

TESIS DOCTORAL

EL “HALO SECTORIAL” Y SU IMPACTO EN LA EVALUACIÓN DE LA REPUTACIÓN EMPRESARIAL

Doctorando:

José Emilio Calvo Iriarte

Directores:

María Victoria Esteban González

Arturo Rodríguez Castellanos

2024

**Universidad del País Vasco/Euskal Herriko Unibertsitatea
UPV/EHU**

AGRADECIMIENTOS

- . A mi esposa e hijos por el apoyo recibido

- . A mis codirectores de Tesis, María Victoria Esteban González y Arturo Rodríguez Castellanos, por la eficacia de sus recomendaciones y la paciencia que han mostrado en el dilatado periodo de confección de la misma.

- . A los participantes en la sesión del Área de Organización y Dirección de Empresas del *III AEDEM International Meeting. Digitalization, Education and Tourism: New Paradigms and Trends*, celebrado en Faro (Algarve -Portugal), en septiembre de 2021, y en especial al profesor Manuel Guisado Tato y la Profesora Jessica Paule Vianez, por sus valiosas aportaciones y sugerencias.

- . Igualmente, debo agradecer las sugerencias y comentarios de los participantes en las Jornadas de Doctorado de la Facultad de Economía y Empresa de la Universidad del País Vasco, y en las sesiones de la Comunidad de Práctica Investigadora del Instituto de Economía Aplicada a la Empresa de la misma Universidad.

Presentación a congreso, premio y publicaciones

Una versión previa de parte de los materiales incluidos en esta tesis doctoral se presentó como ponencia en el *III AEDEM International Meeting. Digitalization, Education and Tourism: New Paradigms and Trends*, celebrado en Faro (Portugal) los días 2 y 3 de septiembre de 2021, obteniendo el premio “Price AEDEM International Meeting Best Paper Award in Management”. Se encuentra publicada en las Actas del Meeting. La referencia completa es: Calvo-Iriarte, Emilio, Esteban-González, María Victoria y Rodríguez-Castellanos, Arturo (2021). “El ‘halo sectorial’ y su posible impacto en la evaluación de la reputación empresarial: Un análisis empírico en el mercado español”, en Matias, Inácio, Ludovina, Maria Fernanda y Hernández Mogollón, Ricardo (Coords.): *Digitalization, Education and Tourism: New Paradigms and Trends. 2021 AEDEM International Meeting*. European Academic Publisher, Madrid, pp. 200-223 (edición en formato electrónico).

Una versión actualizada de esta ponencia ha sido publicada como artículo en la revista *European Journal of Management and Business Economics*. La referencia es: Calvo-Iriarte, Emilio, Esteban-González, María Victoria y Rodríguez-Castellanos, Arturo (2024). “The ‘industrial halo’ and its impact on the assessment of corporate reputation”. *European Journal of Management and Business Economics*, Vol. 33, No. 2, pp. 237-252.

ÍNDICES

Índice General

PRIMERA PARTE: INTRODUCCIÓN

PRIMER CAPÍTULO: INTRODUCCIÓN	19
1.1. MOTIVACIÓN	19
1.2. ANTECEDENTES Y ESTADO ACTUAL DEL TEMA. PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN.....	21
1.3. OBJETIVOS	26
1.4. METODOLOGÍA	28
1.5. ESTRUCTURA.....	31

SEGUNDA PARTE: MARCO CONCEPTUAL

SEGUNDO CAPÍTULO: LOS RIESGOS EMPRESARIALES Y SU GESTIÓN	41
2.1. INTRODUCCIÓN	41
2.2. LOS RIESGOS EN LA EMPRESA: DESARROLLO	42
2.3. RIESGOS Y GESTIÓN DE RIESGOS: CONCEPTOS BÁSICOS	46
2.4. TIPOS DE RIESGOS.....	48
2.4.1. Los Riesgos Financieros.....	49
2.4.2. Los Riesgos no Financieros.....	54
2.4.3. Consideraciones finales sobre los tipos de riesgos.....	60
2.5. EL SISTEMA INTEGRADO DE GESTIÓN DE RIESGOS	61
2.6. RESUMEN Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO	68

TERCER CAPÍTULO: LA REPUTACIÓN Y EL RIESGO REPUTACIONAL	71
3.1. INTRODUCCIÓN	71
3.2. LA REPUTACIÓN CORPORATIVA: CONCEPTO.....	73
3.2.1. Definición.....	73
3.2.2. Reputación, identidad, imagen, marca, responsabilidad corporativa y legitimidad.	78
3.3. REPUTACION CORPORATIVA Y CREACIÓN DE VALOR.....	80
3.4. EL RIESGO REPUTACIONAL	91
3.4.1. Concepto	91
3.4.2 Relevancia	93
3.4.3. Fuentes	95
3.4.4. Evaluación.....	96
3.4.5. Gestión	103
3.5. RESUMEN Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO	104

CUARTO CAPÍTULO: LA MEDICIÓN DE LA REPUTACIÓN. EL HALO SECTORIAL	107
4.1. INTRODUCCIÓN	107

4.2. LA MEDICIÓN DE LA REPUTACIÓN.....	109
4.2.1. Planteamiento.....	109
4.2.2. La perspectiva cualitativa: monitores de reputación.....	111
4.2.3. El “Monitor Empresarial de Reputación Corporativa” (MERCOS): proceso de elaboración.....	119
4.2.4. La aproximación cuantitativa: modelos causales.....	127
4.3. EL “EFECTO HALO”.....	142
4.3.1. Planteamiento.....	142
4.3.2. Halos en el ámbito empresarial.....	143
4.3.3. El “halo sectorial” en la reputación empresarial.....	145
4.4. RESUMEN Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO.....	149

TERCERA PARTE: EL HALO SECTORIAL EN LA REPUTACIÓN DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

QUINTO CAPÍTULO: METODOLOGÍA DEL ESTUDIO EMPÍRICO.....	155
5.1. INTRODUCCIÓN.....	155
5.2. FORMULACIÓN DE HIPÓTESIS.....	158
5.3. MODELO Y TÉCNICAS DE ANÁLISIS.....	159
5.3.1. El modelo.....	159
5.3.2. Técnicas de análisis aplicadas.....	165
5.4. ÁMBITO GEOGRÁFICO, PERIODO TEMPORAL Y COLECTIVO.....	166
5.4.1. Ámbito geográfico y periodo temporal.....	166
5.4.2. Colectivo de referencia.....	167
5.5. BASES DE DATOS.....	169
5.5.1. Indicadores económico-financieros.....	169
5.5.2. Monitor Empresarial de Reputación Corporativa (MERCOS).....	169
5.6. ESTADÍSTICOS PRINCIPALES Y MATRICES DE CORRELACIÓN.....	171
5.6.1. Subperiodo 2005-2008 (Previa a la crisis).....	171
5.6.2. Subperiodo 2009-2012 (Crisis).....	176
5.6.3 Subperiodo 2013-2016 (Salida de la crisis).....	180
5.7. RESUMEN Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO.....	185

SEXTO CAPÍTULO: CONTRASTE EMPÍRICO.....	187
6.1. INTRODUCCIÓN.....	187
6. 2. ESTIMACIÓN DEL MODELO: CONSIDERACIONES PREVIAS.....	189
6.3. ESTIMACIÓN DE SECCIÓN CRUZADA.....	190
6.3.1. Especificación del modelo.....	190
6.3.2. Resultados de la estimación.....	191
6.4. ESTIMACIÓN CON DATOS DE PANEL.....	201
6.4.1. Consideraciones previas.....	201

6.4.2. Resultados	204
6.5 RESUMEN Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO	207

SÉPTIMO CAPÍTULO: ANÁLISIS Y DISCUSIÓN DE RESULTADOS.

CUMPLIMIENTO DE LAS HIPÓTESIS	211
7.1. INTRODUCCIÓN	211
7.2. ESTIMACIÓN DE SECCIÓN CRUZADA: ANÁLISIS Y DISCUSIÓN DE RESULTADOS.....	213
7.2.1. Sectores de actividad.....	213
7.2.2. Variables de control	240
7.3. ESTIMACIÓN CON DATOS DE PANEL: ANÁLISIS Y DISCUSIÓN DE RESULTADOS Y COMPARACIÓN CON LOS DE SECCIÓN CRUZADA	244
7.3.1. Sectores de actividad.....	245
7.3.2. Variables de control	251
7.4. CUMPLIMIENTO DE LAS HIPÓTESIS	253
7.5 RESUMEN Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO	255

CUARTA PARTE: CONCLUSIONES

OCTAVO CAPÍTULO: CONCLUSIONES. CONTRIBUCIONES, LIMITACIONES DEL ESTUDIO Y LINEAS FUTURAS DE INVESTIGACIÓN	263
8.1. CONCLUSIONES	263
8.2. CONTRIBUCIONES	275
8.2.1. En general.....	275
8.2.2. Para la comunidad académica	277
8.2.3. Para los grupos de interés.....	277
8.2.4. Para los gestores de empresas	277
8.3. LIMITACIONES DEL ESTUDIO.....	278
8.4. LÍNEAS FUTURAS DE INVESTIGACIÓN.....	279
BIBLIOGRAFÍA.....	281
ANEXO: BASE DE DATOS.....	329

Índice de Tablas

Tabla 1. Correspondencia entre preguntas de investigación, objetivos, metodología y capítulos	30
Tabla 2. Definiciones de reputación corporativa.....	75
Tabla 3. Estudios empíricos sobre la relación entre reputación y creación de valor.....	84
Tabla 4. Métodos para la evaluación del riesgo reputacional	97
Tabla 5. Costes monetarios totales de algunos eventos reputacionales negativos	102
Tabla 6. Monitores de reputación globales	111
Tabla 7. Monitor MERCO: dimensiones y atributos	121
Tabla 8. Ficha técnica MERCO 2016 España: público y muestras.....	121
Tabla 9. Reputación y modelización causal cuantitativa	130
Tabla 10. Proporción de la suma de “consumidores” más “trabajadores y ciudadanos” en MERCO Empresas y su ponderación.....	147
Tabla 11. Estadísticos principales: Subperiodo 2005-2008	172
Tabla 12. Matrices de correlación: Subperiodo 2005-2008	175
Tabla 13. Estadísticos principales: Subperiodo 2009-2012	177
Tabla 14. Matrices de correlación: Subperiodo 2009-2012	179
Tabla 15. Estadísticos principales: Subperiodo 2013-2016	181
Tabla 16. Matrices de correlación: Subperiodo 2013-2016	183
Tabla 17. Resultados del modelo. Subperiodo previo a la crisis (2005-2008) N=43.....	195
Tabla 18. Resultados del modelo. Subperiodo de crisis (2009-2012) N=42.....	197
Tabla 19. Resultados del modelo. Subperiodo salida de la crisis (2013-2016) N=40.....	199
Tabla 20. Resultados de la estimación con datos de panel.....	205
Tabla 21. Frecuencia anual de significatividades en los sectores de actividad	215
Tabla 22. Frecuencia sectorial de significatividades (2005-2016).....	222
Tabla 23. Coeficientes sectoriales. Subperiodo previo a la crisis (2005-2008) N=43	225
Tabla 24. Coeficientes sectoriales. Subperiodo de crisis (2009-2012) N=42	226
Tabla 25. Coeficientes sectoriales. Subperiodo salida de la crisis (2013-2016) N=40	227
Tabla 26. Diferenciales medios sectoriales por subperiodo ordenados.....	229
Tabla 27. Secuencia anual de diferenciales sobre la constante (Medios de Comunicación).....	231
Tabla 28. Estimación con datos de panel. Frecuencia de significatividades (halos), por sectores	245
Tabla 29. Estimación con datos de panel. Frecuencia de significatividades(halos), por cuatrienios	246
Tabla 30. Estimación de sección cruzada y de datos de panel. Frecuencia de significatividades sectoriales, por subperiodos y técnica de análisis	248
Tabla 31. Estimación de sección cruzada y de datos de panel. Frecuencia de significatividades sectoriales, por cuatrienios y técnica de análisis	249

Índice de Figuras

Figura 1. Ejemplo de Mapa de Riesgos.....	65
Figura 2. Evolución para España del ICC, Índice de Situación Actual e Índice de Expectativas	220
Figura 3. Narrativa de los principales eventos en índices EPU. Caso español	222

PRIMERA PARTE: INTRODUCCIÓN

PRIMER CAPÍTULO: INTRODUCCIÓN

1.1. MOTIVACIÓN

La reputación empresarial es un activo intangible de relevancia decisiva, más aún en un mundo globalizado como el actual. Debe tenerse en cuenta que su generación es lenta, pero su desaparición puede ser muy rápida. Por ello, la gestión de la reputación, y del riesgo asociado a la misma, esto es, el riesgo reputacional, se han convertido en elementos clave de la estrategia empresarial. Por tanto, una primera motivación para la elaboración de esta tesis ha sido precisamente investigar sobre un activo intangible empresarial tan relevante en el mundo actual como es la reputación.

Ahora bien, la investigación sobre la reputación se enfrenta a diversas dificultades, que es necesario abordar.

La primera se refiere a su vinculación con el “riesgo reputacional”. Como ya se ha indicado, la reputación de una organización empresarial viene acompañada de un denominado “riesgo reputacional” que refleja el efecto sobre la misma de posibles carencias o insuficiencias en la actividad de ese negocio. Como es sabido, la gestión de riesgos se ha convertido en un destacado elemento de referencia en cualquier análisis empresarial. El abanico de los mismos y su presentación y características aportan un contexto de referencia obligado para presentar al citado riesgo, como paso previo al estudio de la reputación. Entendemos, pues, que el estudio de la reputación, y de su riesgo asociado, deben ser encuadrados dentro del conjunto más amplio de la gestión de riesgos empresariales, sobre la que este autor ha alcanzado una amplia experiencia, tanto de tipo profesional dentro de una gran entidad bancaria (BBVA) en el análisis de riesgos de sectores empresariales, como de tipo docente, en numerosos másteres y postgrados universitarios. Todo ello ha sido también un fuerte motivo para investigar en el tema.

La segunda dificultad es de tipo conceptual: no debe olvidarse de que el concepto “reputación” es complejo; de hecho, se trata de un constructo que en ocasiones presenta dificultades de identificación, al ser, a menudo, confundida con otros elementos, como la *marca*, la *imagen*, la *identidad*, la *legitimidad* o la *responsabilidad corporativa*. Por tanto,

un aspecto fundamental de la indagación sobre este concepto consistirá en establecer su diferenciación clara respecto de conceptos similares o relacionados.

La tercera, y que también ha resultado un fuerte motivo para emprender esta investigación, es que el sector de pertenencia de una empresa parece poder aportar un componente explicativo de su reputación. Debemos tener en cuenta que el análisis reputacional suele apoyarse en procedimientos de encuesta a los habituales grupos de interés de las organizaciones empresariales, generando así un *ranking* reputacional de las mismas. Pero las características de la encuesta, a saber, personas consultadas, tamaño, peso en la valoración de las contestaciones y ámbitos geográficos considerados, pueden provocar sesgos que desvirtúen la representatividad de los resultados obtenidos. Entre estos sesgos puede estar el referido al sector de actividad en que se encuadra la empresa, lo que hemos denominado “halo sectorial”. Así, mientras que ese “efecto sector” es considerado a menudo por las organizaciones dedicadas a la medición de la reputación empresarial, ha sido poco considerado en la investigación académica. Superar este *gap* ha sido una fuerte motivación para la elaboración de la tesis, unido al atractivo de las denominadas “ilusiones colectivas” (*collective illusions*), a saber, “sesgos cognitivos” colectivos que falsean la percepción de los observadores sobre personas, empresas o instituciones, como es en este caso el “halo sectorial”.

Ahora bien, entendemos que una alternativa valiosa para intentar explicar un constructo tan sutil como la reputación empresarial, y que permita una detección adecuada del “halo sectorial”, consiste en la medición de los factores que inciden en la misma mediante procedimientos de análisis apoyados en metodología cuantitativa, como el análisis de sección cruzada y el de datos de panel. Ello también ha sido un factor de motivación, dada la experiencia docente universitaria del autor como profesor de la asignatura de Econometría

Así, la investigación se centra en comprobar si el fenómeno del “halo sectorial” se produjo en las empresas españolas durante un amplio periodo en torno a la crisis económica iniciada en 2008-2009, considerando tres subperiodos: precrisis (2005-2008), crisis (2009-2012) y salida de la crisis (2013-2016).

Y, por último, cabe no olvidar que la dilatada actividad docente del autor en la Universidad del País Vasco (UPV-EHU), ha sido un acicate para tratar de obtener con este trabajo la máxima calificación académica.

1.2. ANTECEDENTES Y ESTADO ACTUAL DEL TEMA. PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN

El advenimiento de la globalización en las últimas décadas ha hecho que los riesgos empresariales sean cada vez más evidentes. La necesidad de rentabilizar las inversiones, reducir los costes de producción y captar nuevos mercados ha provocado un crecimiento continuo del tamaño de las organizaciones empresariales, una reacción lógica a la nueva percepción del planeta como un vasto mercado abierto. Sin embargo, la desregulación y la mayor volatilidad de la demanda hacen que las empresas estén expuestas a mayores riesgos en el ejercicio de su actividad.

En efecto, la globalización ha generado un mundo “complejo”, cada vez más interrelacionado y, posiblemente por ello, también más incierto e imprevisible (Rodríguez-Castellanos y San-Martín-Albizuri, 2020). Y aunque en los últimos años acontecimientos como la crisis *subprime*, la Covid-19 y la posterior guerra en Ucrania, han propiciado la aceleración de ciertas tendencias, que ya venían desarrollándose desde hace un tiempo, hacia un mundo política y económicamente más fragmentado, lo que podría denominarse en cierto sentido “desglobalización”, no parece que ese mundo “desglobalizado” que se vislumbra deje de ostentar una alta complejidad, ni sea menos incierto (Rodríguez-Castellanos, San-Martín-Albizuri y Delgado-Guzmán, 2022).

Esto tiene claras repercusiones en el mundo empresarial. Además, se han producido demandas crecientes, cambiantes y más sofisticadas, por parte de los consumidores/usuarios, que se han traducido en una reducción sustancial de sus hábitos tradicionales de fidelidad a las marcas, al tiempo que exigen un comportamiento responsable por parte del mundo empresarial.

Por ello, la gestión de riesgos se ha convertido en un destacado elemento de referencia en cualquier análisis empresarial. Sin embargo, la gran mayoría de los riesgos a los que

están expuestas las empresas en la actualidad existen desde hace muchas décadas; la única diferencia es que ahora nuevas circunstancias han despertado algunos que estaban latentes, o que tenían un impacto pequeño o limitado en determinadas unidades de negocio. Este es el caso del “riesgo reputacional”, esto es, la posibilidad de que una empresa pierda su “reputación” o prestigio corporativo, o lo vea reducido significativamente, lo que puede afectar negativamente al negocio. La gestión de la reputación se ha convertido, por tanto, en un componente decisivo de la estrategia empresarial, y su medición es esencial para gestionar el riesgo reputacional. Por ello, el análisis de la reputación debe hacerse en el contexto de la gestión de riesgos en la empresa. El abanico de los mismos y su presentación y características, aportan un contexto de referencia obligado para presentar el riesgo reputacional, como paso previo al estudio de la reputación.

Por tanto, se plantea ya claramente una primera pregunta de investigación:

PI.1: ¿Qué riesgos afectan principalmente a las empresas en la actualidad, y cómo pueden ser gestionados?

Considerando ahora la reputación empresarial, anteriormente la hemos identificado con el “prestigio corporativo”. Ahora bien, en realidad se trata de un constructo con dificultades de identificación al ser, a menudo, confundida con otros atributos empresariales o activos intangibles como la *marca*, la *imagen*, la *identidad*, la *legitimidad* o la *responsabilidad corporativa*. Ya el hecho de la existencia de numerosas definiciones de reputación corporativa (Dowling, 2016; Fombrun, 2012; Larkin, 2003) indica bien a las claras la dificultad que entraña captar exhaustivamente este concepto.

A este respecto, una definición muy conocida es la de Fombrun (2012, p. 100): “a corporate reputation is a collective assessment of a company’s attractiveness to a specific group of stakeholders relative to a reference group of companies with which the company competes for resources”¹. Como se deduce de esta definición, se trata de un concepto latente, multidimensional, de desarrollo lento, que no es directamente observable y que

¹ “La reputación corporativa es la valoración colectiva del atractivo de una compañía realizada por un específico colectivo de *stakeholders*, con relación a un grupo de referencia de compañías con las que aquella compete”.

refleja la visión colectiva de la empresa por parte de determinados actores, en concreto, los grupos de interés o *stakeholders* (Freeman, 1984). Resulta, pues, necesario profundizar en un activo intangible tan complejo como es la reputación corporativa; por ello, se plantea la segunda pregunta de investigación:

PI.2: ¿Qué es la reputación corporativa y cuáles son sus características específicas?

La investigación académica ha puesto de manifiesto el efecto de la reputación corporativa en la creación de valor de las empresas, tanto a nivel internacional (Vig, Dumicic y Klopota, 2017; Roberts y Dowling, 2002; Dunbar y Schwalbach, 2000), como en España (Fernández-Sánchez et al., 2012; De Quevedo-Puente, 2003). Resulta, pues, necesario profundizar en este asunto, por lo que se plantea una tercera pregunta de investigación:

PI.3: ¿Cuál es la relación entre la reputación corporativa y creación de valor en la empresa?

Además, si la reputación contribuye a la creación de valor en la empresa, está claro que la pérdida de la misma puede originar una pérdida de valor que puede ser importante. Por tanto, la reputación de una organización empresarial viene acompañada necesariamente del denominado “riesgo reputacional”, que refleja el efecto sobre la misma de posibles carencias o insuficiencias en la actividad de ese negocio. El análisis de este riesgo reviste una especial importancia, por lo que se plantea la cuarta pregunta de investigación:

PI.4: ¿Qué es el riesgo reputacional en la empresa, y cómo puede ser gestionado?

Dada, pues, la importancia de la reputación en la empresa, ello demanda una medición adecuada de la misma, que considere los factores que inciden sobre tan importante activo empresarial. Resulta, por tanto, de enorme interés analizar los procedimientos existentes para su medición, en orden a asegurar una evaluación libre de sesgos y que permita tomar decisiones estratégicas correctas. Por ello se plantea la quinta pregunta de investigación:

PI.5: ¿Qué métodos existen para medir la reputación corporativa?

Ahora bien, esta medición puede estar distorsionada por sesgos cognitivos que falsean la percepción de las partes interesadas. Entre ellos se encuentra el denominado “efecto halo”. Este término fue acuñado por primera vez por Thorndike (1920) y puede describirse como una distorsión o sesgo cognitivo que provoca la generalización inconsciente al conjunto de un rasgo particular (positivo o negativo) del sujeto analizado. En resumen, se trata de una generalización ilógica que suele ir acompañada de una información insuficiente sobre el tema en cuestión.

La conclusión de Thorndike ha sido confirmada en décadas posteriores por un gran número de investigaciones, tanto en el campo de la psicología (Keeley et al., 2013; Kahneman, 2011; Dudycha, 1942) como en el ámbito del comportamiento y el rendimiento empresarial.

En el ámbito empresarial se han identificado diferentes tipos de halos, tanto en relación con las decisiones individuales como con la empresa en su conjunto (Thaler, 2015; Rosenzweig, 2007), así como con diversos aspectos específicos, como el comercial – especialmente la imagen de marca– (Leuthesser, Kohli y Harich, 1995), la responsabilidad social corporativa (Moliner et al., 2019), el país de origen de la empresa (Šapić, Kocić y Radaković, 2018) y la propia reputación corporativa de la empresa (De Quevedo-Puente, 2003).

Estas referencias apuntan a la existencia de varias tipologías de “halos” empresariales, como el financiero, el de gestión, el de marketing y el del país de origen del producto. También se ha argumentado que puede existir un “halo sectorial” en la percepción de la reputación corporativa por parte de los grupos de interés, en el sentido de que aquella puede estar fuertemente influida por el sector de actividad al que pertenece la empresa evaluada. Esto implicaría, por tanto, una distorsión de las evaluaciones de la reputación corporativa, en forma de un sesgo –negativo o positivo– sobre la reputación de una empresa en función de su pertenencia a determinado sector. En definitiva, parece existir una transferencia de la reputación del sector a las empresas que lo componen. Podría esperarse que este “halo” fuera más fuerte en circunstancias en las que hay menos información o mayor incertidumbre (crisis económicas, por ejemplo), o en grupos con acceso restringido a la información (como el público en general). También podría tener

un impacto más fuerte cuando la reputación de un determinado sector es especialmente favorable o desfavorable.

Dos aspectos adicionales refuerzan el interés de considerar el “halo sectorial” en la evaluación de la reputación corporativa:

- Aunque investigaciones académicas previas han mostrado cierto interés por el efecto que la pertenencia a una determinada industria puede tener en la evaluación de la reputación corporativa, este interés ha sido hasta ahora bastante limitado.
- Hay que tener en cuenta que parte de la muestra en los procedimientos de evaluación de la reputación basados en encuestas, suele incluir a personas no especializadas². Estos están especialmente expuestos a un posible “halo sectorial” que puede distorsionar sus percepciones, como consecuencia de prejuicios debidos al desconocimiento o a una información externa recibida limitada o incluso sesgada.

Por tanto, parece que el sector de pertenencia de la empresa considerada puede aportar un interesante componente explicativo sobre la reputación empresarial. Consideramos, pues, que este “halo sectorial” resulta especialmente importante para un análisis preciso de la percepción de la reputación, toda vez que hasta la fecha ha sido, como se ha apuntado, poco analizado en la literatura académica. Por ello surge la sexta pregunta de investigación:

PI.6: ¿Qué es el “efecto halo”, y cómo se presenta el “halo sectorial” en la reputación corporativa?

Pasando ya a considerar el ámbito español, podemos preguntarnos si el “halo sectorial” afecta a la evaluación de la reputación de las empresas españolas, y, por tanto, nos planteamos la séptima pregunta de investigación:

² Véase, por ejemplo, el proceso de elaboración del informe de *Merco España* (Análisis e Investigación, 2010, 2013, 2014, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022).

PI.7: ¿Existe un “halo sectorial” en la evaluación de la reputación de las empresas españolas?

Además, parece razonable esperar que, de existir, este “halo sectorial” se mantenga en el tiempo. Esta suposición se ve corroborada por el hecho de que la satisfacción del público con las distintas industrias parece cambiar sólo ligeramente con el tiempo, como muestran, por ejemplo, los datos sobre los índices de satisfacción de los consumidores con las distintas industrias a lo largo del tiempo en EE. UU.³. Por tanto, cabe deducir que la percepción de la reputación con respecto a las distintas industrias no variará excesivamente con el tiempo. Por lo tanto, surge la octava pregunta de investigación:

PI.8: ¿Se mantiene a lo largo del tiempo el “halo sectorial” en la evaluación de la reputación de las empresas españolas?

1.3. OBJETIVOS

De todo lo anterior se deduce claramente que el objetivo principal (OP) de esta tesis es contrastar si existe un “halo sectorial” en la valoración de la reputación corporativa de las empresas españolas, y asimismo contrastar si ese halo, de existir, es permanente en el tiempo.

Para la consecución de este objetivo principal, y de acuerdo con lo anteriormente expuesto, al objeto de responder a las preguntas de investigación planteadas en el apartado anterior, se establecen los siguientes objetivos secundarios:

En respuesta a PI.1:

OS.1: Llegar al conocimiento de los riesgos que afectan principalmente a las empresas en la actualidad, y cómo pueden ser gestionados.

En respuesta a PI.2:

³ The American Customer Satisfaction Index - ASCI. 1994-2023, <https://www.theacsi.org/>.

OS.2: Establecer de manera precisa las características específicas de la reputación corporativa.

En respuesta a PI.3:

OS.3: Determinar la vinculación entre la reputación corporativa y la creación de valor empresarial.

En respuesta a PI.4:

OS.4: Establecer de manera precisa la naturaleza del riesgo reputacional en la empresa, sus características constitutivas y las formas en que puede ser gestionado.

En respuesta a PI.5:

OS.5: Llegar a un conocimiento completo de los métodos existentes para medir la reputación corporativa.

En respuesta a PI.6:

OS.6: Establecer de forma precisa las características del “efecto halo”, y cómo se presenta el “halo sectorial” en la reputación corporativa.

En respuesta a PI.7:

OS.7: Establecer la existencia de un “halo sectorial” en el caso de la evaluación de la reputación de las empresas españolas.

En respuesta a PI.8:

OS.8: Establecer si el “halo sectorial” en la evaluación de la reputación de las empresas españolas se mantiene en el tiempo.

1.4. METODOLOGÍA

Los métodos y procedimientos empleados para alcanzar los objetivos antes mencionados son los siguientes:

Para la consecución de los seis primeros objetivos secundarios, –OS.1, OS.2, OS.3, OS.4, OS.5 y OS.6– se ha aplicado el método analítico-sintético, que, aunque en ocasiones se considere como dos métodos diferenciados, guardan entre sí una relación de complementariedad tan estrecha que podrían considerarse un único método de investigación (Rodríguez Castellanos, 2016). Consiste en la descomposición del fenómeno en los elementos que lo integran y el estudio de cada una de sus partes constitutivas, seguido por la integración de los resultados del análisis parcial en una serie de conclusiones que permiten el entendimiento total del fenómeno observado, considerándolo de forma unitaria (Soldevilla García, 1995). El procedimiento concreto empleado en este estudio para la aplicación del método ha consistido en una revisión selectiva de la literatura existente, centrándonos en la que resulte especialmente útil para la consecución del objetivo principal y de cada uno de los objetivos mencionados, y obteniendo conclusiones de dicha revisión. A ello se han dedicado los capítulos segundo (consecución de OS.1), tercero (consecución de OS.2, OS.3 y OS.4) y cuarto (consecución de OS.5 y OS.6).

Para la consecución de los objetivos secundarios séptimo y octavo (OS.7 y OS.8) se ha empleado el método hipotético-deductivo, en el que, partiendo del planteamiento de una serie de hipótesis, estas son contrastadas mediante estudios empíricos aplicando técnicas específicas, de forma que los resultados obtenidos permitan confirmar o rechazar las hipótesis planteadas (Robson, 1993).

