas con buena reputación y que aparecen en el ranking, siendo la de este último grupo negativa al final del estudio. Además, en el análisis de diferencia de medias entre los diferentes grupos analizados, destaca que el riesgo es menor en las empresas que se encuentran en MERCO que el de las empresas que no están incluidas en el ranking.

En cuanto a las hipótesis contrastadas los resultados llevan a establecer, primer lugar que, la reputación corporativa afecta en el nivel de riesgo de las empresas. Este resultado indica que cuanto mayor es la reputación corporativa, menor es el riesgo de la empresa en el mercado. Sin embargo, la relación positiva de reputación y rentabilidad no ha sido posible avalarla.

Otra de las evidencias obtenidas del análisis del periodo pre-pandemia, 2017 a 2019, es la relación negativa entre reputación y riesgo durante estados de mercado bajistas. Esto significa que en estos estados bajistas, el riesgo era menor o sufría menor subida en aquellas empresas que obtenían mayores niveles de reputación, en el caso de medir la variable como la puntuación del ranking MERCO, o en aquellas que aparecían en el ranking, para el caso en el que se analizaba la variable reputación como una dummy. En el caso de la rentabilidad, no se ha obtenido evidencia empírica que demuestre que la rentabilidad de las empresas con mejor reputación en los estados bajistas caía en menor medida que en las empresas con peores niveles de reputación o que no aparecían en el ranking.

Una vez analizados los estados bajistas durante un periodo en el que no existía crisis en el mercado, se ha analizado la valoración de la reputación diferenciando entre época de crisis

(2020) y época de no crisis (2017-2019). Para el caso de la rentabilidad, no se ha podido avalar que haya una relación positiva entre la reputación y dicha variable cuando el mercado experimentaba la crisis de la pandemia. Sin embargo, analizando el riesgo de las empresas, se ha observado una relación positiva entre riesgo y reputación.

Por tanto, en este trabajo no ha podido avalarse que exista relación positiva entre reputación y rentabilidad. Sin embargo, esto se debe principalmente a las características muy particulares que ha tenido la crisis originada por la pandemia de la Covid-19. Entre dichas características, cabe destacar que las empresas, por muy alto que fuera su valor (rentabilidad) así como su reputación o muy bajo fuera su riesgo, si su actividad estaba ligada a actividades donde la probabilidad de expansión del virus era alta, difícilmente iban a conseguir minimizar el impacto de la crisis. Un claro ejemplo es el de la empresa Meliá Hotels, la cual obtenía muy buenos niveles de reputación pero que, al dedicarse al sector turístico, sufrió grandes caídas de rentabilidad (-47,43% en marzo de 2020) y subidas del riesgo.

Sin embargo, los resultados obtenidos para el riesgo de las empresas del IBEX 35, sí avalan una clara relación negativa entre riesgo y reputación en estados bajistas antes de la pandemia. Sin embargo, cuando se analiza el periodo de la pandemia, la relación es positiva entre reputación y riesgo. La conclusión que se puede extraer de este último aspecto es que la reputación no ha podido compensar el aumento del riesgo provocado por la pandemia.

Por último, cabe destacar que la muestra se centra en un grupo pequeño de empresas que representa muy bien a los diferentes sectores pero que, sin embargo, son todas de gran tamaño en términos de capitalización bursátil. Por ello, para futuros estudios sería idóneo analizar también la valoración de la reputación por parte de los mercados para empresas con capitalizaciones inferiores a las del IBEX 35. Además, sería interesante también emplear otros rankings de reputación e incluso realizar el análisis en mercados extranjeros. En definitiva, lo que se observa con las hipótesis planteadas es que, la crisis surgida por la pandemia no ha provocado los mismos comportamientos surgidos a raíz de otras crisis de diferentes índoles. Uno de los aspectos más claros es que, aunque las empresas se encontraran en muy buena situación, si su sector estaba afectado por las restricciones iba a ser más difícil minimizar las consecuencias de la crisis de la pandemia.