Respecto de los procedimientos y técnicas concretos empleados para lograr estos objetivos, se han aplicado, por una parte, regresiones de sección cruzada, y por otra el análisis de datos de panel. Se ha estudiado un amplio periodo en torno a la crisis económica iniciada en 2008-2009, considerando tres subperiodos: precrisis (2005-2008), crisis (2009-2012) y salida de la crisis (2013-2016). No se ha extendido el análisis hacia épocas posteriores porque, conforme al procedimiento empleado de comparar

subperiodos cuatrienales que puedan ser vinculados a acontecimientos relevantes –como, en este caso, una importante crisis económica y financiera–, para poder aplicarlo de forma completa abarcando el efecto de la actual crisis –Covid-19, guerra en Ucrania– deberá transcurrir el tiempo suficiente para darla por superada, pues, si no, se tendrá una visión parcial de sus posibles efectos sobre la evaluación reputacional de las empresas y la relevancia en la misma del halo sectorial. Por ello, el análisis se ha detenido en 2016, final del período correspondiente a la salida de la crisis *subprime* y de deuda externa en la eurozona. El colectivo de análisis consiste en grupos empresariales que operan en España y que aparecen con suficiente frecuencia en el *ranking* del español *Monitor Empresarial de Reputación Corporativa (MERCOC)*, clasificados en once sectores. Se trata de 43 grupos empresariales, aunque a lo largo del tiempo se han producido algunos cambios en el colectivo.

Una exposición más extensa del proceso metodológico seguido en el análisis empírico tiene lugar en el capítulo quinto. En el capítulo sexto se muestran los resultados obtenidos en dicho análisis, y en el séptimo se discuten de forma extensa tales resultados.

En la Tabla 1 se muestra la correspondencia que hay en esta tesis entre las preguntas de investigación, los objetivos a alcanzar, la metodología empleada para ello (métodos y procedimientos) y los capítulos en que se desarrolla.

Tabla 1. Correspondencia entre preguntas de investigación, objetivos, metodología y capítulos

Preguntas de Investigación	Objetivos	Metodología		Caps.
		Métodos	Procedimientos	
PI.1: ¿Qué riesgos afectan principalmente a las empresas en la actualidad, y cómo pueden ser gestionados?	OS.1: Llegar al conocimiento de los riesgos que afectan principalmente a las empresas en la actualidad, y cómo pueden ser gestionados.	Analítico-sintético	Revisión de la literatura	Cap. 2
PI.2: ¿Qué es la reputación corporativa y cuáles son sus características específicas?	OS.2: Establecer de manera precisa las características específicas de la reputación corporativa.	Analítico-sintético	Revisión de la literatura	Cap. 3
PI.3: ¿Cuál es la relación entre la reputación corporativa y creación de valor en la empresa?	OS.3: Determinar la vinculación entre la reputación corporativa y la creación de valor empresarial.	Analítico-sintético	Revisión de la literatura	
PI.4: ¿Qué es el riesgo reputacional en la empresa, y cómo puede ser gestionado?	OS.4: Establecer de manera precisa la naturaleza del riesgo reputacional en la empresa, sus características constitutivas y las formas en que puede ser gestionado.	Analítico-sintético	Revisión de la literatura	
PI.5: ¿Qué métodos existen para medir la reputación corporativa?	OS.5: Llegar a un conocimiento completo de los métodos existentes para medir la reputación corporativa.	Analítico-sintético	Revisión de la literatura	Cap. 4
PI.6: ¿Qué es el “efecto halo”, y cómo se presenta el “halo sectorial” en la reputación corporativa?	OS.6: Establecer de forma precisa las características del “efecto halo”, y cómo se presenta el “halo sectorial” en la reputación corporativa.	Analítico-sintético	Revisión de la literatura	
PI.7: ¿Existe un “halo sectorial” en la evaluación de la reputación de las empresas españolas?	OS.7: Establecer la existencia de un “halo sectorial” en el caso de la evaluación de la reputación de las empresas españolas.	Hipotético-deductivo	Regresiones de sección cruzada y análisis de datos de panel.	Caps. 5, 6 y 7
PI.8: ¿Se mantiene a lo largo del tiempo el “halo sectorial” en la evaluación de la reputación de las empresas españolas?	OS.8: Establecer si el “halo sectorial” en la evaluación de la reputación de las empresas españolas se mantiene en el tiempo.	Hipotético-deductivo	Regresiones de sección cruzada y análisis de datos de panel.	

Fuente: elaboración propia

1.5. ESTRUCTURA

A continuación se presenta brevemente el contenido de cada uno de los capítulos que componen la tesis, además de este capítulo introductorio, que constituye también la primera parte de la misma.

Segunda parte: marco conceptual

Esta segunda parte de la tesis abarca los capítulos segundo, tercero y cuarto. En ellos se pretende alcanzar los seis primeros objetivos secundarios, respondiendo a las preguntas de investigación PI.1 a PI.6. Como se ha indicado, en estos capítulos se ha aplicado la metodología analítico-sintética. El contenido sintético de estos capítulos se presenta a continuación.

Segundo capítulo: los riesgos empresariales y su gestión

Respondiendo a PI.1, en la pretensión de alcanzar el primer objetivo secundario de la tesis, en este capítulo se analiza la situación actual de la gestión de riesgos en el ámbito empresarial. A tal efecto, se define el concepto de “riesgo corporativo” como el *efecto de la incertidumbre sobre los objetivos de la empresa* (ISO, 2009); su análisis demanda una secuencia de: identificación, evaluación, decisión, y control y seguimiento. Resulta importante clasificar los riesgos que afectan a ese devenir empresarial, y para ello se dividen en: Financieros y No financieros, definiéndose sus características. Entre los primeros aparecen los riesgos de: Crédito, País, de Mercado, y de Liquidez, mientras que los segundos recogen los Estratégico, de Proveedores, Sectorial, Geopolítico, Operacional y Reputacional.

Asimismo, se considera el Mapa de Riesgos como un instrumento importante en la gestión de los mismos, permitiendo la determinación de la posición óptima en una compañía determinada, su control y seguimiento y la comunicación tanto al consejo de administración como a las distintas dependencias de gestión estratégica, y a los grupos de interés.

Tercer capítulo: la reputación y el riesgo reputacional

En respuesta a PI.2, PI.3 y PI.4, y para alcanzar los objetivos secundarios segundo, tercero y cuarto; en este capítulo, en primer lugar, se analiza la reputación corporativa. Se tiene en cuenta que se trata un intangible generado por la opinión dinámica que sobre el comportamiento, pasado y presente, de una organización, expresan los grupos de interés (*stakeholders*) relacionados con la misma, es decir, aquellos colectivos que se ven afectados por dicho comportamiento –económico, financiero, comercial, medioambiental, social, laboral y ético– y que pueden influir con sus actuaciones sobre la consecución de los objetivos de aquella. Por ello, se analizan también las diferencias con otros conceptos vinculados, como son *identidad, imagen, marca, responsabilidad corporativa, o legitimidad*, de la compañía. Las peculiaridades de la reputación se manifiestan en que es una valoración colectiva realizada por los grupos de interés, muestra el atractivo que la compañía ofrece a los mismos y posee un claro objetivo comparativo con el resto de miembros del universo empresarial.

A continuación se analiza la vinculación entre la reputación corporativa y la creación de valor empresarial, Así, se tiene en cuenta que la literatura empírica considera a la reputación como un recurso estratégico que genera valor para el conjunto de grupos de interés. Y, específicamente, permite atraer y mantener clientes y trabajadores, el acceso ventajoso a fuentes de recursos, crear barreras de entrada a la competencia, facilitar la creación de alianzas y ofrecer mayor confianza a los proveedores, entre otros. En definitiva, parece existir una relación positiva entre reputación y la creación de valor.

Por último, se considera el riesgo reputacional, como la posibilidad de perder o ver muy reducido el prestigio corporativo de una compañía ante la aparición de un evento desfavorable para la misma, que se refleja negativamente en su negocio. Suele venir ligado a fallos en la operativa diaria, resulta difícil de prever, aparece en cualquier dependencia y no puede ser transferido. Hay sectores en que las empresas son muy sensibles al riesgo reputacional, como el de Servicios (financieros, seguros, auditoría y consultoría), por lo intangible del “producto” que ofertan. Existen una serie de fuentes de este riesgo, como son: fraudes, deficiente calidad de los productos, negligencias medioambientales y éticas, vulneración de normas legales, malas condiciones laborales,

incumplimiento de contratos, pobre gestión de la clientela, y ausencia de instrumentos de cobertura, entre otros.

Se analizan, asimismo, los diferentes métodos para evaluar el riesgo reputacional, teniendo en cuenta que esta es una tarea complicada, debido al amplio abanico de situaciones en que se puede materializar. Se consideran la *matriz de riesgos* a través del análisis de escenarios, los *monitores de reputación* y el *análisis de eventos*. También, como procedimiento adicional, los *rendimientos registrados por la compañía* comparados con los rendimientos de un índice de mercado.

La gestión del riesgo reputacional implica un amplio conjunto de medidas, entre las que destacan: integración plena en la gestión de riesgos de la empresa; fijación de los roles de responsabilidad en esa gestión; seguimiento periódico de los indicadores reputacionales; confección de planes de contingencia; y realización de informes periódicos dirigidos al Consejo de Administración y Alta Dirección.

Cuarto capítulo: la medición de la reputación. El halo sectorial

Respecto de los objetivos secundarios quinto y sexto, y para responder a PI.5 y PI.6, en este capítulo se aborda primeramente la medición de la reputación corporativa, teniendo en cuenta las dificultades que presenta, debido al carácter perceptivo de la misma por parte de los grupos de interés, y también por su multidimensionalidad. Así, se indica cómo los métodos y modelos para su evaluación pueden ser considerados atendiendo a dos criterios principales: por un lado, la utilización de modelos de clasificación (cualitativos / monitores) o modelos causales (cuantitativos), y, por otro, el carácter global o parcial del análisis.

Respecto de la evaluación global cualitativa, se destacan los monitores publicados por la revista *Fortune* (USA), el RepTrack Company (USA) ofrecido a través de la revista *Forbes*, el de la revista *Management Today* (Reino Unido), y el, ya citado, Monitor Empresarial de Reputación Corporativa (MERCOC). En todos se encuesta anualmente a una muestra de grupos de interés, atendiendo a una serie de dimensiones empresariales (productos y servicios; desempeño financiero; calidad de la dirección; comportamiento laboral, social y medioambiental; y gobierno corporativo). Ahora bien, la aproximación

por encuesta ha generado una serie de observaciones críticas, que también son indicadas: la elección de los *stakeholders* a los que dan entrada y su peso en el índice reputacional; el elevado tamaño de las compañías consideradas, que hace difícil la extensión de las conclusiones a todo el universo empresarial; las dimensiones analizadas y su escasa variación en el tiempo; y, sobre todo, la representatividad de la agregación de las percepciones de un colectivo numeroso y heterogéneo de grupos de interés, cuando el monitor es *multistakeholders*.

Se considera asimismo la modelización cuantitativa, subrayando cómo supone un paso adelante en la medición/explicación, y se realiza una revisión de la literatura al respecto, señalando asimismo las dificultades y limitaciones que presenta este enfoque.

Se pasa seguidamente al análisis del “efecto halo”: en primer lugar, se tiene en cuenta su consideración como un sesgo cognitivo que falsea la percepción de los grupos de interés, en forma de una distorsión que provoca la generalización inconsciente al elemento analizado de un rasgo particular, positivo o negativo, del mismo, y que se manifiesta es especial en individuos deficientemente informados. Se pasa, a continuación, a considerar los distintos tipos de halos que pueden aparecer en el ámbito empresarial, entre los que destacan el financiero, el de gestión, el de marketing (imagen de marca) y el del país de origen del producto e, incluso, la propia reputación corporativa de la compañía analizada. Por último, se fija la atención en el “halo sectorial”, que refleja la posible influencia en la reputación del sector de pertenencia de la empresa evaluada; se destaca asimismo cómo este tipo de halo, objeto fundamental de esta tesis, ha sido relativamente poco investigado.

Tercera parte: el halo sectorial en la reputación de las empresas españolas

Esta tercera parte de la tesis comprende los capítulos quinto, sexto y séptimo. En ellos se pretende alcanzar los dos últimos objetivos secundarios, respondiendo a las preguntas de investigación PI.7 a PI.8. Como se ha indicado, en estos capítulos se ha aplicado la metodología hipotético-deductiva. El contenido sintético de los mismos se presenta a continuación.

Quinto capítulo: metodología del estudio empírico

Este capítulo se dedica a exponer con detalle la metodología empleada en el estudio empírico, avanzando asimismo en las características de la base de datos empleada.

Así, en primer lugar se fundamentan y presentan las dos hipótesis a contrastar, referidas a la presencia en las empresas españolas de un “halo sectorial”, y, en segundo lugar, a la permanencia en el tiempo de dicho halo.

A continuación se presentan el modelo y las técnicas de análisis a aplicar. Respecto del primero, se trata de un modelo de regresión, en el que la variable dependiente es la reputación de la empresa medida a través de la clasificación según el índice de MERCO Empresas, y la variable explicativa es el sector de actividad al que pertenece la empresa, considerado como una variable categórica, binaria, recogida a través de variables ficticias, una por cada sector. Precisamente, el “halo” se medirá analizando la significación estadística de esas variables ficticias. Además, se emplean como variables de control la rentabilidad de las empresas, su tamaño, la variación anual de la facturación, el liderazgo y la responsabilidad corporativa. En cuanto a las técnicas de análisis utilizadas para el contraste de las hipótesis mediante el modelo desarrollado, se indica cómo se han aplicado tanto el análisis de sección cruzada para cada uno de los años considerados, como análisis de datos de panel en cada uno de los subperiodos en que se ha dividido el periodo a analizar, así como en el periodo completo.

Seguidamente se consideran el ámbito geográfico, el periodo temporal analizado y el colectivo empleado en el estudio. Respecto del ámbito geográfico, se trata de España, esto es, se analizan empresas españolas. En cuanto al periodo temporal, es un amplio periodo de 12 años en torno a la crisis económica iniciada en 2008-2009, considerando tres subperiodos: precrisis (2005-2008), crisis (2009-2012) y salida de la crisis (2013-2016). Se indican asimismo los motivos por los que no se ha extendido el análisis hacia épocas posteriores, ya que, debido al procedimiento empleado para comparar los subperiodos cuatrienales, vinculados a un acontecimiento como fue la crisis económica y financiera iniciada en 2008, para poder aplicarlo de forma completa a la época actual, también con crisis –Covid-19, guerra en Ucrania– deberá transcurrir el tiempo suficiente para darla por superada.

En cuanto al colectivo objeto de análisis, se trata de 43 grupos empresariales actuantes en España, clasificados en once sectores (a lo largo del tiempo se han producido algunos cambios), que han aparecido con suficiente frecuencia en el *ranking* del monitor MERCO Empresas.

Posteriormente se indican las bases de datos empleadas. Así, respecto de indicadores de las empresas como rentabilidad, tamaño y facturación, para las empresas cotizadas en bolsa se han empleado los Informes anuales remitidos a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y para compañías no cotizadas se ha recurrido a la información pública proporcionada por las mismas. Y en cuanto a los índices de reputación, liderazgo y responsabilidad corporativa, se han empleado los informes de MERCO Empresas, MERCO Líderes y MERCO Responsabilidad Corporativa.

Por último, se presentan, para las variables métricas empleadas, y de forma anual para cada uno de los subperiodos considerados, tanto los principales estadísticos como las matrices de correlación.

Sexto capítulo: contraste empírico

Este capítulo se dedica, por una parte, a mostrar las características de las estimaciones efectuadas, tanto de sección cruzada como de datos de panel; y por otra, se presentan los resultados obtenidos con esas estimaciones, diferenciando los tres cuatrienios en que se ha segmentado la investigación, e incluso, en el caso de la estimación con datos de panel, considerando el periodo completo.

Así, en ese capítulo, en primer lugar se efectúan unas consideraciones previas a la estimación del modelo, indicando cómo se aplicarán las dos técnicas de estimación empleadas, esto es, el análisis de sección cruzada y el análisis de datos de panel. Posteriormente, se presenta el análisis de sección cruzada, concretando la especificación del modelo y mostrando los resultados de su aplicación año a año, según los tres subperiodos cuatrienales considerados. A continuación se exponen los resultados de la estimación con datos de panel, tanto para cada uno de los subperiodos como para el conjunto del periodo.

Séptimo capítulo: análisis y discusión de resultados. Cumplimiento de las hipótesis

En este capítulo, tercero y último de la tercera parte de esta tesis, una vez presentados en el capítulo anterior los resultados del estudio empírico, se efectúa el análisis y la discusión de los mismos, en orden a establecer el grado de cumplimiento de las hipótesis planteadas, con lo cual se completa la consecución definitiva de los dos últimos objetivos secundarios, alcanzando así el objetivo principal de la tesis.

Así, en primer lugar se procede al análisis y discusión de los resultados de la estimación de sección cruzada, considerando por una parte los sectores de actividad, analizando su significatividad por medio de las variables ficticias que los representan, mediante sus frecuencias anuales, buscando los posibles halos existentes respecto de los mismos, considerando también la posible correspondencia entre el número de halos anuales encontrados y dos índices indicativos de incertidumbre: el *Índice de Confianza del Consumidor* del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) y un índice de incertidumbre política confeccionado por el Banco de España; por otra, se aborda la frecuencia de significatividad de cada sector; seguidamente, se efectúa un análisis de las distancias con el sector de Medios de Comunicación a través de los coeficientes sectoriales, obteniendo así un *ranking* de reputación sectorial, el cual es comparado con el proporcionado para España por el monitor RepTrak; por último, se analizan y discuten los resultados obtenidos respecto de las variables de control.

En segundo lugar se efectúa el análisis y discusión de los resultados de la estimación con datos de panel, comparando con los obtenidos en sección cruzada, tanto respecto de las significatividades o halos sectoriales, según los propios sectores, por subperiodos y en el periodo completo, y también respecto de las variables de control. En tercer y último lugar se aborda el cumplimiento de las hipótesis planteadas, con lo que se alcanza el objetivo principal de este trabajo.

Cuarta parte: conclusiones

Esta cuarta parte de la tesis es de carácter concluyente, y corresponde a un único capítulo, dedicado a las conclusiones, las contribuciones, las limitaciones y las líneas futuras de investigación.

Octavo capítulo: conclusiones, contribuciones, limitaciones del estudio y líneas futuras de investigación

En este último capítulo se exponen: por una parte, las conclusiones más relevantes obtenidas en la tesis; por otra, sus contribuciones a la extensión del conocimiento en gestión de la reputación corporativa en diversos ámbitos; seguidamente, las limitaciones del estudio; y, por último, las líneas de futura investigación abiertas por el mismo.

Bibliografía

Se aportan las referencias bibliográficas empleadas en la elaboración de la tesis.

SEGUNDA PARTE: MARCO CONCEPTUAL

SEGUNDO CAPÍTULO: LOS RIESGOS EMPRESARIALES Y SU GESTIÓN

2.1. INTRODUCCIÓN

Como ya se ha indicado, estando dedicada esta tesis al posible establecimiento de un “halo sectorial” en la reputación corporativa, la consideración de ésta no puede entenderse sin su vinculación con el riesgo derivado de perderla, o de verla muy reducida, lo que se conoce como “riesgo reputacional”. Y el análisis de este tipo de riesgo debe encuadrarse dentro del estado del conjunto de riesgos que afectan a las empresas en la actualidad, así como de su gestión.

Así, la gestión de riesgos en las organizaciones empresariales supone la contrapartida obligada de las distintas estrategias ensayadas por aquellas para mejorar sus resultados y posicionamiento en el mercado.

Pero los mercados han mostrado en las dos últimas décadas unos cambios extraordinarios. El proceso de globalización, que puede reflejarse en la máxima “el mundo es mi mercado”, ha generado un importante crecimiento de los flujos de capitales, mercancías, servicios y personas. Ello ha incrementado la complejidad de los negocios en que se desenvuelve la actividad empresarial, y elevado el nivel de incertidumbre, apareciendo, incluso, fenómenos peculiares como los denominados “cisnes negros”, las “alas de mariposa” y las “burbujas”. Incluso la tendencia actual hacia una cierta “desglobalización”, aparte de tener límites, no parece que vaya a dar lugar a un entorno menos incierto para las empresas, sino más bien lo contrario.

La gestión de riesgos ha ido adaptándose a tales mutaciones, dando entrada a un amplio abanico de los mismos, financieros y no financieros, algunos de los cuales eran poco conocidos y, por tanto, insuficientemente considerados.

Por ello, en este primer capítulo se pretende responder a la primera pregunta de investigación:

PI.1: ¿Qué riesgos afectan principalmente a las empresas en la actualidad, y cómo pueden ser gestionados?

Para lo que se busca alcanzar el primer objetivo secundario:

OS.1: Llegar al conocimiento de los riesgos que afectan principalmente a las empresas en la actualidad, y cómo pueden ser gestionados.

Así, además de este apartado introductorio, el capítulo se estructura como sigue.

En el segundo apartado se considera la gestión de riesgos y la importancia que ha ido adquiriendo en los últimos tiempos, debido al proceso de globalización, indicando también cómo la actual y previsible tendencia hacia la “desglobalización” es muy posible que esté limitada, y además no necesariamente configure un entorno menos arriesgado. A continuación, el tercer apartado es dedicado a la gestión de riesgos en la empresa, comenzando con la constatación de que, en general, los riesgos no han sido bien visibilizados en el análisis de las empresas, lo que ha retrasado su diferenciación y análisis, así como su gestión; seguidamente, se efectúa una clasificación de los diferentes tipos de riesgos, para encuadrar el riesgo reputacional, objeto de nuestro interés prioritario; finaliza el apartado considerando la necesidad de establecer en las empresas un sistema integral de gestión de riesgos, que permita efectuar una verdadera gestión de los mismos dentro de la organización, en la que participen todos los agentes implicados, y llegue a todas las unidades y funciones de la empresa. Finaliza el capítulo exponiendo un resumen del mismo y las conclusiones obtenidas al respecto.

2.2. LOS RIESGOS EN LA EMPRESA: DESARROLLO

La *gestión de riesgos* presenta en las últimas décadas un desarrollo exuberante en comparación con la contenida aplicación que había ofrecido en épocas anteriores, más centradas en el tratamiento de otras áreas específicas dentro del análisis de la gestión empresarial. Los cambios acaecidos en la sociedad y la actividad de las empresas en los

tres últimos lustros han supuesto una verdadera revolución en la gestión de riesgos, financieros y no financieros, provocando una eclosión en los procedimientos de identificación, análisis, decisión, coberturas, control y seguimiento de los mismos. (Crouhy, Galai y Mark, 2023; Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission - COSO, 2017; Hopkin, 2017; Hillson, 2016; Cleary y Malleret, 2007; López-Cerezo y Luján-López, 2000; Bernstein, 1996).

El fenómeno de la globalización –económica, financiera, cultural y política– ha resultado fundamental. La necesidad de rentabilizar inversiones, reducir costes de producción y captar nuevos mercados ha provocado el incremento continuo del tamaño de las unidades empresariales, y se habla ya con toda naturalidad de “conglomerados”, último estadio de la clasificación empresarial por tamaño y actuación en un amplio abanico de sectores, lógica reacción a la nueva percepción del planeta como un gran mercado accesible a todas las organizaciones empresariales. La desregulación y el incremento de la volatilidad de la demanda han añadido más riesgo al devenir empresarial. La admisión generalizada de la idea del mercado como órgano y juez único del éxito, o fracaso, empresarial –fruto del triunfo de uno de los dos sistemas económicos existentes hasta inicios de la última década del pasado siglo– ha provocado la desaparición de las barreras administrativas y de la protección de los Estados a sus empresas, el incremento de la competencia y el estrechamiento dramático de los márgenes de beneficio. A ello ha contribuido asimismo el desarrollo de las TIC, que tal vez es el que caracterice de manera más específica el actual proceso de globalización, diferenciándolo de otras “globalizaciones” que tuvieron su manifestación en épocas anteriores.

Ahora bien, la globalización, al incrementar enormemente los flujos de dinero, capitales, mercancías y personas entre partes del mundo que con anterioridad se encontraban escasamente conectadas, ha incrementado así la complejidad: el mundo globalizado es un mundo más diverso. Pero al incrementarse la complejidad de un sistema aumenta la posibilidad de aparición de procesos no lineales, “caóticos”, la propagación de tensiones y *shocks* por todo el sistema de manera imprevisible (“contagios”: Covi, Gorpe y Kok, 2019; Hommes y Vroegop, 2019; Brown, Trautmann y Vlahu, 2014; Gai, Haldane y Kapadia, 2011; Gropp, Lo Duca y Vesala, J. 2006), y, como consecuencia, la frecuencia de fenómenos tipo “alas de mariposa” –pequeñas causas, enormes efectos–, “cisnes negros” –acontecimientos de muy baja probabilidad, pero de gran impacto– (Kupers,

2018; Taleb, 2012, 2007), burbujas (Bao, Hommes y Makarewicz, 2017; Sornette y Cauwels, 2015; Brunnermeier y Oehmke, 2012), y otros (Rodríguez-Castellanos, 2022b, 2019).

Las crisis debidas a la Covid-19 (Rodríguez-Castellanos y San-Martin-Albizuri, 2020) y a la posterior la guerra de Ucrania (White et al., 2022), así como la más reciente crisis bancaria en algunos países (Cabello y Bennett, 2023; James, 2023) son un ejemplo claro de lo anteriormente indicado: no previstas, y de contagio, tanto sanitario como económico o financiero, rapidísimo.

Desde la segunda década de este siglo se viene hablando de la “desglobalización”, como un fenómeno de reversión del proceso globalizador, que habría comenzado con el “retorno a la regulación financiera” consecuente a la “crisis *subprime*” (Bouchet, Fishkin y Goguel, 2018), pero que como consecuencia de la pandemia de la Covid-19 habría afectado a las cadenas de valor globales, con la “relocalización” o “retorno de producción”, esto es, la vuelta a la fabricación en entornos próximos al consumo (Browne, 2020; Euromoney, 2020; Fanjul, 2020). Por otra parte, la guerra en Ucrania ha acelerado el proceso de *friendshoring*, esto es, el desarrollo de acuerdos comerciales regionales de alcance territorial reducido, o con países que comparten régimen político.

Pero esa fragmentación o “desglobalización” tiene límites, y tampoco está claro que conduzca a menor complejidad e incertidumbre. Con respecto a los límites, ciertas condiciones derivadas de la globalización, como la potencia económica de China, son irreversibles; además, el “retorno de producción” no es fácil de efectuar en casos en que la producción en China y otros países emergentes sigue siendo competitiva, a no ser que se establezcan reglas proteccionistas, al coste de mayores precios. Tampoco resulta fácil ni rápido, ni sin coste, en caso de que sea posible, transformar sustancialmente redes de suministro complejas (The Economist, 2022). Además, la globalización de intangibles, servicios y talento sigue creciendo (Seong et al., 2022). Por otra parte, la impresión es que únicamente se va a producir un cambio en el tipo de complejidad, de forma que de un mundo interconectado en “línea distribuida” se pasará a uno interconectado dentro de bloques, pero con necesarias conexiones también entre ellos; y no parece que vaya a ser un mundo menos incierto. Además, están apareciendo nuevas fuentes de incertidumbre: riesgos sociopolíticos crecidos (Grant, Haider y Raufuss, 2023; Grant, Haider y Mieszala,

2022); la inflación, con su secuela de riesgo de tipos de interés; o el calentamiento global, con un aumento de los riesgos meteorológicos, como eventos extremos (sequías, inundaciones, olas de calor) e incluso posibles pandemias futuras, así como flujos migratorios masivos (Rodríguez-Castellanos, San-Martín-Albizuri y Delgado-Guzmán, 2022). Por tanto, no parece que el mundo futuro, aunque tal vez fragmentado, vaya a ser menos incierto.

Si el entorno, actual y futuro, es incierto e imprevisible, esto tiene una clara repercusión en el mundo empresarial. Por otra parte, el consumidor/usuario ha incrementado, igualmente, sus demandas, haciéndolas más sofisticadas y cambiantes, reduciendo sustancialmente sus tradicionales hábitos de fidelidad a la marca, y exigiendo, además, comportamientos responsables al universo empresarial. Todo este conjunto de circunstancias ha elevado el nivel de riesgos a que debe de hacer frente la actividad de los negocios y el conjunto de la sociedad. No en vano está acuñado desde mediados de los ochenta el concepto de “sociedad del riesgo” (Beck, 2008, 1988) para describir una nueva percepción de las comunidades humanas respecto de su exposición a distintos, y variados, peligros.

Las empresas participan en esa exposición a “nuevos” riesgos fruto de su propia actividad económica y el rol de elemento importante en las comunidades donde desarrollan su función. Pero resulta irónico comprobar que, salvo alguna excepción muy puntual, todos los riesgos a que está expuesta una actividad empresarial han existido desde hace muchas décadas, por lo que la única diferencia con el momento actual es que las comentadas modificaciones –políticas, económicas y sociales– han despertado a algunos de ellos que se encontraban en fase latente, su grado de impacto era muy pequeño o se reducía a determinadas unidades empresariales. Sin olvidar que tanto la pasada crisis económica (2008-2013), como la presente provocada por la Covid-19 y la guerra en Ucrania, han servido de perfecto caldo de cultivo para hacer aflorar, materializándolos, varios de esos riesgos, despertando así el interés por su gestión eficaz (Grant, Haider y Raufuss, 2023; Natale, Poppensieker y Thun, 2022; Grant, Haider y Mieszala, 2022; Baker et al., 2020; Innerarity, 2020; McMaster et al., 2020; Verma y Gustafsson, 2020; Xifra, 2020; Uslaner, 2010). Tal es el caso, como veremos más adelante, del *riesgo reputacional*, esto es, la posibilidad de perder o de ver muy reducido el prestigio corporativo, generándose negativos efectos sobre el negocio.

A continuación, examinaremos los tipos de riesgos que afectan a la empresa, analizando cómo debe efectuarse una gestión adecuada de los mismos.

2.3. RIESGOS Y GESTIÓN DE RIESGOS: CONCEPTOS BÁSICOS

Como hemos apuntado en el apartado anterior, los riesgos han tenido una mala visibilidad en el análisis de las empresas, sobre todo las no financieras, pues las del sector financiero, por su propia actividad, han debido prestarles una mayor atención. Pese a que desde los primeros tiempos de la Teoría de la Empresa se justificaba el beneficio como la lógica remuneración del inversor, particular o societario, que *arriesgaba* su dinero, el concepto de “riesgo” –aun admitiendo su carácter de elemento fundamental en el devenir empresarial– se estuvo contemplando como un ente monolítico que no parecía admitir fragmentaciones.

A diferencia del concepto de “mercado”, que había seguido una secuencia similar, pero ya a partir del inicio de los años setenta del pasado siglo se desarrolló, teórica y metodológicamente, el concepto de “segmentación” que tan excelentes resultados ha dado a la función comercial, la partición del riesgo empresarial en un abanico de tipos de riesgos (de crédito, de país, de mercado, de liquidez, operacionales, regulatorios, estratégicos y reputacionales) exigió una secuencia temporal más dilatada, a la que, como también hemos indicado, no fueron ajenas las circunstancias estructurales en que se desenvolvían los mercados, compartimentalizados por las fronteras de cada país, sujetos a una intervención proteccionista y de tutela –productiva y financiera– de los distintos gobiernos para tratar de proteger la denominada “industria nacional”, y con escasas relaciones con otros mercados nacionales. Bajo ese paraguas la exposición a los distintos tipos de riesgos quedaba difuminada, e incluso en el sector financiero el riesgo de crédito aparecía como el único que presentaba un cierto desarrollo metodológico, aunque con técnicas poco objetivas de decisión. La paulatina apertura de los mercados, y, como ya se ha mencionado, su desarrollo mediante la globalización, fueron provocando la mejor percepción de los distintos tipos de riesgos, su coste en caso de materializarse y las ventajas de efectuar una correcta y afinada gestión de los mismos.

Resulta inevitable aventurar una definición de “riesgo”, tratando de adecuarla al entorno, la actividad empresarial, en que se desarrolla este trabajo. La inicial y genérica definición del riesgo como *la posibilidad de aparición de un quebranto económico futuro* debe de ser corregida, a la vista de que no todas las materializaciones de riesgos en la actuación empresarial se convierten obligatoriamente en un quebranto; sólo los riesgos catastróficos generan, sin duda, un daño indiscutible, mientras que otras materializaciones, un riesgo de tipo de cambio, por ejemplo, pueden ofrecer un beneficio si el azar ha jugado a nuestro favor. Tal vez “*el efecto de la incertidumbre sobre los objetivos de la empresa*” (ISO, 2009) recoge una definición más ajustada, ya que refleja el impacto sobre las principales variables empresariales del contexto en que se mueve su actividad.

Además, acontecimientos surgidos en los últimos años, como los ciberriesgos, el cambio climático, la pandemia de la Covid-19 y la guerra de Ucrania, han provocado la exigencia de una más eficaz y dinámica gestión de riesgos, apoyada en la detección temprana de nuevas amenazas, correcta fijación del apetito de riesgos de la organización y determinación de un plan de gestión. Todo ello debe de permitir una eficacia en el tratamiento de nuevos riesgos y el adecuado control de los existentes (McKinsey, 2023).

La denominada “gestión de riesgos” (Crouhy, Galai y Mark, 2023; Natale, Poppensieker y Thun, 2022; Hopkin, 2017; COSO, 2017; Hillson, 2016; GARP Financial Risk Manager, 2014) se refiere a una secuencia que se repite en el tratamiento de cualquier tipo de riesgo. Se inicia con la correcta *Identificación* del mismo, fijando sus principales características y causas de aparición; continúa con su *Evaluación*, tratando de determinar la probabilidad de aparición y la severidad del coste, en caso de que tal materialización se produzca. Dentro de una organización empresarial, la identificación y evaluación de los distintos tipos de riesgo existentes en la misma va a permitir confeccionar el denominado Mapa de Riesgos, que recoge en una matriz los distintos riesgos y su probabilidad/severidad esperada.

La *Decisión* sobre si asumir el riesgo, o por el contrario reducirlo, o incluso eliminarlo, sería el paso siguiente. Una forma de reducir el riesgo es mediante la diversificación, si es posible. Por su parte, la *Cobertura* del riesgo representa el deseo de evitarlo, muy a

menudo mediante su cesión a terceros; así, pueden exigirse cualquier clase de garantías, o trasladarlo, en todo en parte, al mercado asegurador o al mercado financiero a través de los instrumentos idóneos.

El proceso finalizaría con la etapa de *Control y seguimiento*, como elemento de vigilancia continua sobre los riesgos vivos. Y los intentos de *Recuperación*, si se da un mal fin en la operación que lo generó.

A continuación, examinaremos los diferentes tipos de riesgos que pueden presentarse en la actividad empresarial.

2.4. TIPOS DE RIESGOS

Llegado el momento, y la necesidad, de fragmentar el riesgo como paso imprescindible para una correcta gestión del mismo, las clasificaciones se han ido sucediendo a medida que sus manifestaciones, por materialización de los mismos, aportaban un caudal de experiencia que permitía afinar en su identificación y posterior gestión. Valga como ejemplo que, durante un periodo amplio de la pasada década, al hablarse de los “riesgos financieros”, se citaba al Riesgo de Crédito –donde el Riesgo País se consideraba una variante peculiar–, al Riesgo de Mercado, y, por último, al Riesgo Operacional, manifestándose sin ningún sonrojo que en este tercero entraba todo lo que no cupiese (*sic*) en los dos primeros. Ello da una imagen del trabajoso camino seguido en la partición de aquella primera imagen monolítica y la dificultad de parcelar un concepto tan evanescente.

Aquí efectuaremos una clasificación de los distintos tipos de riesgos, separándolos en dos grandes bloques, a saber, Riesgos Financieros y Riesgos no Financieros. El primero de ellos viene referido a aquellos riesgos (de *Crédito*, *País*, de *Mercado* y de *Liquidez*) con una directa relación con la situación y estructura financiera de la empresa, mientras que el segundo bloque, los denominados “no Financieros” (*Estratégico*, *Geopolítico*, *Operacional* y *Reputacional*), aunque con evidente impacto financiero en caso de

materialización, no se encuentran tan directamente relacionados con la actividad financiera de la compañía.

2.4.1. Los Riesgos Financieros

Como hemos indicado, se refieren a cuatro subgrupos: de *Crédito*, *País*, de *Mercado* y de *Liquidez*, este último también conocido como “Riesgo Estructural” o “Riesgo de Balance”. Iniciemos la presentación con el primero.

Riesgo de Crédito

Es el tipo de riesgo más conocido dentro de los riesgos financieros, por estar directamente relacionado con la posibilidad de recibir el pago de una deuda por parte del deudor. Podemos definirlo como la posibilidad de daño económico por incumplimiento de las obligaciones del deudor/contraparte o cambios en su calidad crediticia. En la definición se contempla el riesgo de crédito como una situación dinámica, ya que la solvencia del deudor, como es bien conocido, varía en el tiempo y, por tanto, la gestión del riesgo debe de recoger esa variación (Koulafetis, 2017; Knop-Muszynski, Ordovas-Miquel y Vidal-Villalon, 2013; Checkley, 2003; Elizondo, 2003; Doldán-Tie y Rodríguez-López, 2002; Altman y Hotchkiss, 1993)

Las *Fuentes* habituales de riesgo de crédito en la actividad empresarial son: (i) los clientes, que pueden no pagar los bienes y servicios adquiridos, (ii) las colocaciones de tesorería, (iii) el incumplimiento de las contrapartes en los productos derivados y (iv) los avales y garantías prestadas.

Los procedimientos de *Evaluación* del riesgo de crédito han ido variando, desde métodos subjetivos, con una importante carga de análisis cualitativo, hacia procedimientos más estandarizados y apoyados en información sólida, fiable y susceptible de modelización cuantitativa, para obtener una estimación de esa probabilidad de reembolso. En el caso empresarial, el análisis económico-financiero de sus estados financieros permite una primera aproximación, que debe de ser completada con información cualitativa y proyecciones a futuro, todo ello dentro de un conocimiento adecuado del sector donde el deudor desarrolla su actividad. La utilización de herramientas de calificación de crédito

o *rating* (tanto en su versión externa a través de las agencias de *rating*, como interna) y de *credit scoring* para operaciones masivas, permiten una rápida evaluación y decisión de aquellas operaciones que generan riesgo de crédito.

Caso de admitirse el riesgo existe la posibilidad, por una parte, de *diversificarlo*, procurando tener una cartera de clientes amplia, en la medida de lo posible pertenecientes a distintos sectores de actividad; y por otra, como es bien conocido, de amortiguar su impacto negativo por impago por cada deudor concreto, a través de la aplicación de procedimientos de *Cobertura*. Los más conocidos son la demanda de garantías (reales, prendarias o personales), las *Comfort Letters* o Cartas de Patrocinio, los *Covenants* – financieros o no financieros– y la transferencia del riesgo al mercado asegurador o financiero.

El *Seguimiento* forma parte de la última etapa de gestión de los riesgos. En el caso del riesgo de crédito se utiliza un conjunto de señales de alerta, internas y externas, que pueden avisarnos con alguna antelación de la posibilidad de incumplimiento del deudor o contraparte. Obviamente, quedaría una última etapa para el caso de que el deudor no hiciese frente a sus obligaciones en el importe y plazo pactado; nos estamos refiriendo a la fase de *Recuperación*, en que la intervención de procedimientos judiciales sería muy probable si fracasan las gestiones amistosas.

Un tipo de riesgo de crédito que ha adquirido especial relevancia en las últimas décadas debido al proceso de globalización es el *Riesgo País*. Por ello, lo examinaremos expresamente a continuación.

Riesgo País

Se considera como tal el caso en que el deudor, o contraparte, se encontrase ubicado en un país distinto del acreedor y las circunstancias de dicho país puedan afectar a la realización efectiva del pago (Bouchet, Fishkin y Goguel, 2018; San-Martín-Albizuri y Rodríguez-Castellanos, 2018; Rodríguez-Castellanos y San-Martín-Albizuri, 2011). Por tanto, entendemos por riesgo país la posibilidad de materialización de un quebranto sufrido por una empresa al realizar parte de sus operaciones y/o inversiones con/en un país extranjero. Las *Fuentes* habituales de riesgo país son: (i) Crisis económicas y

financieras, (ii) Acontecimientos políticos, (iii) Medidas regulatorias tomadas por los poderes públicos, o (iv) Alteraciones graves de la convivencia social y conflictos armados.

Este tipo de riesgo se clasifica en tres subtipos.

- a) Riesgo Soberano: El de los acreedores de los Estados o de entidades garantizadas por ellos, en cuanto puedan ser ineficaces las acciones legales contra el prestatario o último obligado al pago por razones de soberanía.
- b) Riesgo de Transferencia: el de los acreedores extranjeros sobre los residentes de un país que experimenta una incapacidad general para hacer frente a sus deudas por carecer de la divisa o divisas en que estén denominadas.
- c) Riesgo político genérico: El de las inversiones y negocios extranjeros ubicados en un país provocado por modificaciones en el marco regulatorio, expropiaciones, secesión, conflicto civil, enfrentamiento armado, etc.

Los procedimientos de *Evaluación* del riesgo país se mueven en dos direcciones complementarias y contemplan, por un lado, la estructura, capacidad económica y perspectivas de pago del país correspondiente, y, por otro, los aspectos sociopolíticos. Respecto del primer aspecto, se analiza un conjunto de variables, como el crecimiento económico y factores en que se apoya, la política económica, su balanza de pagos, el servicio de la deuda externa, sus reservas y capacidad de acceso a financiación externa. En relación con los aspectos sociopolíticos, se contemplan la estructura de poder y estabilidad social, distribución de la renta y la riqueza, y la diversidad socio laboral.

La metodologías para la evaluación de este riesgo son diversas: una de ellas se fundamenta en la construcción de modelos cuantitativos causales que dan entrada como variables explicativas a las ya mencionadas; otra se basa en la aplicación al riesgo soberano de las herramientas de calificación de crédito o *rating*, dando lugar al “*rating* soberano”; una tercera consiste en medir la prima o el diferencial en el rendimiento del mercado de los valores de deuda soberana externa sobre la de un país con poco o ningún riesgo, como por ejemplo el *Emerging Markets Bond Index* de *JP Morgan*, o los *CDS*

spreads (diferencial exigido a la deuda soberana de un país en los CDS o *credit default swaps*); asimismo, a un nivel menos sofisticado, pero con indiscutible valor práctico, la construcción periódica de índices de riesgo país, editados con habitual periodicidad por revistas –recordemos a *Institutional Investor* y *Euromoney*– que chequean los países y la opinión de los acreedores para publicar los correspondientes *rankings*. En nuestro país tanto el Banco de España como CESCE disponen de sus propias valoraciones de riesgo país, el primero para atender la vigilancia de las entidades crediticias, y la segunda para determinar las primas de los seguros.

Las *Coberturas* del riesgo país dependen del tipo de operación cuyo riesgo se pretende mitigar. No es lo mismo una inversión productiva que una operación comercial o que una inversión puramente financiera. A grandes rasgos, las líneas de actuación se moverían en: (i) medidas de autoprotección –como participación de socios locales, presencia de organismos multilaterales, efectuar una actividad estratégica para el país, o evitar la inversión en activos “pesados” (inmovilizado), e invertir solo en activos “livianos” (circulante) que reducirían el coste/daño en caso de incautación–; (ii) aplicación de instrumentos de cobro seguros –como créditos documentarios irrevocables y confirmados por entidad solvente–; (iii) garantías, como afianzamiento bancario o anticipos de fondos; y (iv) coberturas tipo seguros o CDS, antes indicados.

Riesgo de Mercado

Se entiende como tal la posibilidad de pérdida ante movimientos adversos en los precios de los instrumentos financieros en los mercados donde se tengan posiciones. Esa variación de precios puede venir provocada por cambios en las condiciones de mercado, que se materializan en las variaciones de las siguientes *Fuentes* de este riesgo: (i) tipos de interés, (ii) tipos de cambio, (iii) cotizaciones de títulos valores, y (iv) precios de las materias primas.

En el análisis del riesgo de mercado resulta fundamental la contribución de William F. Sharpe, que, mediante su “modelo de mercado” o “modelo diagonal” (Sharpe, 1963) distinguió entre el “riesgo sistemático” de un activo, que es su vinculación con el conjunto del mercado, y el “riesgo específico” o “riesgo idiosincrásico”, que es el riesgo propio del activo, sin relación con ningún otro activo. Únicamente este último es

completamente eliminable mediante diversificación, no así el riesgo sistemático. Por tanto, en el equilibrio el mercado únicamente valorará el riesgo sistemático (Sharpe, 1976, 1964).

Los procedimientos para la evaluación del riesgo de mercado han dado entrada en los últimos años a modelos cuantitativos, desde procedimientos sencillos a metodologías más sofisticadas, donde destaca el valor en riesgo (VaR) y sus distintas mejoras (Tamplin, 2023; Abad, Benito y López, 2014; Aragonés y Blanco, 2000), buscando reflejar más adecuadamente el comportamiento estocástico de las variables investigadas (Vilariño-Sanz, 2016; Szylar, 2013; Hull, 2012; Feria-Domínguez, 2005; Jiménez, Ruiz y Torres, 2000).

En cuanto a los procedimientos para la reducción de este tipo de riesgo, además de la *Diversificación* –que, como ya se ha indicado, no reduce todo el riesgo–, respecto del riesgo de interés puede emplearse la *Inmunización*, equilibrando las “duraciones” de las carteras de activos y de pasivos (Bierwag, 1991); o bien mediante la *Cobertura* con diversos tipos de contratos: *forwards*, futuros, opciones, *swaps*, etc. (Macrae, 2015; Corb, 2012; Soldevilla García, 1998a, 1998b, 1997).

Riesgo de Liquidez

Como se indicó anteriormente, este tipo de riesgo es también conocido como “Riesgo Estructural” o “Riesgo de Balance”. Se entiende por “liquidez” la disponibilidad de fondos para hacer frente a las obligaciones de pago, o la capacidad de transformar un activo en efectivo a los precios existentes en cada momento sin incurrir en más pérdidas que en las que, en su caso, imponga el mercado (Krishan Kumar, 2021; Población-García, 2013; Santandreu, 2001; Smith, 1984; Bachiller-Cacho, Lafuente-Félez y Salas-Fumás, 1982). El riesgo de liquidez de una empresa puede entenderse desde dos visiones distintas:

- **Liquidez del mercado:** Contemplado como el riesgo de no poder deshacer o cerrar una posición en un momento dado, sin perjudicar el precio de mercado del activo o el coste de la transacción. Está habitualmente causado por la inestabilidad del mercado financiero cuando aparecen crisis, que generan dificultades de

financiación a las compañías, y ello puede provocar la imposibilidad de que la empresa haga frente a sus obligaciones de pago o inversión.

- **Liquidez de la empresa:** Relacionado con una inadecuada gestión interna de los flujos de gastos e ingresos. Igualmente puede generar costes financieros importantes al tener que dirigirse al mercado para obtener liquidez con urgencia y, en el caso extremo, la entrada en situación concursal. Las causas de la materialización de este riesgo pueden ser: mala planificación de la tesorería, impagos imprevistos de clientes o decisiones de los proveedores financieros.

2.4.2. Los Riesgos no Financieros

Engloban el *Riesgo Estratégico*, el *Riesgo Geopolítico*, el *Riesgo Operacional* y el *Riesgo Reputacional*. Respecto de este último, dada su relevancia en esta investigación, haremos aquí una breve referencia, ya que su concepto será desarrollado más plenamente en el siguiente capítulo.

Riesgo Estratégico

Se refiere a la posibilidad de que las decisiones de la política y estrategias decididas e implementadas por la compañía no den los resultados esperados, o no se adapten adecuadamente a los mercados a que se dirigen (Frigo y Anderson, 2011; Neilson, Martin y Powers, 2008; Grant, 2002; Porter, 1999, 1996). El riesgo estratégico puede subdividirse en: (i) *Riesgo de Demanda*, (ii) *Riesgo de Oferta*, (iii) *Riesgo de Proveedores* y (iv) *Riesgo Sectorial*.

- Riesgo de Demanda:

Este tipo de riesgo hace referencia a la no disponibilidad de una masa crítica de consumidores y usuarios que permita un umbral de ventas que rentabilice la inversión efectuada. Cuando hablamos de consumidores/usuarios estamos refiriéndonos no solo a volumen físico, sino también a la disposición de una capacidad adquisitiva que les permita satisfacer sus necesidades y generar un beneficio para la empresa vendedora. La realidad presenta una multitud de ejemplos donde estos cálculos no parecen haber tenido en cuenta el binomio “Volumen - capacidad adquisitiva”. Un ejemplo es la instalación

en Sudamérica, a principios de la última década del pasado siglo, de todos los grandes grupos internacionales de fabricación de automóviles, atraídos por las estimaciones sobre ventas futuras al segmento de particulares basadas en el gigantesco tamaño del mercado potencial, la juventud de la pirámide de población y la mejora de la situación económica que se vislumbraba en esas economías latinoamericanas. El derrumbe de la economía mexicana en diciembre de 1994 y el contagio al resto de países supuso la aparición de un exceso de capacidad de producción instalada que puso en apuros a algunos de los principales fabricantes del sector.

- Riesgo de Oferta:

El riesgo de oferta toma en consideración la gama de productos ofrecidos, la relación calidad-precio de los mismos y el canal utilizado. El universo empresarial se mueve en un mercado donde los demandantes tienen la última palabra y se han relajado los lazos de lealtad con las marcas, ante la amplitud de la oferta y la capacidad de encontrar mejores precios. Pero al mismo tiempo que la fidelidad de los consumidores se resquebraja ante las amplias oportunidades de elección, las empresas vienen poniendo en práctica no sólo una diversificación geográfica, sino también una diversificación productiva, entrando en sectores que les resultan poco conocidos. Y ese desconocimiento aumenta los riesgos del negocio al no disponer de experiencia anterior. Algunos ejemplos al respecto son:

- La entrada en masa de las compañías eléctricas españolas en la generación nuclear durante la década de los setenta del pasado siglo se topó con el frenazo nuclear de mediados de los noventa provocado por algunos accidentes nucleares con gran impacto en la opinión pública, y dejó varias centrales en fase de construcción, aunque salvándose la situación por la intervención pública que trasladó a la factura eléctrica doméstica los costes de tal actuación.
- En los años ochenta del pasado siglo las compañías petroleras decidieron que la minería era un sector susceptible de ser visualizado como destino de su diversificación y a él dirigieron sus inversiones; sin embargo, los primeros años noventa contemplaron la salida del mismo.

- El caso de los grandes grupos constructores españoles resulta, igualmente, aleccionador. El periodo de bonanza inmobiliaria que se experimentó entre finales de los años noventa del pasado siglo y 2006, aportó a dichos grupos sumas importantes de recursos, por lo que no tardaron en buscar oportunidades de diversificación en otros sectores como concesiones administrativas, gestión de recursos sólidos urbanos y de abastecimiento de aguas, e incluso en participaciones en compañías operadoras de telecomunicaciones al calor del *boom* de dicho sector. Algunas de dichas diversificaciones, especialmente fuera de España, no terminaron exitosamente.

- Riesgo de Proveedores:

También denominado “riesgo de ruptura de la cadena de suministro”. Se refiere a la posibilidad de aparición de interrupciones en los aprovisionamientos que afectan al proceso de producción o a la cobertura de la demanda de determinados productos. La pandemia de gripe Covid-19 ha resultado un ejemplo claro de materialización de este riesgo (Rodríguez-Castellanos, 2022a; El Baz y Ruel, 2021; McMaster et al, 2020; Ivanov y Dolgi, 2020). Otro ejemplo cercano en el tiempo, marzo de 2021, fue el bloqueo del Canal de Suez por un gigantesco petrolero, que provocó gran alarma en el mercado de ese combustible fósil. Y la más reciente guerra de Ucrania ha generado problemas de suministro de diversas materias primas, y también componentes, provenientes de los países en conflicto (Kammer et al., 2022; White et al., 2022).

- Riesgo Sectorial:

El “riesgo de industria”, o riesgo sectorial, refleja los distintos perfiles de negocio, y por tanto de riesgos, que presentan los sectores de actividad económica. Parece obvio que no es lo mismo competir en el sector textil que en el de operadores de telecomunicaciones o de la industria tabaquera. El análisis de las cinco fuerzas competitivas de Michael Porter (Porter, 2008, 1987) y la Teoría de la Organización Industrial (Segura, 1993; Tirole, 1990; Jacquemin, 1987) aportaron una apreciable vía para identificar y evaluar la exposición al riesgo estratégico de actuación en los mismos. Pero, al mismo tiempo, resulta necesario no olvidar que el riesgo sectorial no solo afecta a las empresas de un sector de actividad, sino al resto de negocios de otros sectores cuyos clientes o proveedores proceden de aquellas, porque están expuestos, con respecto a los clientes, a

un riesgo de demanda y a un riesgo de crédito, y con respecto a los proveedores a riesgo de proveedores.

Riesgo Geopolítico

Este tipo de riesgo está claramente unido a los procesos de globalización y al creciente impacto de los hechos políticos y sociales sobre la actividad empresarial. Cualquier evento sociopolítico puede tener una incidencia muy importante sobre los negocios de distintos sectores y ningún país, o región geográfica, se libran de sus efectos (Rosenberg, 2017; Grant, Haider y Raufuss, 2023; Caldara y Iacoviello, 2022; Grant, Haider y Mieszala, 2022; Munoz, 2013; Nesvetailova y Palan, 2008; Schneider y Troeger, 2006; Hood y Nawaz, 2004).

A continuación se muestran algunos ejemplos de ello:

- Los atentados del 11 de septiembre de 2001 en USA –ataque terrorista con una clara motivación ideológica– ejercieron un apreciable impacto sobre el negocio turístico, al afectar directamente a la seguridad personal de los viajeros aéreos, lo que supuso un serio efecto negativo para las compañías aéreas, los tours operadores, agencias de viajes y hoteles de todo el mundo.
- Una huelga de los trabajadores de la industria petrolífera en algún país productor importante provoca, inmediatamente, un alza del precio del crudo ante el temor de desabastecimientos.
- El bloqueo impuesto a Cuba por las autoridades EE. UU. viene creando problemas a las cadenas hoteleras que pretendían instalarse, o ya están presentes, en el país caribeño.
- La pugna entre EE. UU. e Irán por el proyecto en marcha de este último de disponer de una industria nuclear que pudiera otorgarle la oportunidad de construir armas nucleares, planea de forma continua sobre el precio del petróleo, y la disponibilidad de las rutas de abastecimiento, ante la posibilidad de una intervención sobre las

plantas iraníes que trabajan en ese campo; sin olvidar la presión del gobierno estadounidense sobre las corporaciones que mantienen relaciones de negocio con dicho país árabe.

- Asimismo, la guerra comercial y tecnológica entre EE. UU. y China está afectando profundamente a empresas de diferentes sectores.
- La guerra de Ucrania presenta un amplio abanico de efectos políticos, económicos y sociales: petición de ingreso en la OTAN de países actualmente fuera de ella; incremento del gasto en defensa; reconfiguración de las cadenas de suministro; abandono de operaciones empresariales en Rusia, incrementos de los precios energéticos, de los alimentos y las materias primas; y una crisis humanitaria por desplazamiento de personas en busca de lugares seguros (Kammer et al., 2022; White et al., 2022).

Riesgo Operacional

Este es un tipo de riesgo presente en todas las dependencias y funciones de las organizaciones empresariales, que había sido tradicionalmente preterido por referirse a tipos de eventos que, en la mayoría de los casos, se repiten con frecuencia, pero no generan costes de consideración. Su inclusión por la versión de 1998 del Acuerdo de Capitales de Basilea, como un tipo adicional de riesgo que demanda la correspondiente aportación de recursos propios a las entidades financieras, lo colocó en el centro de la atención y despertó el interés del universo empresarial, también en las empresas no financieras, para su correcta gestión (Pakhchanyan, 2016; Hillson, 2016; Fernández-Laviada, 2007; Moosa, 2007; Power, 2005; Frost et al., 2002)

El riesgo operacional se define por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea⁴ (Basel Committee on Banking Supervision - BCBS, 2003, p. 2) como: “Riesgo de sufrir pérdidas como consecuencia de la inadecuación o el fracaso de los procesos internos, el personal y los sistemas o por efecto de acontecimientos externos”. Entendiéndose por

⁴ Fue creado en 1974 por los gobernadores de los bancos centrales del Grupo de los Diez. Está dedicado a generar un conjunto de recomendaciones referentes al correcto desarrollo del negocio bancario, todo ello bajo los auspicios del Banco de Pagos Internacionales, con sede en Basilea.

pérdida el efecto contable directo que se manifiesta como un gasto ordinario o extraordinario, una depreciación de un activo físico o financiero, o la dotación de una provisión. Esta definición incluye el riesgo legal y excluye el riesgo estratégico y reputacional.

Este es un tipo de riesgo difícil de prever, genera pérdidas directas e indirectas, y en ocasiones importantes costes de reputación⁵. Además, los cambios en el contexto de los negocios –nuevos canales de venta, descentralización de actividades, diversificación productiva y geográfica, y digitalización– han incrementado su probabilidad de materialización. Es un riesgo asociado, especialmente, a los procesos y operaciones, por lo que cada organización empresarial tiene su propio perfil de riesgo operacional.

Considerando los diferentes tipos de eventos asociados al riesgo operacional, pueden aparecer las siguientes situaciones (Basel Committee on Banking Supervision - BCBS, 2001, Anexo 2, pp. 21, 22 y 23):

- Fraude interno: Pérdidas provocadas como consecuencia de acciones realizadas por empleados u otras personas vinculadas, es decir, que realizan actividades para la empresa bajo la supervisión directa de esta.
- Fraude externo: Pérdidas provocadas como consecuencia de acciones que no son legales y/o no están autorizadas por la empresa, siendo realizadas por terceros, tales como atraco, falsificación, daños por intrusión en los sistemas informáticos (“riesgo de ciberseguridad”) (Alissa et al., 2023; McKinsey, 2023; Bailey et al, 2022), etc.
- Relaciones laborales y seguridad en el puesto de trabajo: Pérdidas relacionadas con la gestión de los recursos humanos, sea por incumplimiento de la normativa laboral o de las condiciones comprometidas con los trabajadores, acusaciones de discriminación y acoso, etc.
- Prácticas con los clientes: Pérdidas derivadas del incumplimiento, involuntario o negligente, de las obligaciones profesionales ante clientes concretos, o el diseño inadecuado de productos y servicios.

⁵ Aunque, como se ha indicado, el riesgo operacional es diferente del riesgo reputacional, debe tenerse en cuenta que la materialización del primero puede afectar en ciertas circunstancias a la reputación de la empresa. Como veremos más adelante, algunos autores califican a la reputación –o, más propiamente, al riesgo reputacional– como *risk of risks*, pues puede verse afectada por materializaciones de otros riesgos, por ejemplo, eventos operacionales perjudiciales, que provocan reacciones negativas de los *stakeholders*.

- Daños a activos materiales: Pérdidas derivadas de daños a activos materiales como consecuencia de desastres naturales, actos vandálicos o terrorismo.
- Fallos en los sistemas: Pérdidas derivadas de interrupciones inesperadas de las actividades productivas o de prestación de servicios, provocadas por la parada o mal funcionamiento de los sistemas de apoyo al negocio.

La *Evaluación* del riesgo operacional se apoya en la observación de materializaciones del mismo al objeto de estimar su frecuencia de aparición, tipos de procesos y clase de riesgo, y registrar el coste que genera. El objetivo final es obtener una distribución de pérdidas por riesgo operacional que permita efectuar previsiones y localizar los procesos más expuestos y sus causas. Los procedimientos de *Cobertura* más habituales del riesgo operacional son la implantación de señales de alerta, los autoseguros, seguros externos, la externalización de funciones y los planes de contingencia.

Riesgo Reputacional

El Riesgo reputacional, o de reputación, es un riesgo relacionado con la percepción, y juicio, que los distintos grupos de interés de la empresa tienen sobre la conducta de la misma, en las distintas áreas en las que desenvuelve sus actividades, y que determina la imagen reputacional de la compañía y el comportamiento –inversor, consumidor, de atracción laboral y regulador, entre otros– de aquellos. Como ya se ha indicado, su contenido y características serán desarrollados de forma más completa en el siguiente capítulo.

2.4.3. Consideraciones finales sobre los tipos de riesgos

La clasificación de riesgos que acabamos de presentar abarca a los que afectan a la mayoría de las organizaciones empresariales. El perfil de riesgos de una empresa concreta vendrá determinado por su posicionamiento en el sector a que pertenezca, su diversificación geográfica y productiva, su reputación, y sus modos de aprovisionamiento, producción, comercialización, financiación y gestión del resto de recursos.

Ahora bien, una peculiaridad de los riesgos expuestos es que difícilmente se presentan aislados; así, por ejemplo, una exportación a un país en dificultades puede generar, entre otros, riesgo de crédito por la posibilidad de que el importador no atienda al pago en su momento; riesgo de mercado, si la divisa de la operación es distinta de la del exportador; riesgo país si se produce cualquier decisión de las autoridades del país destinatario sobre la disponibilidad de divisas para hacer frente a las importaciones; y riesgo operacional si no se ha tenido suficiente cuidado en la formalización del instrumento internacional de pago. Por tanto, la relación entre los distintos riesgos es una circunstancia a tener en cuenta, y que, por ello, en la mayoría de los casos exigirá un Sistema Integrado de Gestión de Riesgos, como veremos en el siguiente subapartado.