## 6. BIBLIOGRAFÍA

- Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor Sentiment in the Stock Market. *Journall of Economic Perspectives*, 21 (2), 129-152.
- Barnett, M., Jermier, J., & Lafferty, B. (2006). Corporate reputation: The definitional landscape. *Corporate Reputation Review*, 9, 26-38.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustainable competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.
- Black, E., Carnes, T., & Richardson, V. (2000). The market valuation of corporate reputation. *Corporate Reputation Review*, 3(1), 31-42.
- Brown, B. (1997). Stock market valuation of reputation for corporate social performance. *Corporate Reputation Review*, 1(1), 76-80.
- Cao, Y., Myers, L., & Omer, T. (2012). Does company reputation matter for financial reporting quality? Evidence from restatements. *Contemporary Accounting Research*, 29, 956-990.
- Cooper, M. J., Gutierrez Jr, R. C., & Hameed, A. (2004). Market states and momentum. *Journal of Finance*, 59(3), 1345-1365.
- Diamond, D. W. (1991). Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of Political Economy*, 99, 689-721.
- Fernández-Sánchez, J., Luna-Sotorrió, L., & Baraibar-Díez, E. (2012). Can corporate reputation protect companies' value? Spanish Evidence of the 2007 Financial Crash. *Corporate Reputation Review*, 15(4), 228-239.
- Fombrun, C. (1996). Reputation: Realizing Value from the Corporate Image. *Harvard Business School Press, Boston, MA*.
- Godfrey, P., Merrill, C., & Hansen, J. (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal*, 30(4), 425-445.
- Hall, R. (1992). The strategic analysis of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 13(2), 135-144.
- Hall, R. (1993). A framework linking intangible resources and capabilities to sustainable competitive advantage. *Strategic Management Journal*, 14(8), 607-618.

- Kotha, S., Rajgopal, S., & Rindova, V. (2001). Reputation building and performance: An empirical analysis of the top-50 pure internet firms. *European Management Journal*, 19(6), 571-586.
- Orlowski, L. (2008). Stages of the 2007/2008 Global Financial Crisis: Is There a Wandering Asset-Price Bubble? *Open Assessment E-Journal*, 43, 1-40.
- Rose, C., & Thomsen, S. (2004). The impact of corporate reputation on performance: Some Danish evidence. *European Management Journal*, 22(2), 201-210.
- Srivastava, R., McInish, T., Wood, R., & Capraro, A. (1997). The value of corporate reputation: Evidence from the equity markets. *Corporate Reputation Review* 1(1), 62-68.

# ANEXOS

## Anexo 1: Metodología de evaluación del ranking MERCO.



Anexo 2: Listado de empresas en el ranking MERCO.

Empresa	Aparición ranking Merco 2017-2020
Acciona	Siempre
Acerinox	Ningún año
ACS	Siempre
Aena	Siempre
Almirall	Ningún año
Amadeus	Siempre
ArcelorMittal	Ningún año
Banco Sabadell	Siempre
Bankia	Siempre
Bankinter	Siempre
BBVA	Siempre
CaixaBank	Siempre
Cellnex	Ningún año
CIE Automotive	Ningún año
Enagás	2017-2018-2020
Endesa	Siempre
Ferrovial	Siempre
Grifols	Siempre
IAG	Siempre
Iberdrola	Siempre
Inditex	Siempre
Indra	Siempre
Inmobiliaria Colonial	Ningún año
Mapfre	Siempre
Meliá Hotels	Siempre
Merlín Properties	Ningún año
Naturgy	2018-2019-2020
PharmaMar	Ningún año
Red Eléctrica	Siempre
Repsol	Siempre
Santander	Siempre
Siemens Gamesa	2019-2020
Solaria	Ningún año
Telefónica	Siempre
Viscofan	Ningún año