Yendo más allá del ámbito específicamente empresarial, existen, además, los denominados “riesgos globales” analizados anualmente por el *World Economic Forum* de Davos –última versión año 2023– a través de la publicación: *The Global Risks Report* (www.weforum.org/reports/the-global-risks-report) y que vienen referidos a un tipo de riesgos de amplio espectro (climático, de desastres naturales, epidémicos –de gran importancia en la actualidad por la pasada pandemia de la Covid-19–, crisis alimentarias, ataques terroristas, migraciones incontroladas y pérdida de la biodiversidad, entre otros); estos riesgos afectan, o pueden afectar, al conjunto o a una gran parte de la sociedad mundial, y por supuesto al conjunto empresarial; se encuentran en distintas etapas de desarrollo y posible materialización, en algunos casos con carácter ya presente e inmediato.

2.5. EL SISTEMA INTEGRADO DE GESTIÓN DE RIESGOS

La correcta gestión de riesgos en las organizaciones empresariales representa una clara ventaja competitiva, al convertirse en un elemento clave en las decisiones de negocio y facilitar el posicionamiento estratégico óptimo. A su vez los factores de riesgo, financieros y no financieros, afectan a la estabilidad de los beneficios y, por tanto, a la determinación fiable del valor de la empresa.

Las organizaciones empresariales han venido focalizando su interés en el último siglo en gestionar de forma eficiente sus distintas funciones, habiendo logrado implantar unos exitosos sistemas de gestión de la dirección, los aprovisionamientos, la producción, la comercialización y el resto de los recursos.

Pero actualmente nos encontramos en un mundo volátil, donde las disrupciones aumentan en frecuencia e imprevisibilidad: pandemia de la Covid-19 con, además de su fuerte impacto en la salud pública, choques de demanda e interrupciones de la cadena de suministro; aceleración del cambio climático con la urgencia de reducir las emisiones de gases de efecto invernadero; guerra de Ucrania, con graves consecuencias tanto humanitarias como en el suministro de ciertas materias primas. Pero además de estas disrupciones, las empresas están sujetas a muchos otros desafíos comerciales, incertidumbres sociales y tensiones geopolíticas. Otras corrientes disruptivas incluyen la aceleración de la digitalización, los desarrollos de Inteligencia Artificial, las ciberamenazas, la inflación y la volatilidad de los precios. El ritmo dinámico del cambio hace que las interrupciones sean difíciles de predecir, incluso cuando crecen en severidad y frecuencia. Las empresas de todas las industrias deben planificar lo inesperado y desarrollar sus capacidades de respuesta con anticipación. La resiliencia se ha convertido en un requisito previo cada vez más crítico para el desempeño corporativo.

Por lo tanto, se impone pasar a una concepción más estratégica de la gestión de riesgos, desde una gestión defensiva (operativa) del riesgo a una posición prospectiva basada en la resiliencia estratégica.

Los gestores de riesgos aún no han alcanzado la importancia estratégica que deben tener en el mundo actual. De hecho, desempeñan papeles de liderazgo en la construcción de una organización resiliente mucho más que los equipos “tradicionales” de estrategia. Un mejor modelo de gobernanza del riesgo es clave para una toma de decisiones y una gestión de crisis eficientes y eficaces (Natale, Poppensieker y Thun, 2022). Por ello, parece haber llegado el momento de implantar el sistema de gestión integral de riesgos que demanda la nueva situación en que se desenvuelven las empresas, si se desea asegurar la supervivencia rentable de las mismas.

Este *Sistema Integrado de Gestión de Riesgos* requiere la implementación de una serie de etapas, a través de las cuales se pueda alcanzar:

- En un primer paso, la confección del denominado *Mapa de Riesgos* (o *Risk Mapping*), donde se debe recoger:
 - la *identificación* de los mismos, vía el análisis de las fuentes o posibles detonadores de riesgos potenciales;
 - la *evaluación* de los riesgos identificados en la organización, a través de una matriz cuyos ejes son la *frecuencia* de aparición del riesgo y el *coste estimado* en caso de materialización;
- Seguidamente, la determinación, en pasos sucesivos, de la *posición óptima* con respecto a ese panorama, a través de la decisión de aceptar, amortiguar o rechazar los distintos riesgos identificados y valorados, previa jerarquización de los mismos a la vista de su probabilidad/coste e importancia para el negocio de la actividad que los genera.
- A continuación, el establecimiento de los procedimientos de *limitación, reducción o eliminación* de los distintos de riesgos, como pueden ser la *diversificación* o la *cobertura*.
- Y , en las siguientes etapas, el *seguimiento y control*, y la elaboración del informe o *reporting periódico de riesgos* dirigido a la dirección de la empresa y las dependencias operativas.

En definitiva, efectuar una auténtica gestión de riesgos dentro de la organización, en la que participen todos y llegue a todas las unidades y funciones de la empresa.

A continuación, se analizan cada una de las etapas antes enumeradas.

Mapa de Riesgos

Centrándonos en la primera etapa mencionada, la confección del Mapa de Riesgos, los riesgos relevantes pueden ser situados dentro de un espacio de dos ejes, siendo uno de ellos la *probabilidad de ocurrencia* de cada tipo de riesgo, y el otro el *impacto o severidad* de las consecuencias en caso de que el riesgo se materialice.

Así, en cuanto al eje de *probabilidad de ocurrencia*, se suelen manejar escalas cualitativas muy sencillas del tipo:

- Muy Alta (muy probable): Susceptible de ocurrir cada año, o más del 50% de probabilidad de que suceda.
- Alta (probable): Susceptible de ocurrir en un plazo de tres años, o más del 25% de probabilidad de que suceda.
- Media (poco probable): Susceptible de ocurrir en un periodo de cinco años, o más del 15% de probabilidad de que suceda.
- Baja (remota): Susceptible de ocurrir en un periodo de diez años, o menos del 10% de probabilidad de que suceda.
- Muy baja (muy remota): No susceptible de ocurrir en un periodo de menos de diez años o menos del 3% de probabilidad de que suceda.

En relación con el segundo eje, referido al *impacto o severidad*, medida en pérdidas y/o coste reputacional y/o de posición en el mercado, de nuevo la escala suele seguir una ordenación cualitativa del siguiente estilo, que puede ser escalonada tanto como se desee considerar el recorrido de esta variable, aunque habitualmente se fijan cuatro referencias:

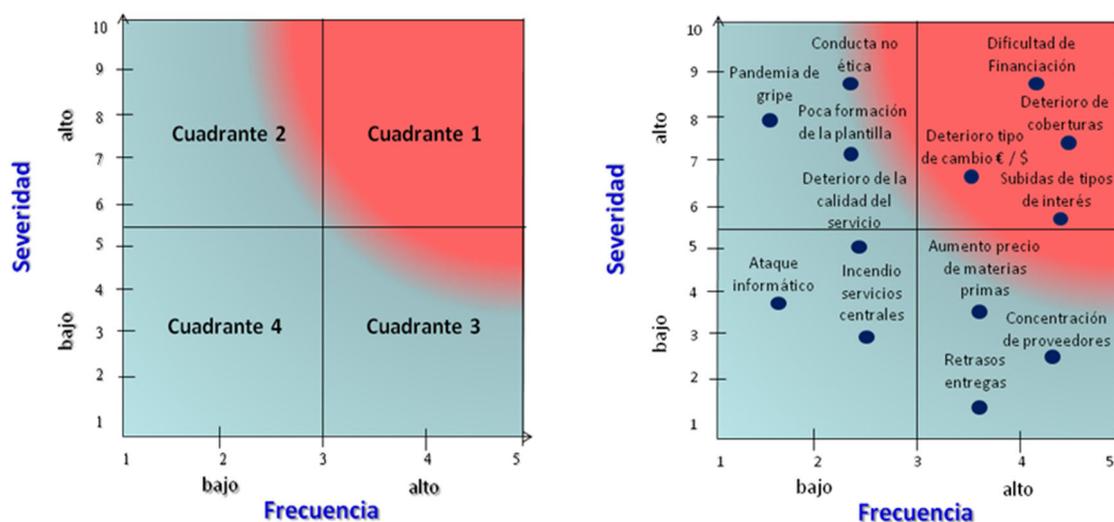
- Catastrófico: El impacto financiero es susceptible de superar los XXX millones de € y/o generando una posibilidad de desaparición de la organización o pérdida de independencia.
- Muy significativo: El impacto financiero es susceptible de superar los XX millones de € y/o generando un daño muy apreciable en la posición y/o reputación de la empresa en el mercado en que desarrolla sus actividades.
- Significativo: El impacto financiero es susceptible de superar los X millones de € y/o generando un daño apreciable en la posición y/o reputación de la empresa en el mercado en que desarrolla sus actividades.
- Marginal: El impacto financiero está por debajo de X millones de € y/o genera un daño poco apreciable en la posición y/o reputación de la empresa en el mercado en que desarrolla sus actividades

La determinación de estas escalas para cada uno de los riesgos potenciales identificados en la organización demanda la colaboración de las personas presentes en las dependencias y funciones donde su aparición resulte posible. La constitución de equipos de trabajo por dependencia suele ser el procedimiento más frecuente para identificar riesgos potenciales y estimar su probabilidad de ocurrencia/severidad. Estos equipos están formados por empleados *senior* –entre cinco y ocho individuos–, los cuales poseen una experiencia operativa y conocimiento de la organización tales que les permite efectuar identificaciones y estimaciones eficientes a través de distintos procedimientos como: Tormenta de Ideas, Cuestionarios, Talleres de valoración, *Benchmarking*, Investigación de eventos sucedidos, etc. La información recogida habrá de ser tratada y homogeneizada por un equipo central, donde se puede dar entrada a especialistas externos, con formación en organización y riesgos.

Recuérdese que cada empresa tiene su propio perfil de riesgos, condicionado por su operativa, interna y externa, y el contexto en el que se mueve, lo que relativiza el resultado en la búsqueda de referencias ajenas.

En la Figura 1 se presenta un ejemplo de Mapa de Riesgos.

Figura 1. Ejemplo de Mapa de Riesgos



Fuente: elaboración propia

Determinación de la posición óptima

A la vista de la perspectiva que nos ofrece el Mapa de Riesgos, y seleccionado aquel conjunto de riesgos de mayor impacto atendiendo al binomio frecuencia/coste, debe de decidirse la postura a mantener para cada uno de ellos. Las alternativas existentes son obvias:

- Aceptarlo (habitualmente en el Cuadrante 4).
- Amortiguarlo, reduciendo su probabilidad o coste de aparición.
- Transferirlo, en todo o en parte, caso de que sea difícil modificarlo o amortiguarlo, vía utilización de seguros, derivados financieros u otros productos.
- No aceptarlo, es decir, rechazarlo y no tomarlo (habitualmente en el Cuadrante 1).

La decisión frente a estas cuatro alternativas queda en manos de la Dirección de la compañía, pues se trata de una decisión estratégica de alto calado, ya que va a condicionar la presencia y actuación de la empresa en los distintos mercados. Esta decisión dependerá del “apetito de riesgo” de aquella y la disposición y calidad de los recursos, de todo tipo, de la organización, así como de la posible disyuntiva que puede presentarse entre “reducción del riesgo” y “reducción de oportunidades”. La decisión final para cada uno de los riesgos considerados reflejará el posicionamiento estratégico de la compañía a la fecha de la toma de posición y estará sujeta a las variaciones futuras de las condiciones del mercado, la disponibilidad de recursos y la evaluación continua de los riesgos.

Control y seguimiento

Una vez que se ha determinado la posición deseada de la organización respecto de los riesgos considerados, habrá que implementar el método para efectuar un seguimiento de los mismos, de forma que quede garantizado que los riesgos son gestionados de forma correcta y continuada, determinando los controles individuales, indicadores cuantitativos y cualitativos, y el resto de las herramientas que el Control Interno pone a disposición de la empresa. La Comisión de Auditoría del Consejo, el Departamento de Auditoría Interna y el de Riesgos deben llevar el peso del control, con la colaboración de las unidades operativas, que es donde se gestionan los riesgos en el día a día.

Informe y comunicación de riesgos

El control y seguimiento de los riesgos debe materializarse periódicamente en un Informe a dirigir hacia aquellas dependencias y unidades interesadas o expuestas a los mismos. El Consejo de Administración es uno de los principales destinatarios, ya que una de sus responsabilidades es la fijación de la política y estrategias del negocio, y estas tienen a los riesgos del mismo como una referencia fundamental. Las Unidades de Negocio deben de conocer los riesgos que afectan a sus áreas, analizar la información proporcionada por los indicadores implantados y denunciar con rapidez la aparición de cualquier nuevo riesgo o fallos en las medidas de control. Los profesionales de la organización deben, igualmente, ser informados de los distintos riesgos de la compañía, al objeto de que comprendan su responsabilidad para evitarlos, el coste para la misma y la necesidad de mantener una actitud vigilante ante la posible aparición de nuevos riesgos.

Pero, además, la transparencia de las organizaciones frente al resto de grupos de interés –inversores, clientes, proveedores, financiadores, reguladores y sociedad en general– exige que se informe con regularidad de todos los aspectos del perfil de riesgos de la compañía y los procedimientos y herramientas de gestión manejados, no solo respecto de los riesgos financieros propiamente dichos, sino también en relación con aspectos no financieros, vinculados a la operativa de la entidad, y que pueden generar posibles riesgos, como la gestión de los aspectos sociales y medioambientales, derechos humanos y prácticas laborales. Tampoco debe olvidarse el cumplimiento de las recomendaciones de Buen Gobierno Corporativo reflejadas en los distintos estándares disponibles; a este respecto, recordemos para España el Código de Buen Gobierno Corporativo, aprobado en febrero de 2015, que unificó los anteriores, además de dar entrada a las sugerencias emanadas de la Unión Europea y el Consejo Superior Bancario de Basilea, habiendo sido posteriormente modificado en junio de 2020 (Comisión Nacional del Mercado de Valores - CNMV, 2020).

2.6. RESUMEN Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

Como ya se ha indicado, en este capítulo se ha pretendido alcanzar el primer objetivo secundario, relativo a los riesgos empresariales y su gestión.

La actividad de las organizaciones empresariales se ha caracterizado en las dos últimas décadas por un incremento continuo del nivel de incertidumbre en que se desenvuelven. El proceso de globalización ha generado un importante incremento de los flujos de capitales, mercancías, servicios y personas, entre partes del mundo que con anterioridad se encontraban escasamente conectadas. La gestión de riesgos ha ido adaptándose a tales mutaciones, dando entrada a un amplio abanico de los mismos. Esa gestión viene referida a una secuencia que se repite en el tratamiento de cualquier riesgo. Se inicia con su correcta *identificación*, continúa con la *evaluación* tratando de determinar la probabilidad de aparición y el coste en caso de materializarse, seguido de la *decisión* de adoptarlo o no, para finalizar dicha secuencia con el *control y seguimiento*, y la *recuperación* si se produce un mal fin de la operación.

Los riesgos han sido clasificados en dos grandes bloques, Financieros y no Financieros. Los primeros dan entrada al Riesgo de Crédito, Riesgo País, Riesgo de Mercado y Riesgo de Liquidez, todos ellos con una directa relación con la situación y estructura financiera de la empresa. Mientras que los segundos, Riesgo Estratégico, Riesgo Geopolítico, Riesgo Operacional y Riesgo Reputacional, aunque con evidente impacto financiero en caso de materialización, no se encuentran directamente relacionados con la actividad financiera de la compañía. El perfil de riesgos de una empresa concreta vendrá determinado por su posicionamiento en el sector al que pertenezca, su diversificación geográfica y productiva, su reputación y sus modos de aprovisionamiento, producción, comercialización y gestión del resto de recursos.

Un eficiente sistema integrado de gestión de riesgos en las organizaciones demanda una serie de etapas que se inicia con la confección de un Mapa de Riesgos, sigue con la determinación de la posición óptima deseable, continúa con la, en su caso, aceptación, reducción, o eliminación, y termina con el seguimiento y control de los mismos y la confección de un informe periódico dirigido a la dirección de la compañía.

El análisis de riesgos de una empresa constituye una etapa fundamental en la gestión de la misma, pues de su acierto, o desacierto, depende su viabilidad futura.

TERCER CAPÍTULO: LA REPUTACIÓN Y EL RIESGO REPUTACIONAL

3.1. INTRODUCCIÓN

En el capítulo anterior se ha definido escuetamente el “riesgo reputacional”, encuadrándolo entre los riesgos no financieros. Evidentemente, este tipo de riesgo tiene una obvia relación con la reputación que luce la compañía; por ello, definir la *reputación* en el universo organizacional –privado o público, lucrativo o no lucrativo– se ha convertido en un elemento común en cualquier análisis, teórico o aplicado, del tema. Su carácter intangible y las distintas fuentes que la generan, como tendremos oportunidad de describir y comentar, convierten su conceptualización, y la determinación de sus elementos intervinientes, en una actividad necesaria previa a cualquier tratamiento de la misma (Dowling, 2016; Rindova y Martins, 2012; Fombrun, 2012; Heil, 2011; Martínez-León y Olmedo-Cifuentes, 2010; Walker, 2010; Barnett, Jermier y Lafferty, 2006; De Quevedo-Puente, 2003; Caruana, 1997; Fombrun, 1996). Sólo tras esa delimitación conceptual podremos definir con precisión qué entendemos por *reputación* y por *riesgo reputacional*, así como abordar con garantías de éxito la problemática de su medición. Por ello, uno de los propósitos de este capítulo es dar respuesta a la segunda pregunta de investigación:

PI.2: ¿Qué es la reputación corporativa y cuáles son sus características específicas?

Mediante la consecución del segundo objetivo secundario:

OS.2: Establecer de manera precisa las características específicas de la reputación corporativa.

Ahora bien, el esfuerzo de delimitación conceptual de la reputación corporativa perdería relevancia si esta no fuese un fundamento decisivo de la creación de valor empresarial para el conjunto de *stakeholders*. En consecuencia, debe indagarse en la vinculación entre la reputación y la creación de valor, así como en los condicionantes a través de los

cuales se produce o se fortalece esta vinculación. Por ello, en este capítulo se pretende también responder a la tercera pregunta de investigación:

PI.3: ¿Cuál es la relación entre la reputación corporativa y la creación de valor en la empresa?

A través del logro del tercer objetivo secundario:

OS.3: Determinar la vinculación entre la reputación corporativa y la creación de valor empresarial.

Pero si la reputación efectúa una aportación decisiva a la creación de valor empresarial, el riesgo de perderla, incluso parcialmente, adquiere especial relevancia. Este “riesgo reputacional” debe ser adecuadamente gestionado. Por ello, el tercer propósito de este capítulo es dar respuesta a la cuarta pregunta de investigación:

PI.4: ¿Qué es el riesgo reputacional en la empresa, y cómo puede ser gestionado?

Buscando la consecución del cuarto objetivo secundario:

OS.4: Establecer de manera precisa la naturaleza del riesgo reputacional en la empresa, sus características constitutivas y las formas en que puede ser gestionado.

Por ello, a partir de este apartado introductorio, el capítulo se estructura como sigue.

En el segundo apartado se considera el concepto de *reputación*, como un intangible generado por la opinión que sobre el comportamiento, pasado y presente, de una organización, manifiestan los grupos de interés relacionados con la misma; se presenta un conjunto de definiciones al respecto, para determinar sus peculiaridades, de forma que sea claramente diferenciable de constructos relacionados con ella, como “identidad”, “imagen”, “marca”, “responsabilidad corporativa” o “legitimidad”. Con ello se pretende conseguir OS.2.

Seguidamente, en el tercer apartado, y en la consecución de OS.3, se aborda el tema de la relación entre reputación corporativa y creación de valor en la empresa, partiendo de la consideración de la primera como un recurso intangible de carácter estratégico; para ello, se revisa la literatura empírica existente, tanto respecto las condiciones específicas a través de las cuales se produce la generación de valor, como de esa relación en sí.

El cuarto apartado está dedicado al *riesgo reputacional*, estableciendo su concepto y principales características, considerando su relevancia, indagando sus fuentes, y tratando los procedimientos para su evaluación y su gestión, con lo cual se estima haber alcanzado OS.4.

Por último, en el quinto apartado se presentan el resumen y las conclusiones del capítulo.

3.2. LA REPUTACIÓN CORPORATIVA: CONCEPTO

3.2.1. Definición

Estimamos que, en una primera aproximación a un constructo complejo como es la reputación, resulta interesante efectuar una presentación del concepto exponiendo un conjunto de definiciones autorizadas que permitan una primera aproximación.

Según la Real Academia Española, en el *Diccionario de la Lengua Española*, se entiende por “Reputación”:

- “La opinión o consideración que se tiene de algo o alguien”
- “El prestigio o estima en que son tenidos alguien o algo”

En la lengua española los sinónimos habituales de *reputación* son: *prestigio, notoriedad, fama, honra, buen nombre, crédito y consideración*.

Según el *Compact Oxford English Dictionary*:

- “*The beliefs or opinions that are generally held about someone or something*”⁶

⁶ “Las creencias u opiniones que son mantenidas, de forma general, respecto de alguien o algo”.

Por su parte, el diccionario francés *Petit Robert* contempla la *reputación* como:

- “*Le fait d’être honorablement connu du point de vue moral*”⁷
- “*Le fait d’être célèbre, d’être avantageusement connu pour sa valeur*”⁸

Si ahora focalizamos nuestra atención en las organizaciones empresariales, nos encontramos con un amplio abanico de definiciones, algunas muy utilizadas por proceder de especialistas en este campo, que son presentadas en la Tabla 2.

Tras examinar las diferentes definiciones presentadas en dicha tabla, parece deducirse que la reputación se forma por la opinión dinámica que sobre el comportamiento, pasado y presente, de la organización empresarial tienen los grupos de interés (*stakeholders*) relacionados con la misma, es decir, aquellos colectivos que se ven afectados por dicho comportamiento –financiero, económico, medioambiental, social, laboral y ético– y que pueden influir con sus actuaciones sobre la consecución de los objetivos de aquella.

Pero este conjunto de definiciones demanda una concreción que permita presentar las características del constructo *reputación* y los principales agentes y niveles de análisis que lo caracterizan.

⁷ “El hecho de ser honorablemente conocido desde el punto de vista moral”.

⁸ “El hecho de ser célebre, de ser favorablemente conocido por su valor”.

Tabla 2. Definiciones de reputación corporativa

<p>Fombrun (1996: 72)</p>	<p><i>“A perceptual representation of a company’s past actions and future prospect that describe the firm’s overall appeal to all its key constituents when compared to other leading rivals”.</i></p> <p>(“Representación perceptual de las acciones pasadas y las perspectivas futuras de una empresa que describen su atractivo general para todos sus componentes clave en comparación con otros rivales destacados”).)</p>
<p>Fombrun y Van Riel (1997: 10)</p>	<p><i>“A corporate reputation is a collective representation of a firm’s past actions and results that describe the firms’ ability to deliver outcomes to multiple stakeholders. It gauges a firms’ relative standing both internally and externally”.</i></p> <p>(“Una reputación corporativa es una representación colectiva de las acciones y resultados pasados de la empresa que describe su capacidad para proporcionar resultados a múltiples grupos de interés. Indica la posición relativa de una empresa tanto interna como externamente”).</p>
<p>De Quevedo- Puente (2003: 70)</p>	<p>“La reputación es la condensación de percepciones a lo largo del tiempo, sobre el grado de cumplimiento y de transparencia informativa que mantiene la empresa en sus contratos explícitos e implícitos con los distintos participantes”</p>
<p>Larkin (2003: 4)</p>	<p><i>“Reputation describes the rational and emotional attachments that stakeholders form with a company, which is why perception is the driving force behind management success or failure”.</i></p> <p>(“La reputación describe las vinculaciones racionales y emocionales que los grupos de interés establecen con una empresa, razón por la que la percepción es la fuerza impulsora detrás del éxito o fracaso de la gerencia”)</p>
<p>Rayner (2003: 1)</p>	<p><i>“Reputation is a collection of perceptions and beliefs, both past and present, which reside in the consciousness of an organization’ stakeholders”.</i></p> <p>(“La reputación es una colección de percepciones y creencias, tanto pasadas como presentes, que residen en la conciencia de los grupos de interés de una organización”).</p>
<p>Villafañé (2004: 193)</p>	<p>“Es el reconocimiento que los <i>stakeholders</i> de una empresa hacen de su comportamiento corporativo a partir del grado de cumplimiento de sus compromisos con relación a sus clientes, empleados, accionistas si los hubiere y con la comunidad en general”.</p>
<p>Barnett, Jermier y Lafferty (2006: 34)</p>	<p><i>“Observers’ collective judgments of a Corporation based on assessments of the financial, social, and environmental impacts attributed to the corporation over time”.</i></p> <p>(“La reputación es el juicio colectivo de los observadores de una corporación basado en los impactos financieros, sociales, y medioambientales atribuidos a la actividad de la corporación a lo largo del tiempo”).</p>

Tabla 2. Definiciones de reputación corporativa (continuación)

Hannington (2006: 35)	“Reputación son las actitudes y sentimientos respecto a las cualidades específicas de una organización.”
Martín de Castro (2008: 31)	“La reputación empresarial constituye el resultado de un proceso de legitimación en el que determinados agentes externos e internos evalúan múltiples aspectos de la empresa, que van desde sus actividades desarrolladas en el pasado, los recursos y capacidades disponibles en el presente y las perspectivas futuras de desempeño que son necesarias para la creación de valor y obtención de rentas”.
Walker (2010: 370)	<i>“A relatively stable, issue specific aggregate perceptual representation of a company's past actions and future prospects compared against some standard”</i> (“Una representación perceptual agregada, relativamente estable, de las acciones pasadas y las perspectivas futuras de una empresa, comparada con alguna referencia”).
Olmedo- Cifuentes y Martínez-León (2011: 79)	“La estimación de la percepción global que los distintos <i>stakeholders</i> vuelcan a la sociedad con respecto a una empresa concreta, valorando un conjunto de dimensiones y atributos generadores de valor, que están vinculados a la organización y que la diferencian del resto. Así, la apreciación de los grupos de interés estará notablemente influenciada por la actuación pasada de la compañía que, a su vez, tiene un papel significativo en su proyección futura”.
Fombrun (2012:100)	<i>“A corporate reputation is a collective assessment of a company's attractiveness to a specific group of stakeholders relative to a reference group of companies with which the company competes for resources”.</i> (“Una reputación corporativa es la valoración colectiva del atractivo de una compañía para un grupo específico de <i>stakeholders</i> , con respecto a un grupo de referencia de compañías con las que la empresa compite por recursos”).
Carreras Alloza y Carreras (2013: 96)	“Conjunto de evaluaciones colectivas, suscitadas por el comportamiento corporativo, en las distintas audiencias, que motivan sus conductas de apoyo u oposición.”
Dowling (2016: 218)	<i>“A corporate reputation is the admiration and respect a person holds of an organization at a point in time.”</i> (“Una reputación corporativa es la admiración y respeto que una persona mantiene sobre una organización en un momento dado”).
Ferruz- González (2017: 135)	“Reputación corporativa: recurso intangible propio de la empresa que se materializa en el comportamiento de la misma y que requiere de un cierto tiempo para su configuración, que es reconocido por sus públicos como generador de valor en tanto que se ajusta a lo que éstos estiman como meritorio de la misma.”

Fuente: elaboración propia

Así, puede observarse que las anteriores definiciones recogen, en su conjunto, las siguientes peculiaridades:

- En primer lugar, es una *valoración colectiva* realizada por determinados *stakeholders* o *grupos de interés* (Freeman, Wicks y Parmar, 2004; Freeman, 1984) que mantienen distintos tipos de contacto con la empresa u organización evaluada, sea como consumidores o usuarios, trabajadores, directivos, analistas financieros, competencia, periodistas económicos, líderes de opinión, reguladores públicos u otros. Aparece, por tanto, una primera perspectiva del carácter *multistakeholder* del constructo. Además, esta valoración se apoya en las percepciones que dichos grupos registran sobre la trayectoria en el tiempo de la compañía investigada, que viene condicionada por sus experiencias personales en el contacto con la misma (productos, información, servicio postventa); las políticas de comunicación de aquella (*branding*, publicidad, relaciones públicas, otras acciones de promoción); y el filtrado que realizan los medios de comunicación y otros agentes (internet, redes sociales, líderes de opinión) que juzgan la información disponible y retransmiten sus propias opiniones.
- En segundo lugar, se está considerando el *atractivo* que la compañía ofrece a los evaluadores, lo que obligará a establecer los elementos que determinan dicho atractivo y vendrán referidos a un abanico de atributos de corte económico-financiero, social, laboral, medioambiental, ético y de buen gobierno, e, incluso, emocionales, reflejando, por tanto, el carácter *multidimensional* de la reputación.
- Por último, esa valoración tiene un claro objetivo comparativo, tomando como referencia el *grupo de compañías* que compiten con la juzgada. Dicho grupo puede venir referido a un determinado sector de actividad económica o a un conjunto de sectores. De la misma forma, el análisis permite efectuar un tratamiento multigeográfico, buscando elementos diferenciales por países, regiones, e, incluso, culturas.

En resumen, la reputación corporativa es un constructo dinámico, multidimensional, no observable directamente, con lento proceso de acumulación, que refleja la visión colectiva de la empresa por parte de determinados agentes, en concreto los “grupos de interés” o *stakeholders*, y, además, es un predictor del comportamiento futuro de la compañía.

3.2.2. Reputación, identidad, imagen, marca, responsabilidad corporativa y legitimidad.

Otro elemento que se presenta cuando analizamos qué es la reputación corporativa viene referido a aquellos constructos similares –*identidad, imagen, marca, responsabilidad corporativa y legitimidad*– que, a veces, se manejan como relacionados con aquella, e, incluso, en ocasiones son confundidos con ella, y que conviene distinguir de la misma.

La *identidad* (Podnar y Golob, 2017; Dowling, 2016; Foreman, Whetten y Mackey, 2012; Melewear y Jenkins, 2002; Whetten y Mackey, 2002; Dowling, 2001; Roberts, 1998) es el conjunto de elementos con los que una organización empresarial se autodefine y refleja las características esenciales de la misma (“*who or what we are*”) en cuanto a modelo de negocio, estructura organizativa, identificación de objetivos, desarrollo de estrategias, interpretación del contexto económico y captación de recursos. Puede afirmarse, por tanto, que es el alma de la compañía interiorizada por los *stakeholders* internos, es decir, sus trabajadores, directivos y accionistas importantes.

La *imagen* es la percepción que los grupos de interés externos (clientes, proveedores, competencia, analistas financieros, sindicatos, reguladores, organizaciones sociales, asociaciones de consumidores, medios de comunicación y público en general), elaboran de una compañía, con base en los *inputs* recibidos desde distintos orígenes. Las fuentes de esa percepción son en parte las mismas que las mencionadas respecto de la reputación: por una parte, las políticas de comunicación de las empresas, al objeto de buscar una silueta pública atractiva (Podnar y Golob, 2017; Dowling, 2016; Walker, 2010; Foreman, Whetten y Mackey, 2012), y por otra los filtros de los medios de comunicación y las redes sociales. Ahora bien, la reputación es más estable y duradera, mientras que la imagen se intenta crear por las acciones de comunicación de la empresa y tiene un carácter más coyuntural; la primera es medible, al contrario que la imagen, y aquella puede añadir valor, mientras esta solo genera expectativas (Villafañé, 2013, 2004). En este sentido se manifiesta, igualmente, Martín de Castro (2008) cuando caracteriza la reputación empresarial como multidimensional, compleja socialmente, con un lento proceso histórico de acumulación interna y difícil de manipular por parte de la propia

empresa. Además, la reputación, a diferencia de la identidad y la imagen, toma en consideración las percepciones de todos los *stakeholders*, internos y externos.

La *marca (brand)*, por su parte, es un nombre y un símbolo proyectado para identificar un producto o servicio, con el fin de diferenciarlo de los del resto de competidores y apoyar su comercialización. La diferencia entre *reputación* y *marca* (Schultz, Hatch y Adams, 2012; Ettenson y Knowles, 2008; Hannington, 2004; Fombrun y Van Riel, 2004) reside en que la primera, como ya se ha indicado, es el conjunto de percepciones y valoraciones efectuadas por todos los *stakeholders*, mientras aquella aparece más relacionada con un mensaje al grupo de consumidores y usuarios, dentro de la estrategia de marketing de la compañía, y se mueve en la cercanía de la imagen de la compañía. Además, suele particularizar a productos o servicios, o bien líneas de productos o servicios, concretos. Así, la American Marketing Association (www.ama.org, page 1) define la *marca* como: “*A brand is a name, term, design, symbol or any other feature that identifies one seller’s good or service as distinct from those of other sellers*”⁹.

Otro concepto que habitualmente se puede confundir con la reputación es la denominada *Responsabilidad Social Corporativa (RSC)*. El *Libro Verde* de la Comisión Europea (Comisión de las Comunidades Europeas, 2001, página 7) definía la responsabilidad social de las empresas como: “...*la integración voluntaria por parte de las empresas de las preocupaciones sociales y medioambientales en sus operaciones comerciales y sus relaciones con sus interlocutores*”. De hecho, desde entonces el concepto se ha ampliado, pues ahora se habla, con menos limitación, de “responsabilidad corporativa”, debido al protagonismo que han tomado en España, y el mundo, en la última década, los aspectos, no solo de comportamiento social y medioambiental de las compañías, sino de la calidad del gobierno corporativo, la transparencia, el respeto a los derechos humanos, la promoción de la diversidad o la conducta ética en sus decisiones de negocio (Vlastelica et al. 2018; De la Cuesta, Pardo y Paredes, 2015; Calvo-Iriarte, 2011; García-Madariaga y Rodríguez-Rivera, 2010; Navarro, 2008; Olcese, Rodríguez y Alfaro, 2008; Escudero, 2006). La RSC es, de hecho, una dimensión explicativa más del constructo reputacional y, por tanto, contemplada dentro del mismo (Gangi, Mustilli y Varrone, 2019; Derun y

⁹ “Una marca es un nombre, término, diseño, símbolo o cualquier otra característica que identifique el producto o servicio de un vendedor como distinto de los de otros vendedores”.

Mysaka, 2018; Orlitzky y Swanson, 2012; De Quevedo-Puente, De la Fuente-Sabaté y Delgado-García, 2007; Hillenbrand y Money, 2007).

La *legitimidad* es un concepto que muestra elevada relación con la reputación y ha despertado el interés de diversos autores (Díez-Martín, Blanco-González y Miotto, 2022; Díez-Martín, Miotto y Cachón-Rodríguez, 2022; Díez-Martín, Blanco-González y Díez-de-Castro, 2021; Carreras, Alloza y Carreras, 2013; Foreman, Whetten y Mackey, 2012; Larrinaga-González, Bebbington y Moneva-Abadía, 2008; Bebbington, Larrinaga-González y Moneva-Abadía, 2008; Deephouse y Carter, 2005). Debe tenerse en cuenta que para algunos autores, como Martín de Castro (2008) la reputación empresarial es el resultado de un proceso de legitimación, como hemos visto en la definición proporcionada por este autor (Tabla 2). Se considera que una organización es legítima si desarrolla unas acciones que satisfacen la regulación legal y las normas y expectativas sociales del sistema en que se imbrica, generando, así, actitudes de apoyo de las distintas audiencias. Por tanto, podemos decir que la legitimidad, como concepto, está centrada en una dimensión concreta, como es la aceptación social resultante de la adhesión a las normas y expectativas sociales por parte de una organización. Por su parte, la reputación se refiere siempre a percepciones valorativas del conjunto de los *stakeholders*, es multidimensional, pues abarca atributos no solo de cumplimiento de normas, sino también de carácter económico-financiero, social, laboral, medioambiental, e incluso emocionales; además, esas valoraciones tienen un claro carácter comparativo entre organizaciones (Deephouse y Carter, 2005).

3.3. REPUTACION CORPORATIVA Y CREACIÓN DE VALOR

Tras haber dedicado el apartado anterior a la conceptualización de la reputación corporativa, en este nos vamos a ocupar de un aspecto esencial relacionado con la misma, que es su vinculación con la creación de valor para la empresa. En efecto, si una mejor reputación se manifiesta en creación de valor, eso significa que la generación y el mantenimiento de la reputación deberían ser considerados por los directivos empresariales no como aspectos marginales o superficiales, sino como finalidades

básicas de la organización. Y, en efecto, como veremos a continuación, la reputación puede ser considerada como un recurso estratégico de carácter intangible.

Es bien conocido el enfoque de la empresa basado en recursos y capacidades, que postula la generación de ventaja competitiva sostenida con base en la existencia de una serie de atributos y peculiaridades internas de las organizaciones, consiguiendo así generar un rendimiento superior a la media de sus competidores. Esta generación de valor se apoya en un uso eficiente de los recursos tangibles –materiales, humanos, financieros– e intangibles –conocimiento, experiencia, tecnología, cultura organizacional, etc.– (Barney, Ketchen y Wright, 2011; Fong Reinoso, 2005; Hoopes, Madsen y Walker, 2003; Barney, 2001, 1991, 1986; Grant, 2002; Peteraf, 1993; Prahalad y Hamel, 1990; Wernerfelt, 1984). Entre esos recursos intangibles se encuentra también la reputación (Boyd, Bergh y Ketchen, 2010; García-Merino et al., 2008; Carter y Ruefli, 2006; García-Rodríguez, 2004)

Dicho enfoque defiende que un recurso puede calificarse de “estratégico”, añadiendo valor económico a la empresa, si es escaso, valioso, intransferible, difícilmente imitable y no sustituible (Amit y Schoemaker, 1993), a lo que García-Zambrano, García-Merino y Rodríguez-Castellanos añaden la durabilidad en el tiempo (García-Zambrano y Rodríguez-Castellanos, 2017; García-Merino, García-Zambrano y Rodríguez-Castellanos, 2014; García-Zambrano, García-Merino y Rodríguez-Castellanos, 2012).

Parece que el recurso reputación corporativa puede cumplir las mencionadas condiciones. No cabe duda de que este intangible ha alcanzado una importante valoración en el universo empresarial, como lo demuestra el creciente protagonismo del riesgo reputacional en la opinión de analistas financieros y directivos. Por otra parte, puede afirmarse que resulta escaso, pues tarda en ser construido a lo largo del tiempo y puede ser destruido en un instante. Además, como es un atributo de la propia empresa u organización, no puede ser transferido. Su imitabilidad viene dificultada por la exigencia de un dilatado periodo temporal para obtener resultados. Resulta de difícil sustitución en caso de aparición de eventos reputacionales. Y, por último, ya hemos indicado en el apartado anterior cómo la reputación no es coyuntural, sino que se caracteriza por una cierta estabilidad y durabilidad.

Siendo, pues, la reputación corporativa un recurso “estratégico”, y valioso en sí, debe contribuir de forma relevante a la generación de valor empresarial. Ahora bien, para que esta afirmación alcance plena validez debe ser corroborada de forma empírica. Por ello, el estudio empírico de la relación entre reputación corporativa y creación de valor resulta una cuestión de gran importancia, pues, como se ha indicado anteriormente, si se comprueba que los recursos destinados a aquella generan un retorno que incrementa la creación de valor, se estará aportando una información clave para el reconocimiento de la importancia de la reputación dentro de las políticas y estrategias empresariales.

Un asunto importante respecto de la “creación de valor” podría sintetizarse en la pregunta: ¿creación de valor para quién, o para quiénes? La respuesta correcta a la misma desde un punto de vista teórico podría ser: “creación de valor para el conjunto de los grupos de interés” (Freeman, Wicks y Parmar, 2004; Freeman, 1984). Pero, ¿cómo se mide esa creación de valor? La respuesta no es sencilla (Argandoña, 2011). Por ello, se suele establecer una relación entre la reputación y los resultados de tipo financiero como medida “práctica” de creación de valor (Fernández-Sánchez y Luna-Sotorrío, 2007).

Ahora bien, los resultados financieros pueden ser conceptualizados de forma diferente, por lo tanto, también en este caso la creación de valor se puede medir de forma diferente. Así:

- Si se mide por la rentabilidad financiera (Resultados después de intereses e impuestos / Recursos propios), o por variables vinculadas a la cotización de las acciones, como por ejemplo la ratio de valor de mercado a valor contable de las acciones (*Market to Book*), entonces se trata de creación de valor exclusivamente para el accionista.
- Si se emplea el RoA (Resultados antes de intereses e impuestos / Activo total), nos encontramos ante un concepto más general de la creación de valor, pues afecta, además de a los accionistas, a otros grupos de interés como los acreedores financieros y la sociedad en general (vía impuestos). Algo similar sucede si se utiliza la ratio “q” de Tobin (Espitia-Escuer, 1986), aunque en este caso no se tiene en cuenta a la sociedad en general, pero sí a accionistas y a acreedores financieros.

Pero, en cualquier caso, debe tenerse presente que nos hallamos ante medidas “parciales”, no completas, respecto de la creación de valor para el conjunto de los *stakeholders*.

Ciertamente, la literatura empírica muestra una relación positiva entre la reputación y ciertas variables vinculadas a la creación de valor en la empresa, especialmente aquellas referentes a las relaciones con los *stakeholders*. Así, no parece aventurado afirmar que disponer de una buena reputación empresarial permite atraer y mantener clientes (Martínez García de Leaniz y Rodríguez del Bosque Rodríguez, 2016; García-Gallego, Chamorro-Mera y García-Galán, 2015; Fombrun y Van Riel, 2004, 1997; Villafañé, 2004; Roberts y Dowling, 2002; Fombrun, 1996) y trabajadores (Schaarschmidt, Walsh e Ivens, 2021; Balmer, Greyser y Worcester, 2009; Fombrun y Van Riel, 2004; Turban y Cable, 2003; Roberts y Dowling, 2002; Fombrun y Shanley, 1990); el acceso continuo y ventajoso a distintas fuentes de recursos (Cao et al., 2015; Petkova, 2014; Wang, Berens y Van Riel, 2012; Anginer et al., 2011; Berg et al., 2010; Helm, 2007b); la posibilidad de mantener unos precios superiores y crear barreras de entrada a la competencia (Helm, 2007b; Basdeo et al., 2006; Rindova et al., 2005; Roberts y Dowling, 2002, 1997); facilitar la creación de alianzas, en especial en industrias emergentes (Martín de Castro et al., 2009); reducir el riesgo (Delgado-García, De Quevedo-Puente y Díez-Esteban, 2013); amortiguar las acciones del activismo accionarial (Hoffmann, Brønn y Fieseler, 2016); mayor confianza por parte de los proveedores (Orlitzky y Benjamin, 2001), e, incluso, menores plazos de recuperación en caso de que se produzca una crisis reputacional (Helm y Toldorf, 2013; Fernández-Sánchez, Luna-Sotorrío y Baraibar-Díez, 2012; Coombs y Holladay, 2006; Villafañé, 2013, 2004; Godfrey, Merrill y Hansen, 2009; Jones, Jones y Little, 2000; Fombrun, 1996).

Ahora bien, considerando la relación entre reputación y, como anteriormente se ha indicado, las medidas “parciales” representativas de la creación de valor a través de los resultados financieros, en la Tabla 3 se muestran las características y resultados de diversos trabajos empíricos efectuados al respecto.

Tabla 3. Estudios empíricos sobre la relación entre reputación y creación de valor

Autores/año	Muestra	Metodología	Variables	Resultados
Deephouse (1997)	<p>265 entidades bancarias en el área metropolitana de Minneapolis-St. Paul (Minnesota, EE. UU). El periodo de análisis es 1988-1992.</p> <p>La muestra incluye bancos que aparecen en los dos principales diarios de ese espacio geográfico.</p>	Modelo de regresión múltiple	<p>Variable dependiente: RoA.</p> <p>Variables independientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> - reputación en los medios (medida a través de un indicador que valora las apariciones en los dos diarios) - reputación financiera (medida a través la adecuación del capital y la calidad de los activos, según el procedimiento de los reguladores para evaluar la calidad bancaria) <p>Variables de control</p> <ul style="list-style-type: none"> - tamaño (cuota de mercado) - RoA t-1 (en términos relativos con el RoA del resto de entidades en t-1) 	Las dos percepciones reputacionales (opinión en los medios de comunicación y el perfil financiero y de solvencia) muestran una relación positiva con la rentabilidad.
Dunbar y Schwalbach (2000)	<p>63 compañías alemanas de distintos sectores, en el periodo 1988-1998. Mediante encuesta a 2.000 directivos germanos. Datos procedentes de los sondeos bianuales de la revista alemana <i>Manager Magazin</i>.</p>	Análisis clúster y de regresión.	<p>Variables consideradas:</p> <ul style="list-style-type: none"> - resultados financieros (índice) - reputación (encuesta a directivos sobre las 100 mayores compañías alemanas) - concentración de la propiedad - tamaño (número de empleados) <p>Se alterna la variable a explicar</p>	La reputación está positivamente relacionada con el desempeño financiero, y éste muestra un impacto sobre la reputación con retardo de un año.
Arbelo y Pérez (2001)	<p>185 empresas tomadas del estudio <i>GMAC</i> de la revista <i>Fortune</i> para el año 2000.</p>	Modelo de regresión vía mínimos cuadrados generalizados	<p>Variable a explicar: rendimiento sobre activos (RoA)</p> <p>Variables explicativas: reputación sin halo financiero (<i>Fortune</i>, corregida mediante el procedimiento de Brown y Perry (1994)) y RoA t-1</p> <p>Variables de control: número de empleados (tamaño) y sector de actividad.</p>	Una reputación positiva, sin halo financiero, mejora el RoA.

Tabla 3. Estudios empíricos sobre la relación entre reputación y creación de valor (II)

Autores/año	Muestra	Metodología	Variables	Resultados
Roberts y Dowling (2002)	Sobre <i>Fortune AMAC</i> para el periodo 1984-1998; se trabaja sobre 300 compañías (en la muestra reducida), registradas en el citado monitor.	Modelo de regresión múltiple.	Variable dependiente: RoA t Variables independientes: - reputación t-1 (reflejada en dos componentes: reputación financiera y residual) - RoA t-1 Variables de control: - capitalización bursátil / neto patrimonial (MTB en t-1) - tamaño en t-1 (facturación)	Las compañías con buena reputación mantienen un superior y persistente nivel de rentabilidad en el tiempo.
De Quevedo-Puente (2003)	El colectivo de referencia fueron directores generales de entidades financieras en España (bancos y cajas). Se recogieron 42 encuestas, mediante procedimiento postal, de mayo a octubre de 2000	Análisis de regresión y de ecuaciones simultáneas.	Se instrumentan como variables: - creación de valor (fortaleza financiera, solvencia, eficiencia, posición estratégica, transparencia, calidad de gestión) - reputación - tamaño - ámbito geográfico - antigüedad - naturaleza jurídica Se alterna la variable a explicar.	Existe una relación circular entre la reputación y la creación de valor, que se autoalimenta en el tiempo.
García - Rodríguez, (2003)	80 directores de hotel (3, 4 y 5 *) de seis comunidades autónomas. Datos obtenidos a través de encuesta vía fax o email, mayo-julio de 2002.	Modelo de regresión múltiple.	Variable a explicar: RoA t Variables explicativas y de control: - RoA t-1 - activo total - tipo de hotel (vacacional / urbano) - reputación	Un mayor nivel de reputación provoca incrementos significativos en la rentabilidad.

Tabla 3. Estudios empíricos sobre la relación entre reputación y creación de valor (III)

Autores/año	Muestra	Metodología	Variables	Resultados
Fernández-Sánchez y Luna-Sotorrió (2007)	88 grupos empresariales de distintos sectores, para 2004, tomados de MERCO Empresas	Modelo de regresión múltiple	<p>Variable a explicar: resultados financieros medidos a través de: RoA y margen bruto. Variable explicativa: reputación</p> <p>Variables de control:</p> <ul style="list-style-type: none"> - sector de actividad - estrategia de diferenciación - intensidad competitiva del sector - poder de los <i>stakeholders</i> 	Existe una fuerte relación positiva, no lineal, entre reputación y resultados financieros, independientemente del indicador de rentabilidad utilizado.
López e Iglesias (2006, 2010)	72 pymes con domicilio social en Galicia, registradas en la base de datos ARDAN del Servicio de Información Empresarial del Consorcio de la Zona Franca de Vigo. Encuesta realizada de febrero a mayo de 1999.	Modelo de ecuaciones estructurales para contrastar el efecto del rendimiento pasado sobre la reputación percibida de la propia empresa (encuesta) por personas de la alta dirección, y de ésta sobre el rendimiento futuro.	<p>Variables consideradas:</p> <ul style="list-style-type: none"> - rendimiento pasado - reputación percibida de la propia empresa (encuesta) por personas de la alta dirección - rendimiento futuro. 	La rentabilidad pasada actúa como antecedente de la reputación presente y esta alimenta el ulterior rendimiento. Los resultados reflejan, por tanto, un refuerzo mutuo de ambos factores.
Lee y Roh (2012)	<p>230 compañías USA con actividades <i>higt tech</i> (más del 5% de esfuerzo en I+D sobre facturación), seleccionadas de <i>Fortune AMAC</i> en el año 2008. Pertenecientes a distintos sectores.</p> <p>El periodo de análisis se mueve entre 2001 y 2005</p>	Modelo(s) de regresión múltiple	<p>Variables dependientes: RoA, RoE, “q” de Tobin y crecimiento de la facturación</p> <p>Variables independientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> - reputación global - calidad de los productos y servicios - responsabilidad social - innovación <p>Variables de control:</p> <ul style="list-style-type: none"> - tamaño (facturación) - esfuerzo en I+D (gasto en I+D / facturac.) - esfuerzo en capital (activo total / facturac.) - endeudamiento (deuda total / cap. social) 	Las conclusiones de la investigación sugieren que existe una elevada relación entre el desempeño financiero y de mercado con la reputación corporativa.

Tabla 3. Estudios empíricos sobre la relación entre reputación y creación de valor (IV)

Autores/año	Muestra	Metodología	Variables	Resultados
Baraibar-Díez y Luna-Sotorrió (2012)	29 compañías del IBEX 35, para el periodo 2004-2009	Modelo de regresión logística binaria.	<p>Variable dependiente: Resultado financiero (RoE).</p> <p>Variables independientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> - índice de transparencia social del emisor (información sobre el Consejo, misión y valores, política social y medioambiental, departamento de RSC y adhesión a acuerdos internacionales) - índice de transparencia con el receptor (existencia de áreas de atención y comunicac. con accionistas, clientes, inversores). - índice de transparencia social del mensaje (información sobre: operaciones vinculadas, calidad y seguridad de los productos, prácticas comerciales, quejas y demandas recibidas, huelgas, actuación sindical, siniestralidad, donaciones a partidos políticos, gasto medioambiental, y otras) <p>Variables de control:</p> <ul style="list-style-type: none"> - reputación (MERCOS) - endeudamiento (% de deuda ajena) - tamaño (activo total) 	<p>Se confirma que tener un mayor desempeño social, medido a través de la reputación de la compañía, hace que se incremente la posibilidad de obtener un resultado financiero por encima de la media empresarial.</p> <p>Una mayor coherencia entre los cuatro índices de transparencia social presenta un aspecto positivo respecto a la obtención un mejor resultado financiero.</p>
Fernández-Sánchez, Luna-Sotorrió y Baraibar-Díez (2012)	38 grupos empresariales incluidos en MERCOS Empresas y la Bolsa de Madrid, de distintos sectores, entre septiembre de 2005 y abril de 2009.	Modelo de regresión múltiple	<p>Variable a explicar: resultado financiero (valor de mercado y ratio Sharpe)</p> <p>Variables explicativas:</p> <ul style="list-style-type: none"> - reputación (Mercos Empresas) - riesgo de mercado (índice <i>beta</i>) - sector de pertenencia (cinco sectores) - subperiodo temporal de análisis - tamaño (facturación) 	<p>Se descubre evidencia empírica de que la reputación puede crear valor en las valoraciones bursátiles, vía la reducción del riesgo y el incremento de la rentabilidad.</p>

Tabla 3. Estudios empíricos sobre la relación entre reputación y creación de valor (V)

Autores/año	Muestra	Metodología	Variables	Resultados
Agnihotri (2014)	325 compañías indias, entre 2004 y 2010, pertenecientes a tres sectores: farmacéutico, fabricación de automóviles y productos de consumo de alta rotación.	Regresión con datos de panel.	Variable dependiente: creación de valor para el accionista, medida por la “q” de Tobin. Variable independiente: - reputación en los medios de comunicación Variables de control: - antigüedad de la firma - tamaño (activo total) - esfuerzo comercial (gastos comerc./facturac.) - esfuerzo en I&D (gastos I&D / facturac.)	La buena reputación en los medios de comunicación, impresos y online, refuerza el valor de mercado de las compañías en los países emergentes.
Daza-Izquierdo (2015)	54 grupos empresariales de MERCOSUR Empresas, de distintos sectores, en el periodo 2000-2012.	Dos modelos de regresión con datos de panel: el primero con la creación de valor como variable endógena y explicativa retardada un periodo, junto con la reputac. El segundo con la reputac. como endógena y como explicativas la creación de valor y la reputac. retardada un periodo.	Variable a explicar: creación de valor económico - patrimonial (“q” de Tobin) Variables explicativas: - reputación, en t y t-1 (Mercosur Empresas) - creación de valor, en t y t-1 Variables de control: - tamaño (activo total) - endeudamiento (deuda a l/p / activo total) - rentabilidad (RoA)	Aparece una clara influencia de la reputación en la creación de valor para la empresa que, a su vez, repercute en la perspectiva de los accionistas; y esta a su vez en los niveles de reputación empresarial, aunque en menor medida.
Miralles-Marcelo, Miralles-Quirós y Daza-Izquierdo (2014)	Se trata de compañías de distintos sectores, procedentes de MERCOSUR Empresas. El tamaño de la muestra varía entre un máximo de 38 en 2005 y 25 en 2002. Periodo muestral: 2001-2012.	Regresión con datos de panel.	Variable a explicar: creación de valor para el accionista, medida por una aproximación a la “q” de Tobin. Variables explicativas: - creación de valor en t-1 - reputación Variables de control: - tamaño (activo total) - endeudamiento (deuda a l/p / activo total) - rentabilidad (RoA)	Las empresas cotizadas en el mercado bursátil español que tienen una mayor reputación presentan una superior capacidad de creación de valor para los accionistas.

Tabla 3. Estudios empíricos sobre la relación entre reputación y creación de valor (VI)

Autores/año	Muestra	Metodología	Variables	Resultados
Sandu (2015)	Los siete grupos globales de fabricación de automóviles más reputados en el año 2014. Periodo de análisis: 2011-2014	Modelo de regresión múltiple	Variable a explicar: RoA en t. Variables explicativas: - reputación en t-1 (Reputation Institute) - Reputación en t - RoA en t-1	El estudio concluye que la reputación no es un determinante significativo para el comportamiento de la rentabilidad, y sí lo es la RoA en t-1.
Vig, Dumicic y Klopotan (2017)	100 compañías de Croacia, investigadas por encuesta a 400 ciudadanos croatas entre los 18 y 65 años., realizada en 2015.	Análisis de regresión cuantílica	Variable a explicar: Creación de Valor (RoA, RoE, RoCE y EVA) Variable independiente: Reputación corporativa, diferenciada en tres dimensiones y nueve subdimensiones - Productos y servicios (garantía, calidad, innovación y relación calidad precio) - Visión y liderazgo (políticas de gestión, visión del futuro, liderazgo) - Condiciones laborales (calidad como empleador y políticas de remuneración)-	La información procedente del sondeo relaciona la creación de valor en las compañías, positivamente con la innovación en los productos y servicios, el liderazgo y la calidad como empleador. Y negativamente con la visión de futuro y las políticas de remuneración.
García-Madariaga y Rodríguez-Rivera (2017)	14 grandes grupos automovilísticos mundiales durante el intervalo temporal 2000-2008.	Regresión con datos de panel.	Variable a explicar: Creación de Valor mediante el valor de mercado, medido vía <i>market to book</i> Variables independientes: - Responsabilidad Social Corporativa - CRF: medioambiente /gobierno corporativo / gestión de <i>stakeholders</i> - Responsabilidad Social Corporativa - CLF: derechos humanos / otros temas éticos - reputación (WMAc- <i>Fortune</i>) - satisfacción del consumidor	Los resultados de la investigación sugieren que ciertos temas de la Responsabilidad Social Corporativa, como los relacionados con los grupos de interés más importantes para la empresa, pueden generar un mayor desempeño financiero.

Tabla 3. Estudios empíricos sobre la relación entre reputación y creación de valor (y VII)

Autores/año	Muestra	Metodología	Variables	Resultados
Platonova et al. (2018)	24 entidades bancarias islámicas, de los países del Consejo de Cooperación del Golfo (Bahrain, Arabia Saudita, Qatar, Kuwait y Emiratos Árabes Unidos). Periodo de análisis: 2000-2014.	Regresión con datos de panel.	<p>Variable dependiente: creación de valor para el accionista medida por el RoA (beneficio neto / activo total medio) y RoE (beneficio neto / fondos propios medios)</p> <p>Variables independientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> - RSC (Índice global) - seis dimensiones individuales de la RSC (misión y visión; productos y servicios; donaciones; compromiso con los empleados; compromiso con los depositantes; y compromiso con la comunidad) <p>Variables de control:</p> <ul style="list-style-type: none"> - tamaño (activo total) - ratio de capital (fondos propios / activo total medio) - ratio de créditos (media de créditos / activo total medio) - ratio de gastos (gastos sin intereses / activo total medio) - ratio de deuda (deuda a largo plazo / activo total) 	<p>La RSC, contemplada globalmente, registra un efecto positivo sobre la creación de valor, tanto de forma contemporánea como a futuro. Este último efecto temporal parece ser provocado por la mejora posterior de la reputación, fruto de las acciones de RCS.</p> <p>Atendiendo a las seis dimensiones individuales de aquella, solo la “misión y visión” y los “productos y servicios” aportan un impulso positivo a la creación de valor.</p>

Fuente: elaboración propia

Como puede comprobarse en la tabla anterior, los estudios empíricos efectuados encuentran en general una relación positiva entre reputación y creación de valor, y ello con diversas medidas para estas dos variables, diversas muestras y periodos, y distintos métodos de análisis, lo cual sugiere que efectivamente la reputación contribuye de forma positiva a la generación de valor en la empresa. Además, según estudios que la han considerado, existe una relación biunívoca entre ambas variables, esto es, la reputación contribuye a la generación de valor, y a su vez esta hace incrementar la reputación.

Se comprueba que las investigaciones presentadas, junto a otras referencias (Liu, Vredenburg y Steel, 2019; Fombrun, 2016; Cole, 2012; Soana, 2011; Dowling, 2006; Eberl y Schwaiger, 2005; Rose y Thomsen, 2004; De la Fuente-Sabaté y De Quevedo-Puente, 2003; McMillan y Joshi, 1997; Roberts y Dowling, 1997), sugieren, mayoritariamente, como resultado, la existencia de relación positiva entre reputación y creación de valor. La diversidad de metodologías y variables empleadas, la relación de causalidad, el periodo temporal escogido, los retardos, la representatividad de la muestra y la posible no linealidad de la relación, pueden apoyar, razonablemente, la relación entre reputación corporativa y la creación de valor. Resultaría poco sensato considerar que una crisis reputacional importante no vaya a afectar, tarde o temprano, al valor para el accionista. De ello trataremos en el siguiente apartado, al considerar el *riesgo reputacional*.

Para finalizar, no parece aventurado afirmar que la buena reputación ofrece un sólido apoyo a las políticas y estrategias empresariales.

3.4. EL RIESGO REPUTACIONAL

3.4.1. Concepto

Si, como se ha podido comprobar en el apartado anterior, la reputación contribuye positivamente a la creación de valor, está claro que la disminución, o la pérdida total, de reputación en una empresa implicará destrucción de valor, también para los accionistas. De esta forma aparece el *riesgo reputacional*.

Por tanto, el denominado *riesgo reputacional*, o *de reputación*, es, como se ha indicado anteriormente, la posibilidad de perder o ver muy reducido el prestigio corporativo ante la aparición de un evento desfavorable para la compañía. Según Tonello (2007: 22): “*A reputational risk materializes when the negative publicity triggered by certain business events, whether accurate or not, compromises the company’s reputation capital and results in value loss for the firm*”¹⁰.

Se deriva, pues, de la constatación de que la percepción de un determinado comportamiento en una empresa concreta puede generar un efecto nocivo en su reputación y afectar gravemente a sus negocios, resultados, financiación y posición en el mercado; llegando en los casos más extremos a la desaparición de la compañía (Management Solutions, 2021; Gaudenzi, Confente y Christopher, 2015; Vizcaíno, 2010; Eccles, Newquist y Schatz, 2007; Neef, 2003; Rayner, 2003; Larkin, 2003). Por tanto, el riesgo reputacional es un riesgo asociado al comportamiento de ese activo intangible dinámico que es la reputación corporativa.

En el ámbito de las empresas financieras, y de la supervisión de las mismas, que tradicionalmente ha estado especialmente atento a la detección y gestión de los diferentes tipos de riesgos, también se ha desarrollado importante documentación sobre el riesgo reputacional. Así, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea lo define como: “*Reputational risk can be defined as the risk arising from negative perception on the part of costumers, counterparties, shareholders, investors or regulators that can adversely affect a banks’ ability to maintain existing, or establish new, business relationship and continued access to sources of funding (e.g., through the interbank or securitization markets)*”¹¹ (Basel Committee on Banking Supervision - BCBS, 2019: 12).

Por su parte, el Banco de la Reserva Federal de EE. UU. lo define del siguiente modo:

¹⁰ “Un riesgo de reputación se materializa cuando la publicidad negativa provocada por ciertos eventos del negocio, sea acertada o no, compromete el capital reputacional de la compañía y genera pérdidas de valor para la misma”

¹¹ “El riesgo reputacional puede ser definido como el riesgo originado por una percepción negativa por parte de los consumidores, contrapartes, accionistas, inversores, o reguladores, que puede afectar adversamente a la capacidad de un banco para mantener, o establecer, nuevas relaciones de negocio y continuar accediendo a las fuentes de fondos (por ejemplo, a través del mercado interbancario o los mercados de titulización)”.

*“Reputational risk is the potential that negative publicity regarding an institution's business practices, whether true or not, will cause a decline in the customer base, costly litigation, or revenue reductions”*¹². (Supervision and Regulation (SR) letter 96-51, 1996, p. 11. https://www.federalreserve.gov/supervisionreg/topics/legal_risk.htm).

A la vista de las anteriores definiciones, puede deducirse claramente la relevancia de este tipo de riesgo. Pero, como veremos, esto no ha sido percibido así en otras épocas. En el siguiente subapartado profundizaremos en este asunto.

3.4.2. Relevancia

El riesgo reputacional ha ocupado hasta hace muy pocos lustros una posición secundaria en la gestión de los riesgos empresariales. El protagonismo lo tenían otros riesgos, a saber, el *riesgo de crédito*, el *riesgo país*, el *riesgo de liquidez*, el *riesgo de mercado*, el *riesgo operacional* y el *riesgo estratégico*. Incluso se consideraba, y aún hoy hay especialistas que mantienen tal postura, que no es más que una derivación –un efecto secundario– de la materialización de otros riesgos, considerándolo un *risk of risks* (Ross, 2005), que impacta en la reputación de la compañía y provocan una serie de consecuencias negativas adicionales a las generadas por aquellos. Todo ello ha venido provocando un retraso en su identificación conceptual, causas que lo provocan, medición del mismo y aplicación de procedimientos de gestión. Incluso el citado Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (Basel Committee on Banking Supervision - BCBS, 2004) excluía expresamente este riesgo en el cálculo de los requerimientos de capital para las entidades financieras, por motivos de dificultad en su evaluación.

A ello no eran ajenas una serie de peculiaridades que caracterizan al riesgo reputacional, como son:

- suele venir ligado a fallos en la amplia operativa diaria de las compañías;
- tiene un carácter espontáneo, ya que los eventos que lo materializan suelen poseer una elevada singularidad y resultan difíciles de prever;

¹² “El riesgo reputacional es la posibilidad de que la publicidad negativa referida a las prácticas de negocio de una institución, sea cierta o no, causen un deterioro en la base de clientes, costes por litigios, o reducción de ingresos”.

- puede generarse en cualquier dependencia de la organización por la actuación individual de alguno de sus miembros;
- su impacto puede ser “sistémico”, en el sentido de que los efectos negativos afecten simultáneamente a distintas áreas de la organización –ventas, valor bursátil, resultados, pérdida de empleo valioso, calificación crediticia, etc.–;
- y, a diferencia de otros riesgos, el deterioro reputacional no puede ser transferido.

Además, es posible que se genere fuera del ámbito directo de la compañía, sea por la conducta impropia de un asociado, la actuación de otra empresa del mismo sector o de un proveedor; e, incluso, por la aparición de noticias confusas en los medios de comunicación. Sin olvidar que el factor reputación juega un papel competitivo muy importante en los sectores que ofertan servicios –financiero, seguros, auditoría, consultoría–, ya que sus clientes dan entrada, de forma importante, en sus decisiones a la imagen pública de las empresas como reflejo de la confianza y fiabilidad que ofrecen.

El actual entorno del universo empresarial también ha coadyuvado a potenciar la importancia del riesgo reputacional. La anterior recesión económica de 2008-2013 extendió una sospecha generalizada sobre la actuación y dirección ejecutiva de los grupos empresariales, especialmente en el sector financiero, aunque también en otros, como el de la construcción. La demanda de transparencia, correcta actuación medioambiental, comportamiento ético y buen gobierno corporativo no ha dejado de crecer; los distintos reguladores se mantienen vigilantes e imponen sanciones con su correspondiente efecto público; y los medios de comunicación –*off line* y *on line*– efectúan un seguimiento minucioso del comportamiento empresarial en todas sus facetas de negocio.

Por otra parte, y remontándonos algo más en el tiempo, la serie de escándalos empresariales que se inició ya con la entrada del nuevo siglo (Ford - Firestone, Siemens, Enron, WorldCom, Xerox, Parmalat, Tyco) y continuó durante el periodo de la crisis económica iniciada en 2008 (Lehman Brothers, Bankia, Madoff Securities, entre otros), seguidos de importantes incidentes medioambientales (British Petroleum - Golfo de México; Tepco - Fukushima; Volkswagen - *dieseltgate*) han provocado que el daño a la reputación, y la percepción del riesgo reputacional y sus posibles costes, haya ido

escalando puestos entre los riesgos contemplados por directivos y gestores de las organizaciones empresariales. En el conocido estudio de AON *Global Risk Management Survey* sobre los riesgos globales (Aon Corporation, 2023, 2021, 2019, 2017, 2015, 2013, 2011, 2009, 2007) ha pasado de ocupar, en el inicio del estudio (2007), el cuarto puesto en el análisis de los riesgos más importantes, *–damage to reputation–* a situarse en cabeza del ranking en la versión publicada en 2017 y en segundo lugar en la de 2019, por delante de los riesgos de crédito, liquidez, de mercado y político; aunque baja al puesto octavo en 2023. No obstante, en diciembre de 2005 un, ya citado, *white paper* de The Economist Intelligence Unit titulado *Reputation: Risk of Risks* (Ross, 2005), situaba al riesgo reputacional como la primera amenaza, según la encuesta dirigida a 269 directivos gestores de riesgos.

3.4.3. Fuentes

Podemos identificar un conjunto de fuentes del riesgo reputacional (Pakhchanyan, 2016; Fernández-Laviada, 2007; Moosa, 2007; Power, 2004; Frost et al., 2002). Entre las mismas encontramos:

- En primer lugar, los eventos provocados por la materialización de riesgos normalmente relacionados con el desarrollo del negocio de la compañía, como: fraude externo; defectos en la calidad en los productos y servicios ofertados; descuidos o errores en la gestión profesional de la clientela; fallos en los procedimientos; condiciones laborales deficientes; huelgas; ausencia de instrumentos de cobertura; incumplimiento de contratos; negligencias medioambientales; externalización de funciones inadecuada; y políticas de comunicación ineficientes.
- En segundo lugar, la vulneración de normas legales o códigos de autorregulación; actuación fraudulenta de directivos o empleados; inadecuada actuación del gobierno corporativo; falta de transparencia; y comportamiento corporativo no ético.
- Por último, aparecen una serie de circunstancias externas, no controladas por la empresa, como pueden ser: desastres naturales; ataques terroristas; ciberataques;

cambios sustanciales en la tecnología de producción; campañas negativas en medios de comunicación o redes sociales; rápidos cambios en las escalas de valores sociales; o aparición de eventos reputacionales muy nocivos en alguna compañía del mismo sector.

Como puede observarse, las fuentes del riesgo reputacional son muchas y muy diversas. Por ello, resulta necesaria la constitución de un repositorio de las mismas, que pueda apoyar su supervisión y vigilancia, teniendo en cuenta que la reputación puede destruirse con una sola de ellas.

3.4.4. Evaluación

Ese conjunto tan variado de fuentes y posibles circunstancias dificultan considerablemente la evaluación del riesgo reputacional. A este respecto se pueden plantear una serie de alternativas.

En la Tabla 4 se muestran las diferentes alternativas de evaluación existentes para este tipo de riesgo. Así, considerando el punto de vista desde el que se evalúa, tenemos dos posibilidades:

- bien desde un punto de vista *interno* de la compañía –esto es, desde la perspectiva de la dirección de la misma–, siendo el objetivo evaluar el propio riesgo reputacional de la empresa, y que es realizada dentro de la organización,
- bien desde un punto de vista *externo*, esto es, desde la perspectiva y percepción del conjunto de *stakeholders* al objeto de medir la percepción, por parte de los mismos, de la situación de la empresa con respecto al riesgo reputacional y las variables de las que depende, siendo llevado a cabo por agencias externas.

Por otra parte, teniendo en cuenta el momento en que se efectúa la evaluación, esta puede ser:

- *a priori*, esto es, antes de que se produzcan los posibles eventos reputacionales negativos, al objeto de estimar su posibilidad de ocurrencia, así como sus posibles consecuencias,
- o *a posteriori*, una vez que el evento ha pasado, para estimar el coste reputacional del mismo; evidentemente, no se trata de una estricta medición del riesgo, pues esta

debe ser siempre *a priori*, pero puede resultar muy útil como auxiliar de la evaluación *a priori*.

Tabla 4. Métodos para la evaluación del riesgo reputacional

Punto de vista \ Momento	<i>A priori</i>	<i>A posteriori</i>
Punto de vista interno de la compañía	Matriz de riesgos mediante Escenarios	“Análisis de eventos” <ul style="list-style-type: none"> • Cálculo del “coste reputacional” de eventos pasados: <ul style="list-style-type: none"> - Variación de la diferencia entre valor bursátil y patrimonio neto de la compañía antes y después del evento. - Comparación entre la pérdida de valor en el mercado (<i>loss of market value</i>) y el coste monetario total (<i>loss amount</i>) • Análisis de rendimientos anormales
Percepción del conjunto de los stakeholders externos	Índices y <i>Rankings</i> de Reputación	

Fuente: elaboración propia

Pasando, pues, a considerar los métodos de evaluación concretos dentro de las diferentes casillas de la tabla, y comenzando por la evaluación *a priori* del riesgo reputacional desde un punto de vista *interno*, el método más utilizado es la confección en la compañía de una *matriz de riesgos*, vía simulación de escenarios, que describa, para cada uno de aquellos, la probabilidad de que se produzca el evento dañino y el coste estimado del mismo. En su preparación intervienen las distintas áreas departamentales utilizando datos internos y externos; y el binomio “expectativas de los *stakeholders* - comportamiento real de la empresa” es una de las referencias que se manejan. Los pasos habituales para completar cada escenario de análisis son (Soprano et al., 2009):

1. Identificar los riesgos individuales y procesos críticos.
2. Definición del escenario.
3. Evaluación del escenario.
4. Valoración final

Todo ello acompañado de la siguiente información o procedimientos:

- Verificación de que existen controles en caso de que el suceso se produzca.

- Estimación de la probabilidad de que el suceso ocurra y su frecuencia anual.
- Estimación del coste medio de pérdida que cada evento puede generar.
- Estimación de la pérdida máxima de cada escenario.
- Verificación de la existencia de coberturas aseguradoras.

A la vista de todo ello, se analiza y estima la severidad y frecuencia de los posibles eventos, utilizando metodología estadística.

Pasando a la evaluación *a priori* desde un punto de vista externo, coincide en realidad con la *medición de la reputación* tal como se efectúa habitualmente, mediante índices y *rankings* de reputación. Como dedicaremos el siguiente capítulo precisamente a este asunto, no vamos a insistir aquí en el mismo.

En cuanto a la evaluación *a posteriori*, como ya se ha indicado no se trata de una estricta medición del riesgo reputacional, pero puede resultar muy útil como auxiliar de la evaluación *a priori*. La metodología más empleada al respecto es la de *Análisis de eventos*. En el contexto de la misma, el objetivo fundamental en nuestro caso es estimar el coste de eventos reputacionales negativos ya sucedidos. Puede ser llevada a cabo tanto internamente como por parte de agentes externos a la compañía; por ello, en la tabla en este caso no aparece esa división.

Esta metodología, perfeccionada en la última parte de la década de los sesenta (Fama et al., 1969; Ball y Brown, 1968) y desarrollada con posterioridad (Tischer y Hildebrandt, 2014; Murphy, Shrieves y Tibbs, 2009; De Jong, 2007; Palmrose, Richardson y Scholz, 2004; Binder, 1998; MacKinlay, 1997; De Jong, Kemna y Kloek, 1992; Peterson, 1989; Corrado, 1989; Bowman, 1983), se ha convertido en un instrumento útil para cuantificar, en el universo empresarial, el efecto de un evento societario –sea un anuncio de reformulación de resultados; cambios en la normativa regulatoria; desdoblamiento de acciones; operaciones de fusiones y adquisiciones; demandas judiciales; emisión de nueva deuda; variación del *rating*; retirada de un producto; modificación de variables macroeconómicas; comportamiento no ético; etc.– sobre la valoración de la empresa en los mercados financieros.

El fundamento de esta metodología se apoya en el concepto de *eficiencia del mercado*, que, como es sabido, declara que cualquier nueva información que afecta a una, o unas compañías, es asumida por los mercados y supone una variación de la valoración de aquellas en los mismos. Por tanto, puede defenderse y estimarse una presunta relación causal entre ambos elementos. La técnica de análisis de eventos diferencia entre *rendimientos esperados, o normales*, caso de no existir el suceso, y *rendimientos no esperados, o anormales*, generados por la aparición del evento. El comportamiento y la comparación entre ambos rendimientos pueden permitir obtener conclusiones sobre el efecto de aquel.

El criterio para determinar el coste reputacional de un evento negativo se puede mover en dos direcciones, como explican Way, Khan y Vitch (2013), al investigar el coste de reputación de dos sucesos: el incendio y explosión de una plataforma petrolífera en el Golfo de México, en julio de 2010, que afectó a British Petroleum, y el naufragio del crucero Costa Concordia, del grupo Carnival Corporation, en enero de 2012. Estas dos direcciones son:

- Una aproximación conceptualmente sencilla a la estimación del coste reputacional de un evento es la variación de la diferencia entre el valor bursátil de la compañía y el de su patrimonio neto antes y después de dicho evento. La lógica detrás de esta estimación es que, como consecuencia del evento reputacionalmente negativo, la compañía puede experimentar quebrantos patrimoniales como pérdidas de ingreso o gastos adicionales, pero únicamente si la pérdida de valor bursátil supera al quebranto patrimonial, existe una pérdida de reputación con consecuencias monetarias medibles. En consecuencia, si VM_{t-1} y VM_t son, respectivamente, el valor de mercado bursátil de las acciones de la empresa antes y después del evento, y PN_{t-1} y PN_t los valores del patrimonio neto en los momentos correspondientes, el coste reputacional será: $(VM_t - PN_t) - (VM_{t-1} - PN_{t-1}) = (VM_t - VM_{t-1}) - (PN_t - PN_{t-1})$. Este procedimiento adolece del inconveniente de la valoración contable de algunos activos corporativos, que pueden distorsionar la cifra del neto patrimonial, y la corta representatividad de trabajar con un mínimo periodo temporal de comparación.

- Una alternativa de medición, similar conceptualmente a la anterior, pero de obtención más directa, es a través de la comparación entre la pérdida de valor en el mercado (*loss of market value*) y el coste monetario total (*loss amount*) que ha supuesto el evento. Si la primera supera al segundo se considera la diferencia como una estimación del coste de reputación (*reputation loss*) del suceso. El inconveniente de este procedimiento reside en que la magnitud del coste monetario total puede necesitar un plazo más dilatado para manifestar su real cuantía, por existir circunstancias que lo impiden, como demandas judiciales en curso, retrasos en la información proporcionada por la corporación afectada, o retardos en la reacción de algunos inversores.

Una vía aplicada para perfeccionar la medida de las anteriores variables (*loss of market value* y *loss amount*) es tomar el valor de mercado en un punto temporal previo a la manifestación del suceso y en otro punto posterior (X días) a la aparición del mismo. Además, el coste monetario se debe de especificar más detalladamente (por ejemplo, pérdidas de equipos, de recursos materiales, sanciones, indemnizaciones, etc.). Con todo ello, el resultado de restar al valor previo del mercado su valor posterior y las especificaciones del coste monetario, permite una evaluación más ajustada del coste reputacional (*reputation loss*) del suceso analizado.

El punto débil de esta clase de procedimientos reside en la no disponibilidad de datos completos del suceso y la dificultad de aislar el coste reputacional del evento dentro del coste total.

Otra vía para determinar la existencia de un impacto reputacional (Sturm, 2013; De Jong, 2007; Perry y Fontnouvelle, 2005) se apoya en una aproximación estadística. Tomando los valores del mercado en el denominado “periodo temporal previo” (X días o meses) a la fecha de manifestación del suceso (“ventana de estimación”) y en el periodo posterior (“ventana del evento”), se considera el comportamiento de los *rendimientos anormales* como diferencia entre los *rendimientos de un índice de mercado* y los *rendimientos reales registrados por la compañía* analizada, en las ventanas mencionadas. Se contrasta la significatividad estadística de los rendimientos anormales, por aplicación de pruebas

paramétricas y no paramétricas, mostrando, así, la existencia, o no, de daños reputacionales.

Debemos insistir en que, como ya se ha indicado, estas medidas *a posteriori* solo pueden calcularse después de que ha sucedido el evento negativo, aunque pueden servir como referencia para estimaciones *a priori* de los costes reputacionales de posibles eventos futuros.

El sector financiero ha sido un ámbito en el que el riesgo reputacional ha ido registrando una importancia creciente, tanto en su gestión como en su evaluación. No cabe olvidar que esta actividad se apoya en la confianza de sus clientes, y una buena reputación de las entidades es la manifestación más clara de aquella. La aparición de eventos negativos, operacionales o no, pueden tener importantes consecuencias reputacionales, susceptibles de generar un coste adicional al provocado por aquellos. Ello ha generado al respecto una serie de trabajos de investigación dentro de dicho sector (Heidinger y Gatzert, 2018; Eckert y Gatzert, 2017; Fiordelisi, Soana y Schwizer, 2014; Sturm, 2013; Biell y Muller, 2013; Scandizzo, 2011; Gillet, Hübner y Plunus, 2010; Cummins, Lewis y Wei, 2006; Perry y Fontnouvelle, 2005), tratando de cuantificar ese daño reputacional que, como se ha indicado con anterioridad, suele venir incorporado al importe total del coste de los eventos.

Como muestra de la relevancia de la evaluación del riesgo reputacional, y del propio riesgo reputacional en sí, en la Tabla 4, basada en Larkin (2003), se indican algunos ejemplos de eventos reputacionales negativos, junto con sus costes monetarios totales estimados (*loss amount*).

Tabla 5. Costes monetarios totales de algunos eventos reputacionales negativos

Empresa	Año	Evento	Coste (mill. \$)
Union Carbide	1984	Fuga de gases tóxicos en Bhopal (India)	527
P&O	1987	Desastre de ferry en Zeebrugge (Bélgica)	70
Occidental	1988	Explosión de gas en la plataforma Piper Alpha	1.400
Pan Am	1988	Bomba en un avión sobre Lockerbie (Reino Unido)	652
Exxon	1989	Derrame de petróleo del Exxon Valdez	16.000
Perrier	1990	Retirada de productos	263
Barings Bank	1995	Colapso del banco	1.200
Coca Cola	1999	Retirada de productos	103
Total/FinaElf	1999	Derrame de petróleo del Erika	100
Ford/Firestone	2000	Retirada de productos	5.000
Volkswagen	2016	Falseamiento del control de emisiones contaminantes	21.800 en USA

Fuente: elaboración propia sobre Larkin (2003)

Como ejemplo reciente de materialización de riesgo reputacional, en una empresa de ámbito global, vamos a presentar el caso *dieselgate*, protagonizado por el grupo empresarial de automoción Volkswagen. En octubre 2015 se conoce que esta compañía alemana había instalado ilegalmente un *software* para falsear el control de las emisiones contaminantes en once millones de vehículos, vendidos en todo el mundo entre 2009 y 2011. El precio de la acción (en €) se desplomó un 40% en los meses siguientes a la publicidad del evento, para recuperarse y alcanzar a finales de 2017, dos años más tarde, una cotización similar a la previa al conflicto. En 2016 la compañía pactó con las autoridades de EE. UU. un pago de 14.700 millones de dólares como compensación a los propietarios de los vehículos afectados, además del pago de una multa de 4.300 millones de dólares al Departamento de Justicia. A finales de 2019 se estimaba que el coste monetario total del evento se movía en torno a los 30.000 millones de dólares, y aún queda pendiente un macrojuicio en Alemania que recoge la demanda de casi 500.000 propietarios afectados de toda Europa.

Un “coste” adicional del asunto ha sido el deterioro de la calificación crediticia de Volkswagen, que, según la agencia Standard & Poor’s, pasó de A (estable) en los meses anteriores al estallido del escándalo a un BBB+ (negativo) durante 2016 y 2017; se mantiene en BBB+ (estable) desde 2018 hasta la fecha actual. Con respecto al *ranking* de reputación (*Global RepTrak 100* del *Reputation Institute*) la caída, como cabía esperar, es más acusada: en 2014 y 2015 la compañía había ocupado los puestos 12 y 14 entre las cien empresas más prestigiadas del mundo, pero a partir de 2016 desaparece de ese registro –con la excepción de 2017, situándose en el puesto 100–, hasta el momento actual (2024), en que no aparece.

3.4.5. Gestión

La información de los subapartados anteriores muestra que el riesgo reputacional puede afectar a variadas áreas de la actividad empresarial, está muy relacionado con el resto de los riesgos y resulta difícil de estimar y prever. Y, caso de producirse, puede provocar un gran impacto negativo en la imagen de las compañías, con serias consecuencias en su actividad y resultados.

Todo ello genera la necesidad de implementar en las organizaciones un procedimiento de gestión del mismo. Pero el retardo en la percepción del importante rol de este tipo de riesgo, tanto en las empresas como en el ámbito académico, ha provocado, a su vez, un retraso en el desarrollo de los sistemas de control referidos al mismo. Ahora bien, su creciente importancia ha generado una progresiva atención y renovado interés por parte de reguladores, consultoras y estudiosos, que demandan a las compañías la disposición de políticas y procedimientos adecuados para su correcta gestión.

Una adecuada gestión del riesgo reputacional (Zhou y Wang, 2020; KPMG, 2019; Szwajca, 2018; Reputation Institute, 2015b; Gaudenzi, Confente y Christopher, 2015; Scandizzo, 2011, IE Business School y Foro de Reputación Corporativa, 2011; Vizcaíno, 2010; Eccles, Newquist y Schatz, 2007; Rayner, 2003; Larkin, 2003; Neef, 2003) debe incluir una secuencia de medidas como:

- Integración en la política y gestión global de riesgos de la compañía.

- Fijación de los roles de responsabilidad en el gobierno de su gestión (Comités, Alta Dirección y Consejo de Administración).
- Determinación de los grupos de interés estratégicos desde la perspectiva de este riesgo.
- Implantación de herramientas que permitan determinar el mapa de riesgos reputacionales, estimando su probabilidad de aparición y coste, y priorizando los eventos que pueden significar una mayor amenaza.
- Confección de un plan de actuación para minorar las probabilidades de aparición de tales eventos.
- Confección de planes de contingencia para responder a la materialización del riesgo y la crisis que puede generar.
- Efectuar un seguimiento periódico de los indicadores de desempeño económico, social, medioambiental y de comunicación, vigilando las brechas entre las expectativas de los grupos de interés estratégicos y el comportamiento de la empresa.
- Confección de informes periódicos dirigidos a la Alta Dirección y al Consejo de Administración.
- Comparación de la estrategia de control y seguimiento con las realizadas por la competencia e identificación de oportunidades de mejora.

3.5. RESUMEN Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

Este capítulo de la tesis se ha dedicado a la consecución de los objetivos secundarios segundo (OS2, sobre las características específicas de la reputación corporativa), tercero (OS3, relación entre reputación corporativa y creación de valor) y cuarto (OS4, relativo al riesgo reputacional). Por ello, ha girado en torno a la reputación corporativa, la creación de valor por parte de la misma y el riesgo reputacional.

Considerando OS2, La reputación se forma por la opinión dinámica que sobre el comportamiento, pasado y presente, de la organización empresarial tienen los grupos de interés con ella relacionados. Es necesario diferenciar la reputación de constructos

similares como *identidad, imagen, marca, responsabilidad corporativa y legitimidad* que, a veces, son confundidos con la misma.

A este respecto, las características propias de la reputación son:

- Se trata de una *valoración colectiva* efectuada por un conjunto de *stakeholders* o *grupos de interés* –consumidores o usuarios, trabajadores, directivos, analistas financieros, competencia, periodistas económicos, líderes de opinión, reguladores públicos, etc.–; por tanto, tiene carácter *multistakeholder*. Además, se basa en las percepciones de dichos grupos sobre la trayectoria en de la compañía evaluada, condicionada por sus experiencias en la relación con ella (productos, información, servicio postventa), sus políticas de comunicación (*branding*, publicidad, relaciones públicas, etc.), así como el filtrado por parte de los medios de comunicación y otros agentes (internet, redes sociales, líderes de opinión).
- En ella se considera el *atractivo* que la compañía ofrece a los *stakeholders*, con base en un abanico de atributos de corte económico-financiero, social, laboral, medioambiental, ético y de buen gobierno, e, incluso, emocionales, reflejando el carácter *multidimensional* de la reputación.
- La valoración tiene un claro objetivo comparativo, relativo al *grupo de compañías* que compiten con la evaluada.

Por tanto, la reputación corporativa es un constructo latente, *multidimensional*, no observable directamente, con lento proceso de acumulación, y que refleja la visión colectiva sobre el atractivo de la empresa para un conjunto de “grupos de interés” o *stakeholders*.

Considerando ahora OS3, un elemento clave al respecto es que la reputación ofrece valor para las compañías y, por tanto, la generación y mantenimiento de la misma debe de ser considerada como un recurso estratégico de carácter intangible.

Así, los estudios empíricos analizados en esta investigación encuentran de forma generalizada una relación positiva entre reputación y creación de valor, y ello con diversas medidas para estas dos variables, diversas muestras y periodos, y distintos

métodos de análisis, lo cual sugiere que efectivamente la reputación contribuye de forma positiva a la generación de valor en la empresa. Esa creación de valor se materializa en capacidad para atraer y mantener clientes y trabajadores, acceso favorable a fuentes de recursos, obtención de precios superiores y creación de barreras de entrada, facilitar la creación de alianzas, reducir el riesgo, amortiguar las acciones del activismo accionarial, mayor confianza por parte de los proveedores y menores plazos de recuperación en el caso de producirse una crisis reputacional. Además, existe una relación biunívoca entre ambas variables, esto es, la reputación contribuye a la generación de valor, y a su vez esta hace incrementar la reputación.

La relación favorable entre reputación y creación de valor puede verse alterada por la aparición de un evento desfavorable que afecte al prestigio corporativo, diremos, entonces, que se ha materializado un “riesgo reputacional”. Dicha materialización puede caracterizarse por las siguientes peculiaridades: suele estar vinculado a fallos en la operativa diaria de las compañías, puede generarse en cualquier dependencia de la organización, tiene un carácter espontáneo e imprevisible, su impacto puede ser sistémico y el deterioro reputacional no puede ser transferido.

La evaluación del riesgo reputacional puede efectuarse “a priori” –*matriz de riesgos y rankings de reputación*– y “a posteriori” –*análisis de eventos*–. Su gestión demanda medidas como: integración en la política y gestión global de riesgos de la compañía, fijación de los roles de responsabilidad al respecto, determinación de los grupos de interés estratégicos, implantación de herramientas para establecer el mapa de riesgos reputacionales, elaboración de un plan de actuación, confección de planes de contingencia, seguimiento periódico de los indicadores de la reputación de la empresa, presentación de informes periódicos a la Alta Dirección y al Consejo de Administración, y comparación de la estrategia al respecto de la empresa con las de la competencia, en orden a identificar oportunidades de mejora.

Por tanto, la gestión de la reputación y el riesgo reputacional son dos aspectos clave en la dirección de las organizaciones empresariales.

CUARTO CAPÍTULO: LA MEDICIÓN DE LA REPUTACIÓN. EL HALO SECTORIAL

4.1. INTRODUCCIÓN

En el segundo capítulo se han considerado los riesgos empresariales, y en ese contexto se ha definido escuetamente el *riesgo reputacional*. Por su parte, en el capítulo anterior se ha profundizado en la definición y caracterización de los conceptos tanto de *reputación* en el ámbito corporativo, examinando su relevancia y su contribución a la generación de valor, como de *riesgo reputacional*, examinando su naturaleza y fuentes, y considerando cómo puede ser evaluado y gestionado.

La importancia del “recurso reputación” en las compañías, puesta de manifiesto en el capítulo anterior, demanda un esfuerzo de medición del mismo, que permita el análisis comparativo entre grupos empresariales, y que por otra parte constituye también una forma de medición *a priori* del propio riesgo reputacional, como asimismo se ha señalado en el capítulo anterior. La intangibilidad del constructo *reputación* dificulta su medición, que se apoya, habitualmente, en las opiniones de diversos *stakeholders* que la contemplan en función de sus propios intereses, sean los accionistas, directivos, analistas financieros, sindicatos, periodistas económicos, consumidores, sindicatos, y ONG, entre otros.

Los más conocidos procedimientos de medición de la reputación corporativa se apoyan en encuestas periódicas a los mencionados grupos de interés, destacando los publicados por la revista *Fortune* y el Reputation Institute, ahora RepTrak Company, acompañados en España por el Monitor Empresarial de Reputación Corporativa (MERCOR). Existe otra aproximación a la valoración de la imagen reputacional de las compañías que se apoya en modelos causales cuantitativos. Pero en ambos procedimientos, cualitativos y cuantitativos, surgen interrogantes fruto de la intangibilidad mencionada.

En la medición vía modelos causales cuantitativos no suele aparecer como factor explicativo el sector de referencia, que entendemos puede tener un peso explicativo que

denominamos “halo sectorial”, y en el que, por ello, hemos centrado nuestra investigación.

Por tanto, en este capítulo se pretende responder a las preguntas de investigación quinta y sexta:

PI.5: ¿Qué métodos existen para medir la reputación corporativa?

PI.6: ¿Qué es el “efecto halo”, y cómo se presenta el “halo sectorial” en la reputación corporativa?

Para lo que se busca alcanzar los objetivos secundarios quinto y sexto:

OS.5: Llegar a un conocimiento completo de los métodos existentes para medir la reputación corporativa.

OS.6: Establecer de forma precisa las características del “efecto halo”, y cómo se presenta el “halo sectorial” en la reputación corporativa.

Así, además de este apartado introductorio, el capítulo se estructura del siguiente modo.

En el segundo apartado, al objeto de llegar a la consecución de OS.5, se aborda la medición de la reputación corporativa, teniendo en cuenta su carácter perceptivo y su multidimensionalidad. Se indica cómo los métodos para su evaluación pueden ser considerados según dos criterios principales: por un lado, modelos de clasificación (cualitativos / monitores) o modelos causales (cuantitativos), y por otro, el carácter global o parcial del análisis.

Respecto de la evaluación global cualitativa, aplicada, como se ha indicado, mediante encuestas a muestras de grupos de interés, se analizan diversos monitores publicados, deteniéndonos en el ya mencionado Monitor Empresarial de Reputación Corporativa (MERCOC), pues sus informes serán la base para abordar el posterior estudio empírico. También se destacan las observaciones críticas a que ha dado lugar esta aproximación.

Se aborda seguidamente la presentación de la modelización cuantitativa, destacando cómo supone un paso adelante en la medición y también en la explicación de la reputación corporativa, efectuándose una revisión de la literatura al respecto, señalando asimismo las dificultades y limitaciones de este enfoque.

El tercer apartado, buscando alcanzar OS.6, se dedica al análisis del “efecto halo”. Primeramente, es abordado como un sesgo cognitivo que falsea la percepción de los grupos de interés, generalizando de forma inconsciente un rasgo particular, positivo o negativo, y que se manifiesta especialmente en individuos deficientemente informados. A continuación se consideran posibles halos en el ámbito empresarial, para fijar la atención en el “halo sectorial”, que refleja la posible influencia en la reputación de una empresa a través del propio sector al que pertenece, subrayándose cómo este tipo de halo, objeto fundamental de la tesis, ha sido relativamente poco investigado.

Por último, en el cuarto apartado se presentan el resumen y las conclusiones del capítulo.

4.2. LA MEDICIÓN DE LA REPUTACIÓN

4.2.1. Planteamiento

La reputación corporativa, como se ha visto en el capítulo anterior, es un constructo latente, multidimensional, no observable directamente, con lento proceso de acumulación, y que refleja la visión colectiva de la empresa por parte de determinados agentes, en concreto los “grupos de interés” o *stakeholders*.

Por otra parte, también hemos visto que una forma de evaluar *ex ante* el riesgo reputacional, desde el punto de vista externo, es obtener una medida de la propia reputación, que permita comparar entre empresas mediante índices y *rankings*.

Ahora bien, esta medición no carece de dificultad, pues al ser la reputación un concepto multidimensional y *multistakeholder*, debe apoyarse en las percepciones valorativas de los diversos grupos de *stakeholders* sobre las variadas dimensiones que la caracterizan.

La reputación corporativa, por tanto, se viene midiendo, habitualmente, a través de la evaluación de las percepciones por parte de los grupos de interés, como pueden ser: accionistas, clientes, empleados y directivos, consumidores, proveedores, competidores, analistas financieros, reguladores, público en general, y un amplio abanico de organizaciones que proceden de la sociedad civil, entre los que pueden aparecer ONG, grupos ecologistas, sindicatos, asociaciones de consumidores, asociaciones de accionistas minoritarios, periodistas de información económica, líderes de opinión, entre otros posibles. Estas percepciones, dado que, como ya se ha indicado, el concepto tiene carácter complejo y multidimensional, vienen referidas a un conjunto de dimensiones de las empresas, que tratan de reflejar su desempeño productivo, comercial, estratégico, organizativo, financiero, laboral, social, medioambiental, ético e innovador.

El amplio abanico de métodos y modelos para intentar medir la reputación entendemos que puede ser clasificado atendiendo a dos criterios principales, que se entrecruzan, a saber: por un lado, la utilización de modelos de clasificación –cualitativos– o de modelos causales –cuantitativos–; y por otro, el carácter global o parcial del análisis.

Considerando este segundo criterio, carácter global o parcial, podemos decir que los *procedimientos globales* tratan de valorar la reputación atendiendo a todos los factores que la condicionan. Estos, a su vez, se dividen en:

- los que, habitualmente, a través de encuestas a los distintos grupos de interés buscan fijar una *clasificación reputacional* de los elementos objeto del análisis,
- y los que especifican un *modelo causal cuantitativo*, que relaciona funcionalmente la reputación, medida generalmente por procedimientos de tipo cualitativo, con sus posibles dimensiones explicativas.

Por su parte, el *enfoque parcial* no busca una evaluación completa o global, sino que valora el comportamiento de las organizaciones atendiendo, exclusivamente, a una parte de los criterios manejados por los métodos globales. Sean, por ejemplo, las mejores empresas para trabajar, las mejores empresas para las mujeres trabajadoras, las mejores empresas para minorías, que en la terminología anglosajona son conocidas como “*The*

best companies for...”. Es decir, es una valoración en función del desempeño de las organizaciones en ciertos aspectos concretos de carácter reputacional.

A continuación, analizaremos estos diversos tipos de procedimientos.

4.2.2. La perspectiva cualitativa: monitores de reputación

En el ámbito de los procedimientos globales con perspectiva cualitativa, destacan los denominados *monitores de reputación* (Fombrun, 2007), que, como se ha indicado, se apoyan en una encuesta dirigida a grupos de interés específicos, en la que se solicita la valoración, con una cierta periodicidad, habitualmente anual, de una serie de aspectos considerados determinantes en la fijación de la silueta reputacional de un amplio colectivo de empresas, pertenecientes a distintos sectores de actividad económica. En la Tabla 6 figuran los cuatro más conocidos, los dos primeros con perspectiva mundial y los dos últimos centrados en las empresas de un país concreto.

Tabla 6. Monitores de reputación globales

Denominación	País	Entidad elaboradora
- World’s Most Admired Companies (WMAC)	USA	<i>Hay Group Fortune</i>
- The World’s Most Reputable Companies (WMRC)	USA	<i>Reputation Institute/ RepTrak Company Forbes</i>
- Britain’s Most Admired Companies (BMAC)	UK	<i>Echo Research/ Management Today</i>
- Monitor Empresarial de Reputación Corporativa (MERCOC)	España	<i>Análisis e Investigación</i>

Fuente. Elaboración propia

El monitor más veterano y conocido es “World’s Most Admired Companies” (WMAC)¹³, publicado anualmente, desde 1997, por la revista *Fortune* –cuyo precedente fue, a partir de 1983, “The Most Admired Companies in America” (AMAC)–. En el

¹³ Véase: <https://www.kornferry.com/insights/articles/fortune-worlds-most-admired-companies-2022>.

informe de 2016¹⁴, se encuesta a 4.000 directivos y analistas financieros para determinar las empresas más admiradas en el mundo y en USA. Las empresas candidatas proceden de *Fortune 1000* –recoge las mil mayores empresas estadounidenses atendiendo a su facturación– y de *Fortune's Global 500*, que recoge las quinientas mayores empresas mundiales no USA según la misma referencia.

Se pregunta sobre un colectivo de 650 grupos empresariales de treinta países, y se pide a los encuestados que califiquen, de cero (pobre) a diez (excelente), a las diez empresas de su sector que más admiran, de acuerdo con las siguientes nueve dimensiones:

- habilidad para atraer y retener talento
- calidad de la gestión
- responsabilidad social y medioambiental
- innovación
- calidad de los productos y servicios
- uso eficaz y eficiente de los activos corporativos
- solvencia financiera
- valor de la inversión a largo plazo
- efectividad de la gestión en los mercados globales

La calificación final es la media aritmética simple de los registros adjudicados, y genera las 50 compañías más admiradas (*Top 50 All-Stars*).

Por su parte, el *Reputation Institute*, consultora con sede en Nueva York, a través de su *The RepTrak Company*, confecciona anualmente desde 2006 “The World’s Most Reputable Companies”, mediante *RepTrak Pulse*¹⁵ –cuyo precedente fue el *Reputation Quotient* (RQ), aparecido en USA en el año 1997, desarrollado por Charles Fombrun y el Harris Institute–, vía encuestas a público en general, en 15 países y 20 sectores, sobre empresas con una facturación de, al menos, dos mil millones de dólares, presencia en dichos países y que sean conocidas por las personas encuestadas (Fombrun, Ponzi y

¹⁴ Hemos empleado aquí el informe de 2016 debido a que, como se indica más adelante, es el año final del periodo escogido para nuestra investigación, 2005-2016. De hecho, la revista *Fortune* ha ido publicando informes al respecto hasta la actualidad.

¹⁵ Véase: <https://www.reprtrak.com/global-reprtrak-100/>.

Newbury, 2015). Los datos se obtienen sobre una muestra, variable, de 70.000 consumidores mediante la recogida en los primeros meses de cada año. Su planteamiento es que los consumidores tienen una relación emocional con las compañías y, por tanto, trata de medir el grado de *admiración, confianza, impresión y estima*, a través de siete dimensiones cognitivas, materializadas en 23 atributos. Las mencionadas dimensiones son:

- oferta de productos y servicios
- innovación
- calidad laboral
- compromiso social
- gobernanza
- liderazgo
- resultados financieros

La encuesta es *online* y los resultados (*Global RepTrak 100*) aparecen anualmente en la revista *Forbes*. Este monitor proporciona, también, información por países, entre ellos España.

En el ámbito de las empresas del Reino Unido surge en 1990 el monitor “Britain’s Most Admired Companies” (BMAC), publicado por la revista *Management Today* y elaborado por la consultora Echo Research¹⁶. Se apoya en una encuesta postal a 329 miembros de consejos de administración y analistas británicos, a lo largo de 28 sectores, sobre una escala de trece criterios:

- calidad de la dirección
- solidez financiera
- calidad de los productos y servicios
- habilidad para atraer, desarrollar y retener talento
- valor a largo plazo de la inversión
- capacidad de innovación
- calidad del marketing

¹⁶ Véase: <https://www.managementtoday.co.uk/bmac>.

- responsabilidad social y medioambiental
- eficiente uso de los activos corporativos
- liderazgo
- gobierno corporativo
- competitividad
- diversidad, igualdad e inclusión

Los participantes califican a las empresas rivales en su sector, que comprende un máximo de diez compañías. La calificación se mueve entre 0 y 10 (de pobre a excelente) y la suma de tales calificaciones proporciona la puntuación final. A los encuestados se les solicita, también, que proporcionen la lista de los líderes más admirados. La lista final es de 100 empresas.

Por su parte, el “Monitor Empresarial de Reputación Corporativa” (MERCOS) nace en España en 1999 y publica anualmente, desde 2004, las 100 organizaciones –entre 2001 y 2003 la evaluación publicada recogía solo 50– con mejor reputación empresarial en nuestro país (MERCOS Empresas). El sondeo es *multistakeholder*, al dar entrada a directivos, analistas financieros, organizaciones de la sociedad civil y laboral, trabajadores, público en general y expertos. Acompaña a dicho *ranking* reputacional un listado por sectores de las empresas más prestigiadas. Desde entonces ha ido incrementando sus áreas de análisis, investigando la imagen reputacional de los líderes empresariales (MERCOS Líderes); la calidad de la oferta laboral y la reputación interna (MERCOS Talento, antes MERCOS Personas); el grado de comportamiento responsable y sostenible (MERCOS Responsabilidad y Gobierno Corporativo, ahora MERCOS Responsabilidad ESG); la reputación comercial según los consumidores (MERCOS Consumo); la visibilidad digital de las compañías (MERCOS Digital); y desde 2021, la pequeña y mediana empresa y otros aspectos de la imagen reputacional de las compañías. Además, han ampliado su actividad investigadora y consultora a una serie de países de Latinoamérica. Dada la relevancia de este monitor para nuestra investigación, dedicaremos el próximo subapartado (4.2.3) a su proceso de elaboración y efectuaremos una comparación con el resto de los monitores mencionados¹⁷.

¹⁷ Véase: <https://www.mercos.info/es/>.

Además de los cuatro monitores citados existen otros como *Asian Business*, que clasifica a las compañías más admiradas en Asia, o el *ranking* ofrecido por la revista alemana *Manager Magazin* que presenta las empresas más reputadas del país.

La aproximación por encuesta a la evaluación reputacional ha generado una serie de observaciones críticas:

- La elección de los grupos de interés a muestrear condiciona el índice global de reputación. Hay monitores que trabajan con el público general como única referencia (*RepTrak* de *Reputation Institute*), o, exclusivamente, con directivos empresariales y analistas (*WMAC* de *Fortune*), o miembros de los consejos de administración (*BMAC* de *Management Today*), mientras otros dan entrada a un amplio abanico de *stakeholders* (*MERCO Empresas*, de *Análisis e Investigación*).
- Los monitores más conocidos vienen referidos a empresas de apreciable tamaño como objeto de sus evaluaciones reputacionales. Así, como ya se ha indicado, el índice *WMAC* selecciona su muestra de *Fortune 1000* –las mil mayores empresas estadounidenses– y de *Fortune Global 500* –las quinientas mayores empresas mundiales– medidas por sus ingresos. En el caso de *BMAC* se dirigen a las mayores empresas cotizadas del Reino Unido. Respecto del *Reputation Institute/RepTrak*, poniendo como ejemplo su valoración referida a las empresas españolas en 2016¹⁸, se focaliza sobre una muestra inicial de 290 empresas, atendiendo a relevancia, facturación y presencia internacional. Y *MERCO Empresas* trabaja con las mayores por ventas del perímetro español (Urra-Urbieta, Mohedano-Suanes y Safón-Cano, 2009). Aparece, por tanto, un factor de dimensión que limita la real representatividad sobre el universo empresarial y, por ello, las conclusiones obtenidas sobre el constructo reputación.
- La selección de las posibles dimensiones y atributos a valorar por los distintos grupos de interés ofrece un amplio repertorio y dificulta la elección óptima.

¹⁸ Aunque, evidentemente, el *Reputation Institute* ha publicado estudios posteriores al de 2016, hemos escogido el de ese año debido a que, como se verá más adelante, nuestro análisis empírico finaliza en ese año, y por eso se ha elegido para ofrecer una comparación homogénea en el tiempo.

Atendiendo a las primeras, podemos encontrar seis grandes bloques, donde indicamos sus posibles atributos de medición:

- *Productos y servicios*: Calidad y calidad-precio / Diferenciación / Inversión en I+D+i / Salud y seguridad / Gama / Servicio postventa.
 - *Desempeño financiero*: RoA, RoE, RoIC / Margen Bruto / Endeudamiento / Solvencia / Ratio de Sharpe / *Market to Book* / “q” de Tobin / Coeficiente *beta* / Dividendo-Cotización / Crecimiento de las ventas.
 - *Calidad de la gestión y dirección*: Liderazgo / Diversificación productiva / Transparencia informativa / Visibilidad mediática / Internacionalización / Tamaño / Cumplimiento regulatorio y autorregulatorio.
 - *Comportamiento laboral y de derechos humanos*: Condiciones de trabajo / Índices de rotación de personal / Diversidad / Cumplimiento regulatorio y autorregulatorio.
 - *Comportamiento social y medioambiental*: Acción social / Apoyo a grupos en peligro de exclusión / Certificaciones medioambientales / Cumplimiento regulatorio.
 - *Gobierno Corporativo*: Estructura de la propiedad / Número de reuniones del Consejo de Administración / % de consejeros independientes / Diversidad de género en Consejo y Dirección Ejecutiva / Dualidad del Presidente (Presidente más CºDº) / Transparencia / Cumplimiento regulatorio y autorregulatorio.
-
- La separación (Peters y Waterman, 1982) entre *variables duras*, relacionadas con el desempeño de la gestión del negocio –como la rentabilidad, la solvencia, la estrategia, etc.– y las *variables blandas* referidas a percepciones intangibles –como el liderazgo, la ética, la gestión de personal, el atractivo emocional, etc.– demanda atención para evitar bloques desequilibrados.
 - Las ponderaciones o pesos adjudicados a los distintos grupos de *stakeholders* entrevistados presenta otro elemento de subjetividad que condiciona el índice global.
 - Se pueden estar evaluando las percepciones de un colectivo numeroso y heterogéneo de grupos de interés –incluso se cuestiona si se debe hablar de “reputación”, en

singular, o más bien de “reputaciones”–, con la posibilidad de que tengan demandas contrapuestas, y que, además, estas puedan cambiar en el tiempo (Dowling, 2016; Schwaiger et al., 2011; Helm, 2007a). Aun disponiendo de mediciones individuales de las percepciones de los distintos *stakeholders*, resultará complicado, conceptual y operativamente, ofrecer una evaluación única y global. La disponibilidad de un indicador agregado de reputación resulta muy atractiva por motivos de comparabilidad y gestión posterior de esta variable, pero viene provocando un amplio debate sobre la real representatividad del mismo (Alloza, Carreras y Carreras, 2013; Dowling y Gardberg, 2012; Ponzi, Fombrun y Gardberg, 2011; Lloyd, 2011; Highhouse, Brooks y Gregarus, 2009; Gardberg, 2006; Schwaiger, 2004; Walsh y Wiedmann, 2004; Wartick, 2002; Bromley, 2002; Groenland, 2002; Fombrun, Gardberg y Sever, 2000; Fombrun, 1996; Caruana y Chircop, 2000; Dowling, 1988).

- A la discusión sobre la posibilidad de agregación de las percepciones de los distintos *stakeholders* para obtener una medida única de reputación corporativa, se une la dificultad adicional de tal empeño cuando el monitor se mueve en países con diferentes culturas (Pérez-Cornejo, De Quevedo-Puente y Delgado-García, 2023; Deephouse, Newburry y Soleimani, 2016; Fombrun, Ponzi y Newberri, 2015; Lloyd, 2011; Ponzi, Fombrun y Gardberg, 2011; Gardberg, 2006; Chun y Davies, 2006; Gardberg y Fombrun, 2002).
- Se produce, igualmente, lo que se ha denominado “efecto viscosidad” (Schultz, Mouritsen y Gabrielsen, 2001), a saber, las empresas que ocupan las posiciones de cabeza en los *rankings* tienden a ser seleccionadas en ocasiones sucesivas por los propios confeccionadores de los mismos. Y, además, generan mayor recuerdo y apego en las percepciones de los encuestados.
- Algún autor (Villafañé, 2013, 146) menciona, en esa misma línea, “el efecto de la reputación invisible”, referida al efecto que la publicidad y la comunicación digital ejercen sobre la memoria de los encuestados; este autor habla de la “contaminación” provocada por la alta visibilidad mediática, que puede distorsionar la selección reputacional del conjunto de compañías analizadas. En la misma dirección, Cuesta-

Cambra (2013) plantea un modelo de análisis sobre la denominada *reputación on line*, y Sirzad (2022) efectúa un desarrollo de la gestión y componentes de dicho tipo de reputación.

- El cuasi mantenimiento temporal, por la mayoría de los índices, de las mismas dimensiones a evaluar, es otro factor de debate. La revista *Fortune* indica cómo a mediados de los años ochenta efectuaron una serie de entrevistas a ejecutivos y analistas para descubrir los factores que determinaban la reputación de una corporación; esta estructura de factores se ha mantenido a lo largo del tiempo sin modificación. El resto de los monitores ha seguido una similar estrategia de selección, a excepción de MERCO (véase 4.2.3). Parecerían razonables algunos cambios en las variables investigadas, atendiendo a las posibles mutaciones en las escalas de valores de la percepción social y empresarial.
- Un aspecto de especial relevancia, teniendo en cuenta los objetivos de esta investigación, es que el sector de actividad no suele aparecer como elemento explicativo, y cuando lo hace, habitualmente su rol es de mera variable de control. Sin embargo, las peculiaridades de los diferentes sectores no parecen justificar un tratamiento homogéneo de los mismos, esto es, con iguales dimensiones y atributos. No es lo mismo un sector de producción que uno de servicios; la concentración sectorial, medida por ventas o activos, refleja diferencias en las estrategias y resultados; la regulación y el poder de negociación de proveedores y clientes varían de un sector a otro; la diferenciación o no de los productos provoca percepciones distintas por parte de los *stakeholders*; y la latente imagen social y medioambiental de algunos sectores distorsiona su correcta percepción. Además, los sectores tienen distintas reacciones (ventas, resultados, empleo, etc.) ante la variación del ciclo económico.

Dentro también de la perspectiva cualitativa, como ya se ha indicado anteriormente, además de los procedimientos globales existe un grupo de monitores e índices –denominados *social monitors*–, centrados exclusivamente en la evaluación de determinados aspectos de la reputación corporativa, tales como la conducta ética y el comportamiento social, laboral y medioambiental. Destacan, entre ellos:

- *Dow Jones Sustainability Index* (www.robecosam.com). Creado en 1999 y publicado actualmente, en colaboración, por S&P Dow Jones Índices y RobecoSAM. Tiene periodicidad anual y pretende evaluar el comportamiento sostenible de corporaciones que cotizan en el índice Dow Jones. Valora, a través de una encuesta *online*, entrevistas y documentación remitida por las empresas, tres dimensiones: económica (Gobierno Corporativo, Gestión del Riesgo, Tipo de negocio, Proveedores, Compliance, Corrupción), ambiental (Ecoeficiencia, *Reporting* medioambiental) y social (Atracción y retención de talento, Desarrollo del capital humano, Mecenazgo, *Reporting* social). Ofrece, además del índice global (*Dow Jones Sustainability World Index*), distintas versiones en función de áreas geográficas (EE. UU., Norteamérica, Europa, Asia-Pacífico y otras).
- *FTSE4 Good Index Series* (www.ftse.com). Tiene los mismos objetivos que el anterior, es decir, la evaluación de la sostenibilidad de corporaciones cotizadas. Aparece en 1991 bajo la cobertura del británico FTSE Group. Su periodicidad es anual. Confecciona, igualmente, un índice global y versiones para Europa, EE. UU., Japón y Reino Unido.

También debe hacerse mención a los *monitores de marca*, que valoran las mejores marcas globales, como el *Brand Finance Global 500*, elaborado por Brand Finance, y el *Best Global Brands*, confeccionado por Interbrand. En ambos casos la valoración se apoya en metodologías que consideran aspectos como la previsión de beneficios, la tasa de royalties, el cálculo de la fuerza de la marca y su papel en la decisión de los consumidores, entre otros.

4.2.3. El “Monitor Empresarial de Reputación Corporativa” (MERCOS): proceso de elaboración

Como se ha indicado anteriormente, el español “Monitor Empresarial de Reputación Corporativa (MERCOS)” resulta especialmente relevante para nuestra investigación, pues, como se verá más adelante, en ella emplearemos como variable a explicar el indicador de Reputación Corporativa por él proporcionado, y, además, entre las variables de control incluiremos dos de los indicadores que ofrece dicho monitor, en concreto, los

de Liderazgo y Responsabilidad. Entendemos que estos son motivos suficientes para detenernos en el análisis de su proceso de elaboración, como lo haremos a continuación.

Para ello, hemos tomado como referencia los documentos titulados “*El proceso de elaboración de Merco España 2016. Mayo 2016*” y “*Las 100 empresas y los 100 líderes con mejor reputación en España. 2016*”, editados por la empresa encargada de la realización del mismo, Análisis e Investigación (info@analisisinvestigacion.com).

El primer documento ha ido apareciendo en distintos años (Análisis e Investigación, 2010, 2013, 2014, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022) –el último es del mes de julio de 2022–; a lo largo del proceso de publicación del monitor han ido efectuando modificaciones para incrementar la calidad de la información proporcionada. Desde 2010 cuenta con la revisión independiente de su metodología realizada por la auditora KPMG. Como se ha indicado en el párrafo anterior, hemos escogido la versión de 2016, pues resulta coherente con el periodo de investigación de nuestro trabajo (2005-2016). A continuación pasamos a describir las principales características de tal proceso.

La metodología de realización por Merco Empresas se apoya en cinco evaluaciones –la denominada *metodología multistakeholder*–, para llegar al *ranking* final, con periodicidad anual, sobre la reputación corporativa de las compañías españolas. En la Tabla 7 se sintetizan las dimensiones consideradas y los atributos asociados a cada una de ellas, sobre las que opinan los encuestados en las distintas evaluaciones.

Tabla 7. Monitor MERCO: dimensiones y atributos

Dimensión	Atributos
Resultados económico-financieros	<i>Beneficio / Solvencia / Calidad de la información Económica</i>
Calidad de la oferta comercial	<i>Valores del producto / Valor de la marca / Servicio y atención al cliente / Salud y seguridad</i>
Gestión del Talento	<i>Calidad laboral / Valores éticos y profesionales / Reputación interna / Identificación con el proyecto empresarial / Reconocimientos</i>
Ética y Responsabilidad	<i>Comportamiento corporativo ético / Compromiso con la comunidad / Responsabilidad social y medioambiental</i>
Dimensión internacional	<i>N.º de países en los que opera/ Cifra de negocio en el extranjero/ Alianzas estratégicas internacionales</i>
Innovación	<i>Inversión en I+D / Nuevos productos y servicios / Cultura de innovación y cambio</i>
Gestión de la reputación	<i>Existencia de un área de gestión / Plantilla / Reconocimientos</i>

Fuente: Elaboración propia sobre Análisis e Investigación (2016)

Por su parte, en la Tabla 8 se indican las distintas muestras empleadas para efectuar las evaluaciones mediante encuestas a los diferentes tipos de colectivos.

Tabla 8. Ficha técnica MERCO 2016 España: público y muestras

PÚBLICO	MUESTRA	POND.
Comités de Dirección Miembros del comité de dirección de compañías que operan en España con facturación superior a 50 millones de euros.	1.231	33%
Expertos	935	32%
<ul style="list-style-type: none"> • 164 analistas financieros • 159 representantes de ONG • 111 miembros de sindicatos • 106 miembros de asociac. de consumidores 	<ul style="list-style-type: none"> • 101 periodistas de información económica • 60 catedráticos y profesores de universidad del área de empresa • 152 <i>Influentials</i> y <i>Social Media Managers</i>, junto con 82 directores de comunicación y líderes de opinión. 	
Evaluación directa (por técnicos de Análisis e Investigación)	68	15%
Merco Consumo: Población general	1.985	10%
Merco Talento: Calidad laboral y Reputación interna	21.580	10%

Fuente: “*Merco Empresas y Líderes. Resultados Merco Empresas y Líderes España 2016. 16ª edición*”

Pasamos a continuación a considerar los procesos correspondientes a las diferentes evaluaciones.

La primera evaluación viene referida a miembros del *Comité de Dirección* de compañías que operan en España. La muestra está constituida por profesionales del ámbito empresarial, designados por las empresas, a los que se les solicita que enuncien hasta diez compañías que consideren las mejor reputadas en España, independientemente de la actividad a la que se dediquen, exceptuando la propia. Deben de señalar las tres dimensiones que más influyen en su opinión. Se complementa con la petición de valorar aparte la propia empresa del encuestado, en comparación con las organizaciones elegidas. El colectivo de la encuesta a directivos está formado por aquellos designados por las empresas, que cumplen al menos una de las siguientes condiciones:

- Facturación de más de 50 millones de euros en España.
- Formar parte del *ranking* en los años anteriores.
- Formar parte del colectivo encuestado en años anteriores.

Mediante procedimiento postal o electrónico se remite un cuestionario sobre el que responder a las cuestiones planteadas. Toda la información recibida, sujeta a una serie de cautelas para asegurar la validez y representatividad de la misma, es ponderada y determina una primera selección sobre las organizaciones votadas, el *ranking provisional* –en torno a 100 empresas– que serán objeto de evaluación en las siguientes etapas de valoración. El cuestionario a directivos recoge, también, los diez líderes empresariales con mejor reputación, excluyendo a los de la compañía de los encuestados; y las mejores empresas en responsabilidad y gobierno corporativo, excluyendo la propia. Para ambos aspectos se solicita al encuestado que especifique los motivos de la elección sobre un conjunto de variables. El colectivo total de directivos sondeados fue de 1.231, y su peso en el indicador final de reputación fue del 33%.

Esta evaluación genera, como se ha indicado, un *ranking provisional* de aproximadamente 100 empresas, que será el que se tome como referencia por el resto de los grupos, en las siguientes fases evaluadoras.

La segunda evaluación, denominada “de *Expertos*”, pretende captar las percepciones reputacionales de ocho grupos (Analistas financieros, ONGs, Sindicatos, Asociaciones de consumidores, Periodistas de información económica, Profesores universitarios del área de empresa, *Influencers* y *Social Media Managers* junto con directores de comunicación y líderes de opinión) sobre las compañías determinadas en la evaluación anterior. Se busca que cada individuo sondeado proporcione su percepción reputacional, exclusivamente en su área de especialidad. La muestra está formada por 935 individuos, con un reparto que registra su máximo para los analistas financieros (164) y su mínimo para los directores de comunicación y líderes de opinión (82).

El cuestionario demanda a cada experto que valore entre cero y cien puntos a las empresas del *ranking* provisional. La composición del cuestionario es diferente en función del grupo de pertenencia y el sondeo se realiza por encuesta telefónica. El peso conjunto en el *ranking* final de reputación es del 32%, destacando los Analistas financieros y los Periodistas de información económica con un 6%, mientras el resto de los grupos se mantienen en el 4% cada uno.

La tercera valoración es la denominada “*Evaluación directa*”, realizada por los técnicos de Análisis e Investigación S.L. Trabaja sobre la información solicitada a las compañías del *ranking* provisional, y se materializa en la cumplimentación de un cuestionario y la presentación de documentación que confirme los datos aportados por las mismas. Este documento recoge los principales indicadores de la reputación corporativa de una empresa, indicados en la Tabla 7. El peso en el *ranking* final de reputación es del 15%.

La cuarta evaluación de las empresas seleccionadas procede de la población general a través de “*MERCO Consumo*”. Este monitor incluye preguntas dirigidas al consumidor y valora la reputación comercial de aquellas en función de diez criterios: trayectoria, calidad-precio, calidad, innovación, ética, empatía, compromiso medioambiental, compromiso social, atractivo para trabajar, y “buena para invertir”. La muestra presenta un tamaño de 1.985 consumidores y su peso en el *ranking* final es del 10%.

La quinta y última evaluación trata de valorar el atractivo de las empresas como lugares para trabajar. Se apoya en “*MERCO Talento*”, monitor que recaba las opiniones de una muestra de trabajadores de las empresas seleccionadas en el *ranking provisional*,

estudiantes universitarios, antiguos alumnos de escuelas de negocios, responsables de recursos humanos y población general. El tamaño total de la muestra es de 21.580 individuos, en la que predominan los trabajadores citados (18.458). Su peso en el *ranking* final es del 10 %.

El *ranking final*, que ofrece la ordenación de las cien empresas más reputadas de España, se obtiene como la suma ponderada de las puntuaciones obtenidas en las cinco etapas explicadas. Las puntuaciones, por último, se cambian de escala, igualándose la empresa mejor situada a 10.000 puntos, y la de aquella que ocupa el último puesto con un valor de 3.000 puntos, moviéndose todas las compañías entre ambas cifras. Ahora bien, cabe destacar que la valoración de 3.000 para el último registro del *ranking* definitivo se comienza a aplicar por este monitor a partir del año 2011; en los años anteriores se movió por debajo de esa cifra. Respecto al registro máximo de 10.000 puntos, se inicia en 2005 y con anterioridad, entre 2001 y 2004, se ubica en 1000.

Comparando este monitor MERCO España con los monitores citados en páginas anteriores, encontramos las siguientes diferencias y similitudes en aquellos aspectos en que se dispone de información:

- MERCO Empresas trabaja (Tabla 7) con un número muy amplio de grupos de interés, a diferencia de *Fortune*, que se dirige exclusivamente a directivos y analistas financieros. La diferencia con *RepTrak Pulse* (“The World’s Most Reputable Companies”) es, también, muy importante, ya que el monitor del *Reputation Institute* contempla al público en general como única referencia. Y para el *ranking* BMAC de *Management Today*, se contacta con miembros de los consejos de administración y analistas. Además, Merco Empresas ha ido incorporando nuevos *stakeholders*, al dar entrada, en 2017, aunque más allá de nuestro periodo de estudio, a un nuevo grupo de expertos, el “Gobierno”, que recoge las opiniones de la administración y parlamentarios de los partidos políticos más representativos. En 2018, adiciona una valoración de lo publicado acerca de las empresas en el universo digital (Merco Digital). En 2019 incluye un nuevo grupo de expertos calificado como “Agencias de comunicación, Publicidad y Marketing”, y en 2021 se ha dado entrada a la opinión de las PYME.

- MERCO Empresas contrasta su información con la proporcionada directa, y documentalmente, por las propias empresas investigadas.
- En cuanto al número de encuestas efectuadas por MERCO Empresas en España, alcanza la cifra de 25.799 en 2016, mientras que WMAC registra un total de 4.000 sondeos, respectivamente, en los países en que se mueve. La cifra más baja la ofrece BMAC, con cerca de 300 encuestas en el ámbito geográfico del Reino Unido. *RepTrak Pulse* realiza 100.000 entrevistas *online* en quince países, pero, para el perímetro español, en 2016 solo llegó a 8.000 entrevistas.
- Al igual que ocurre con WMAC de *Fortune*, aparece en MERCO Empresas, aunque minorado, un cierto sesgo o “halo financiero”, fruto del peso de la evaluación de los directivos (33%) y el hecho de que este colectivo, con sus respuestas, condiciona el *ranking* provisional con el que van a trabajar los grupos de expertos, la evaluación de méritos y resto.
- Aunque existe una cierta coincidencia en las dimensiones evaluadas por los distintos índices, aparecen algunas diferencias a tener en cuenta. Así, tomando la comparación entre MERCO Empresas y *RepTrak* (Pallarés-Renau y López-Font, 2017), se observa que el primero, como se indica en la Tabla 7, registra siete dimensiones en su cuestionario a directivos (Resultados Económico-Financieros / Calidad de la Oferta Comercial / Talento / Ética y Responsabilidad Corporativa / Dimensión Internacional de la Empresa / Innovación / y Gestión de la Reputación), mientras que el monitor del Reputation Institute luce también siete, aunque ligeramente diferentes (Finanzas / Oferta de productos y servicios / Trabajo / Ciudadanía / Liderazgo / Innovación / e Integridad). Mientras que puede postularse la equivalencia de los pares “Resultados Económico-Financieros - Finanzas”, “Calidad de la Oferta Comercial - Oferta de productos y servicios”, así como de la “Innovación”, parece más difusa la vinculación conjunta de las dimensiones de MERCO “Ética y Responsabilidad Corporativa” y “Gestión de la Reputación” con las de *RepTrak* “Ciudadanía” e “Integridad”; además, respecto de esta última, *RepTrak* incluye tres atributos (Uso responsable del poder / Abierta y transparente / Comportamiento ético), de los que los dos primeros no están presentes en MERCO. Las otras dos dimensiones en cada monitor: “Talento” y

“Dimensión Internacional de la Empresa”, por un lado, y “Trabajo” y “Liderazgo”, por otro, resultan difícilmente comparables.

- Continuando con la comparación MERCO - *RepTrak Pulse*, observamos que en el primero la ponderación adjudicada en 2016 al conjunto de los *stakeholders* más representativos de las variables asociadas a la *performance* financiera (“directivos” y algunos “expertos” como analistas financieros, periodistas de información económica y profesores de economía y empresa) alcanza el 49% del total; mientras que en el segundo, y en ese mismo año, la suma de pesos en la evaluación de las variables “Finanzas”, “Oferta” e “Innovación” se sitúa en el 44%, cinco puntos por debajo.

Si tras esta comparación nos referimos a las críticas recibidas en general por las aproximaciones a la medición mediante encuesta, indicadas en el subapartado anterior, encontramos que MERCO Empresas se encuentra a salvo de ellas, o al menos únicamente puede ser objeto de una crítica muy moderada, en los siguientes aspectos:

- a diferencia de otros monitores, trabaja con un número muy amplio de grupos de interés;
- asimismo, las dimensiones y atributos de reputación que considera son de bastante amplitud;
- al referirse únicamente al ámbito español, se obvian los problemas que pueden plantear las diferencias culturales;
- a diferencia de otros monitores, ha sido capaz de ir incorporando nuevos grupos de interés y también nuevas dimensiones, aunque, como ya se ha indicado, esto ha sido en fechas posteriores al periodo de nuestro análisis.

Sin embargo, deben tenerse en cuenta ciertas limitaciones de MERCO Empresas que en su actual modo de elaboración no puede superar:

- trabaja con un número relativamente reducido de empresas, alrededor de la centena, consideradas aquellas con mejor reputación en España en cada año;
- la ponderación adjudicada a cada grupo de *stakeholders* es subjetiva, concediendo una alta ponderación a las percepciones de “directivos” (33%), que, además, son los que realizan la primera evaluación y condicionan, como se ha indicado, las

evaluaciones futuras; a lo que se añade, como también hemos reseñado, una ponderación adicional conjunta del 16% a otros grupo de “expertos” vinculados al mundo económico y financiero, en concreto analistas financieros, catedráticos del área de empresa y periodistas de información económica, todo lo cual puede presentar, como veremos más adelante, un cierto “halo financiero”;

- es un indicador único, que integra a muy distintos grupos de interés, con percepciones y/o demandas tal vez contrapuestas;
- existe en él también el “efecto viscosidad”, pues una de las condiciones para que una empresa entre en la “primera evaluación” es que haya formado parte del *ranking* en los años anteriores.

En resumen, puede afirmarse que MERCO Empresas, con su amplio espectro de grupos de interés investigados, dimensiones consideradas, actualización de las mismas (aunque más allá de nuestro periodo de análisis), tamaño de la muestra y contrastes de la información recogida, reúne aspectos positivos suficientes para que el *ranking* reputacional que publica anualmente para España pueda ser considerado confiable y apropiado para una investigación enfocada hacia el colectivo empresarial español. No obstante, debe tenerse también en cuenta que sus limitaciones, arriba mencionadas, condicionarán tanto la investigación a realizar como la interpretación de los resultados obtenidos.

4.2.4. La aproximación cuantitativa: modelos causales

Considerando ahora la alternativa de medición de la reputación vía modelización cuantitativa, esta consiste fundamentalmente en vincular una medida de la reputación – generalmente obtenida de forma cualitativa mediante los procedimientos considerados en los dos subapartados anteriores–, con una serie de variables explicativas, las cuales pueden ser de tipo muy variado:

- financiero –rentabilidad, endeudamiento, riesgo, valor de mercado, cuota de mercado, comportamiento de la facturación–;
- estrategias de mercado;

- relativas al gobierno corporativo –tamaño del consejo de administración, proporción de consejeros independientes, diversidad, concentración de propietarios, propiedad familiar, propietarios con funciones de gestión, etc.–;
- relativas al sector –actividad, grado de concentración y de diversificación–;
- aspectos de comunicación –visibilidad en los medios, visibilidad publicitaria, imagen–;
- acciones de RSC –política laboral, donaciones sociales, reputación social, transparencia–;
- aspectos de calidad e innovación;
- u otros más generales – tamaño, antigüedad, internacionalización, etc.–.

Muchos de los estudios se centran en alguno de estos grupos de variables, considerándolas como variables explicativas, y empleando otras como variables de control. Por tanto, puede afirmarse que mientras en la perspectiva cualitativa el objetivo es “construir” indicadores de reputación, la aproximación cuantitativa lo que pretende es “explicar” esos indicadores.

Por otra parte, y a diferencia de los trabajos revisados en el apartado 3.3 del capítulo anterior, y en especial en la Tabla 3, en que la reputación era una variable explicativa de la creación de valor, en la aproximación cuantitativa la reputación es la variable a explicar mediante una serie de variables como las que se han enumerado. Ciertamente, existen trabajos que encuentran una causalidad bidireccional entre reputación y creación de valor (Daza-Izquierdo, 2015; López e Iglesias, 2010, 2006; De la Fuente-Sabaté y De Quevedo-Puente, 2003; De Quevedo-Puente, 2003; Dunbar y Schwalbach, 2000), los cuales ya fueron considerados en el mencionado apartado, pero que también forman parte del conjunto de trabajos referentes a la medición cuantitativa de la reputación.

El análisis de la relación entre el indicador de reputación considerado y las variables escogidas se apoya en los distintos métodos y procedimientos del análisis estadístico multivariante –análisis de regresión, regresión con datos de panel, ANOVA, análisis discriminante, regresión logística, análisis de ecuaciones estructurales, entre otros–. Ciertamente, esta aproximación no ha tenido un desarrollo tan amplio y público como los

monitores de reputación, pero no deja de resultar relevante, pues contribuye a encontrar los factores que determinan la reputación empresarial.

El estudio de los procedimientos por modelización cuantitativa aplicados al análisis de la reputación corporativa y sus factores causales presenta un abanico de trabajos, con distintos procedimientos estadísticos y ámbitos de aplicación, recogidos en la Tabla 9.

Tabla 9. Reputación y modelización causal cuantitativa

Autores/Año	Objetivo	Muestra	Metodología	Variables	Resultados
Fombrun y Shanley (1990)	Analizar la formación de la reputación a través de la interpretación de los <i>stakeholders</i> sobre las señales emitidas por las corporaciones (de mercado, contables, de propiedad y estratégicas).	154 compañías de EE. UU., procedentes de <i>AMAC</i> 1985 de <i>Fortune</i> .	Análisis de regresión múltiple.	Variable a explicar: reputación corporativa (<i>Fortune AMAC</i>) Variables explicativas: - rentabilidad (ROIC, <i>market to book</i> , dividendo/cotización) - riesgo (coeficiente <i>beta</i>) - visibilidad en los medios - tamaño (facturación) - tipo de propiedad - valor de mercado - donaciones sociales - diversificación	Elevada significatividad de la rentabilidad, el riesgo, la visibilidad en los medios, la presencia de inversión institucional en el accionariado y la acción social.
Williams, Schnake y Fredemberger (2005)	Analizar el efecto sobre la reputación corporativa de la estrategia de diversificación (diversificada / no diversificada) de las compañías.	178 compañías tomadas de <i>Fortune 500</i> , entre 1997 y 2000.	Análisis de Covarianza	Variable dependiente: reputación corporativa (<i>Fortune GMAC</i>). Variable independiente: estrategia seguida (no diversificada / diversificada) Variables de control: - tamaño (facturación) - rentabilidad (RoE) - endeudamiento (deuda /capital) - presencia de inversores institucionales - respeto a la normativa laboral y social - esfuerzo publicitario - sectores (químico y papel)	Las compañías no diversificadas (sin o con integración vertical) presentarán una mayor reputación que las diversificadas.

Tabla 9. Reputación y modelización causal cuantitativa (II)

Autores/Año	Objetivo	Muestra	Metodología	Variables	Resultados
Flanagan y O'Shaughnessy (2005)	Analizar el efecto sobre la reputación corporativa por los despidos de trabajadores, considerando la antigüedad, tamaño y rentabilidad previa de las compañías.	347 compañías EE. UU. Información tomada de <i>Fortune AMAC</i> , para el periodo 1996-1998. Referidas a 57 sectores de actividad.	Análisis de regresión con datos de panel.	Variable dependiente: reputación corporativa (<i>Fortune AMAC</i>) Variables independientes: - realización de despidos (número) - rentabilidad previa (RoA t-1) - antigüedad de la compañía (años) - tamaño (facturación) Variables de control: - RoA en t - reputación en t-1 - despidos en t-1 - <i>Price to book ratio</i> en t y t-1 - riesgo	Los despidos suponen, en general, un fuerte impacto negativo sobre la reputación. El impacto es mayor en el caso de menor antigüedad de las compañías. El menor tamaño no parece reforzar el efecto negativo sobre la reputación. Los buenos resultados no intensifican el efecto negativo sobre la reputación.
Basdeo et al. (2006)	Analizar el efecto sobre la reputación corporativa de las estrategias de mercado (<i>market actions</i>) de las compañías y las respuestas de su competencia.	37 compañías cotizadas de EE. UU., tomadas de <i>Fortune (AMAC)</i> , para un periodo de diez años. Procedentes de diez sectores de actividad	Análisis de regresión con datos de panel.	Variable dependiente: reputación corporativa (<i>Fortune AMAC</i>) Variables independientes: - acciones en el mercado (medidas a través de un índice que identifica artículos de periódicos y revistas con iniciativas competitivas en el mercado) - complejidad del repertorio de esas acciones (vía un índice) - similitud entre las acciones de la compañía y las de su competencia (índice) - tiempo de reacción de la competencia (días) - grado de concentración del sector - presencia en el mercado (facturación) - rentabilidad (RoA t-1 y RoA t-2)	El número de acciones y la complejidad del repertorio de las mismas tienen un efecto positivo sobre la reputación de las compañías que las ejecutan. El impacto sobre la reputación del citado repertorio es mayor en sectores con elevada concentración. La respuesta de las compañías rivales (número y repertorio) no afectan a la percepción reputacional de las iniciadoras de las acciones. La demora en la respuesta de las compañías rivales tiene un efecto positivo sobre la reputación de las iniciadoras.

Tabla 9. Reputación y modelización causal cuantitativa (III)

Autores/Año	Objetivo	Muestra	Metodología	Variables	Resultados
Rhee y Haunschild (2006)	Analizar el efecto sobre la reputación de los fabricantes EE. UU. de automóviles por la llamada a revisión de sus vehículos defectuosos.	46 compañías que han vendido automóviles durante, al menos un año, entre 1975 y 1999. Datos mensuales.	<i>A pooled cross-section time series</i>	Variable dependiente: Cuota de mercado del fabricante Variables independientes: - aparición de revisiones del fabricante en mes t - reputación del fabricante (índice de tres componentes de calidad percibida) - importancia del defecto que provoca la revisión (severo, no severo) - cuota de merc. del fabricante en mes t-1 - intensidad competitiva	La revisión por motivos importantes provoca una pérdida de cuota de mercado y un mayor impacto reputacional negativo en compañías con elevada reputación. Las revisiones generan en las compañías afectadas una reducción futura de su frecuencia
Brammer y Pavelin (2006)	Analizar el efecto sobre la reputación corporativa del desempeño en responsabilidad social corporativa (RSC).	210 compañías británicas. Informac. de reputación: <i>BMAC</i> , 2002. La de RSC de EIRIS. Variables de control: otras fuentes.	Análisis de regresión múltiple.	Variable dependiente: reputación (<i>BMAC</i>). Variable independiente: RSC (global y tres componentes). Variables de control: rentabilidad (RoA), riesgo de mercado (coeficiente <i>beta</i>), endeudamiento (deuda total / total activo), tamaño (total activo), visibilidad en los medios, I+D, volumen de publicidad, presencia en la propiedad de inversores institucionales, y sector de actividad.	La variable RSC es significativa y de impacto diferente según sector de actividad. Las variables de control rentabilidad, riesgo de mercado, y presencia de inversores institucionales, lucen causalidad con la reputación; el resto no.
Urra-Urbieta, Mohedano-Suanes y Safón-Cano (2009)	Contrastar el rol del consejero delegado (CºDº) en la reputación de la empresa.	73 empresas del monitor MERCO Empresas 2007	Análisis de regresión múltiple	Variable a explicar: reputación corporativa (<i>MERCO Empresas</i>) Variables explicativas: - reputación del CºDº - tamaño (ventas) - concentración del sector - crecimiento de las ventas - rentabilidad (RoA)	No se rechaza la significatividad de la reputac. del CºDº, el grado de concentración del sector y el crecimiento de las ventas, sobre la reputación corporativa

Tabla 9. Reputación y modelización causal cuantitativa (IV)

Autores/Año	Objetivo	Muestra	Metodología	Variables	Resultados
<p>Brammer, Millington y Pavelin (2009)</p>	<p>Analizar el efecto sobre la reputación corporativa de la presencia de mujeres en el consejo de administración.</p>	<p>199 compañías cotizadas británicas, tomadas de <i>Britain's Most Admired Companies (BMAC)</i> para el año 2002. Referidas a siete sectores de actividad.</p>	<p>Análisis de regresión múltiple</p>	<p>Variable dependiente: reputación corporativa (<i>BMAC</i>) Variable independiente: - presencia de mujeres en el consejo Variables de control: - tamaño de la compañía (activo total) - rentabilidad (RoA) - esfuerzo en I+D (gasto I+D / activo total) - endeudamiento (deuda / activo total) - sector de actividad - nivel de riesgo (coeficiente <i>beta</i>) - gasto en publicidad - visibilidad en los medios - estructura de la propiedad - responsabilidad social - tamaño del consejo - composición del consejo (presencia de consejeros no ejecutivos)</p>	<p>La presencia de mujeres en el consejo de administración está positivamente relacionada con la reputación. Pero este efecto varía en función de los sectores de actividad. Para compañías con productos referidos al cliente final (consumo y servicios) la diversidad de género en el consejo muestra significatividad, mientras que para el resto de los sectores (construcción, energía, finanzas y manufactura) no se manifiesta. Con relación al resto de variables: la rentabilidad, el riesgo, la visibilidad en los medios, la estructura de la propiedad y el tamaño del consejo, lucen distintos grados de significatividad. Mientras que el endeudamiento, el tamaño de la compañía, el esfuerzo en I+D, el esfuerzo en publicidad, y la composición del consejo, no muestran tal efecto en esta investigación.</p>

Tabla 9. Reputación y modelización causal cuantitativa (V)

Autores/Año	Objetivo	Muestra	Metodología	Variables	Resultados
Delgado-García, De Quevedo-Puente y De la Fuente-Sabaté (2010)	Analizar la influencia sobre la reputación corporativa de la estructura de propiedad de las compañías.	59 empresas españolas, incluidas en el monitor MERCO Empresas en el periodo 2000-2007.	Análisis de regresión con datos de panel.	Variable a explicar: reputac. corpor. (<i>MERCO Empresas</i>) Variables explicativas: - reputación en t-1 - tamaño del consejo de administración - concentración de propietarios - propiet. con func. de gestión (actuales o pasadas) - propiedad familiar - propietarios institucionales (<i>pressure-sensitive</i> – bancos– o <i>pressure-resistant</i> –fondos de inversión) Variables de control: - composición del consejo de administración (independientes y ejecutivos) - concentración de los cargos de presidente y CEO - tamaño de la empresa (activo total) - antigüedad de la empresa - rentabilidad (RoE) - sector de actividad	La estructura de la propiedad condiciona la imagen reputacional de las compañías. Así, una alta concentración de la propiedad y la dualidad de cargos del CEO, erosionan la reputación empresarial. La propiedad familiar no muestra influencia.
Musteen, Datta y Kemmerer (2010)	Analizar la influencia sobre la reputación corpor. de las características del consejo de administración	324 compañías USA de los sectores manufacturero y de servicios, obtenidas de <i>Fortune (AMAC)</i> en el año 2000.	Análisis de regresión múltiple	Variable a explicar: reputación corporativa (<i>Fortune AMAC</i>) Variables explicativas: - porcentaje de independientes en el consejo - tamaño del consejo (nº de miembros) - antigüedad de los consej. independientes (años) Variables de control: - concentración de los cargos de presidente y CEO - rentabilidad (RoA) - crecimiento de la facturación - nivel de riesgo de la compañía - tamaño de la empresa (nº de empleados) - antigüedad de la empresa	La reputación viene condicionada por todas las variables citadas (explicativas y de control) salvo la antigüedad de la compañía y la existencia de concentración de presidente y CEO.

Tabla 9. Reputación y modelización causal cuantitativa (VI)

Autores/Año	Objetivo	Muestra	Metodología	Variables	Resultados
Melo y Garrido-Morgado (2012)	Analizar el efecto sobre la reputación corporativa del desempeño en responsabilidad social corporativa (RSC).	320 compañías de EE. UU. obtenidas de <i>Fortune AMAC</i> , para el periodo 2003-2007.	Análisis de regresión con datos de panel	<p>Variable dependiente: reputación (<i>Fortune AMAC</i>). Variable independiente: RSC (Kinder, Lydenberg, Domini. KLD), desglosada en cinco dimensiones: relaciones con la comunidad, diversidad de la plantilla, relación con los empleados, productos, y medioambiente. Variables de control: - rentabilidad (RoA) - valor de mercado (<i>market to book ratio</i>) - riesgo (coeficiente <i>beta</i> y ratio deuda/activo total) - tamaño (activo total) - esfuerzo en I&D (ratio gasto en I+D /activo total) - donaciones - esfuerzo en publicidad (dos índices de referencia) - sector de actividad</p>	El desempeño social de las compañías tiene un efecto positivo en la reputación corporativa. Ese efecto impacta de forma diferente según los componentes de dicho desempeño. El sector de actividad influencia la relación entre el componente de la RSC y la reputación.
Fernández-Sánchez, Luna-Sotorrío y Baraibar-Díez (2015)	Analizar el efecto sobre la reputación corporativa del desempeño en RSC, en diferentes escenarios	26 compañías del IBEX 35, para el periodo 2004-2011	Análisis de regresión con datos de panel	<p>Variable a explicar: reputación corporativa (<i>MERCO Empresas</i>) Variables explicativas: - “intensidad” en acciones de RSC (Observatorio de Responsabilidad Corporativa, de España) - “consistencia” en acciones de RSC (índice temporal de mantenimiento) Variables de control: - tamaño (activo total) - rentabilidad (RoE) - año - sector</p>	Las acciones continuas de RSC en el tiempo (“consistencia”), muestran un impacto positivo sobre la reputación corporativa. La relación entre el desempeño social de las compañías (RSC) y la reputación viene moderada por la situación del entorno económico, siendo más fuerte en escenarios inestables.

Tabla 9. Reputación y modelización causal cuantitativa (VII)

Autores/Año	Objetivo	Muestra	Metodología	Variables	Resultados
Bravo-Urquiza, Abad-Navarro y Laffarga-Briones (2015)	Contrastar la relación entre la reputación corporativa y las características del consejo de administración.	31 compañías no financieras, cotizadas en la bolsa española. Periodo: 2004-2010.	Análisis logístico y de regresión múltiple.	Variable a explicar: reputac. corporat. (<i>MERCO Empresas</i>) Variables explicativas: - % de consejeros independientes - Coincidencia de Presidente y CºDº - % de mujeres en el consejo - frecuencia de reuniones del mismo Variables de control: tamaño (activo total), rentabil. s/ activos, reputac. del Presidente, y endeudamiento	Son variables significativas y, por tanto, asociadas a la reputación: - porcentaje de miembros independientes - porcentaje de mujeres - tamaño - reputación del Presidente
Louhichi y Zreik (2015)	Analizar la influencia sobre la reputac. de las compañías francesas de la comunicac. de riesgos potenciales en los Informes anuales.	97 compañías francesas, tomadas de Euronext Paris y <i>Fortune Magazine</i> .	Análisis de regresión con datos de panel	Variable dependiente: reputac. corporat. (Euronext y <i>Fortune</i>) Variable independiente: informac. sobre riesgos (frecuencia de seis calificac.) Variables de control: - antigüedad (años) - valor de mercado (cap. bursátil) - ratio valor de merc. / valor cont. - gasto en I+D	Impacto importante y positivo sobre la reputación de las compañías de la publicación de sus calificac. de riesgos, pero no es más significativo en las de mayores riesgos. Los inversores tienen una mejor percepción de las compañías que publican toda su información, positiva o negativa.
Castilla-Polo et al. (2016)	Encontrar variables significativas en la formación de la reputac. de las cooperativas oleícolas	73 gestores de almazaras cooperativas en la provincia de Jaén. Encuesta electrónica, enero-marzo 2005.	Modelo de ecuaciones estructurales.	Variable a explicar: percepción de la importancia de la reputac. s/ el negocio Variables explicativas: - calidad - innovación - premios - responsabilidad social	El conjunto de los encuestados no atribuye valor suficiente a “calidad” y “premios”, aunque sí a “innovación” y a “responsabilidad social”.

Tabla 9. Reputación y modelización causal cuantitativa (VIII)

Autores/Año	Objetivo	Muestra	Metodología	Variables	Resultados
Love, Lim y Bednar (2017)	Analizar la influencia sobre la reputac. corporat de características del CEO: presencia en medios de comunicac., origen y obtención de premios.	372 grandes compañías de EE. UU. que aparecen en <i>Fortune AMAC</i> , periodo 1991-1997.	Análisis de regresión con datos de panel	<p>Variable a explicar: reputac. corporat (<i>Fortune AMAC</i>)</p> <p>Variables independientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> - presencia del CEO en medios de comunicac. (<i>Financial Times</i> y <i>Wall Street Journal</i>) - valoración del CEO en los medios (índice) - premios y distinciones recibidos por el CEO (<i>Financial Word “CEO of the Year”</i>) - origen del CEO (interior o exterior a la compañía) <p>Variables de control:</p> <ul style="list-style-type: none"> - rentabilidad y valor de mercado (en t-1 y media del trienio anterior), presencia y valorac. de la compañía en medios de comunicación, antigüedad como CEO y tamaño (facturación) 	Compañías con CEO que ha recibido atención positiva en medios de comunicac. presentan elevada reputac. Si la atención es negativa la reputación se debilita. CEO con premios y distinciones refuerzan la reputac. de sus compañías. El origen exterior del CEO no afecta a la reputación
Pinedo-Palomero (2017)	Confeccionar un modelo de medición de la reputación corporativa digital.	Las 100 empresas más reputadas en 2014 según MERCO Empresas.	<p>Se construye un modelo que extrae la información de la red (webs, redes sociales, blogs, apps y <i>wikis</i> acerca de percepciones sobre las empresas (julio-diciembre de 2014).</p> <p>Se emplea análisis semántico para añadir el componente de sentimiento inherente a la reputación.</p>	<p>Variable a explicar: reputación, según un indicador construido sobre el Índice de Reputación Digital (DRINDEX)</p> <p>Variables explicativas (factores de referencia):</p> <ul style="list-style-type: none"> - sentimiento de la empresa (positivo, negativo o neutro) - vulnerabilidad de la empresa (exposición a resultados de terceros, no controlados por la empresa) - efecto memoria (experiencia en el tiempo) 	El modelo empleado parece capaz de representar el concepto de reputación corporativa digital y ofrecer mediciones razonables de la misma.

Tabla 9. Reputación y modelización causal cuantitativa (IX)

Autores/Año	Objetivo	Muestra	Metodología	Variables	Resultados
Aguilera-Caracuel, Guerrero-Villegas y García-Sánchez (2017)	Analizar el impacto sobre la reputación corporativa de la internacionalización de las compañías y su desempeño social.	113 compañías con domicilio social en EE. UU., procedentes de los sectores químico, de energía y de fabricación de maquinaria. Para el periodo 2005-2010.	Análisis de regresión con datos de panel.	Variable dependiente: - reputación (<i>Fortune AMAC</i>) Variables independientes: - diversificación internacional (índice REI) - desempeño social (Kinder, Lydenberg, Domini & Co. - KLD) Variables de control: - sector (químico, de energía y de fabricación de maquinaria) - tamaño (facturación) - rentabilidad (RoA)	Las compañías con diversificación geográfica internacional muestran una mayor actividad social que incide positivamente sobre su reputación.
Vlastelica et al. (2018)	Determinar los factores que afectan a la reputación corporativa en un mercado emergente (Serbia).	- 688 ciudadanos - 115 componentes de cuatro grupos de <i>stakeholders</i> (empresas, administr. pública, ONG y medios de comunicac.)	Análisis de regresión múltiple	Variable a explicar: reputac. corporat. (medida por opiniones de ciudadanos). Variables independientes: seguridad de los productos, calidad del empleo, ratio precio-calidad, cumplimiento normativo, filantropía, responsab. medioambiental, responsab. hacia la comunidad local, contribuc. a la sociedad y transparencia informativa Variables de control: edad y género de los ciudadanos encuestados	Para los ciudadanos, afectan a la reputac. corporat.: calidad del empleo, ratio precio-calidad, cumplim. normativo, filantropía, contribuc. a la sociedad, y transparencia. Para los grupos de <i>stakeholders</i> , relación con la reputac. corporat.: - Empresas: ratio precio-calidad) - Administr. pública: cumplim. normativo y ratio precio-calidad - ONG: contribuc. a la sociedad, transpar., ratio precio-calidad, y seguridad de los productos - Medios de comunicac.: respons. medioambiental

Tabla 9. Reputación y modelización causal cuantitativa (y X)

Autores/Año	Objetivo	Muestra	Metodología	Variables	Resultados
Quintana-García, Benavides-Chicón y Marchante-Lara (2021)	Analizar el efecto sobre la reputación corporativa de la gestión, con criterios medioambientales, de la cadena de suministros.	242 compañías manufactureras cotizadas, procedentes de 21 países europeos, periodo 2008-2017.	Análisis de regresión con datos de panel.	Variable dependiente: reputación (<i>ESG database</i> de Thomson Reuters Eikon) Variables independientes: selección de proveedores con criterios medioambient., vigilancia de los mismos, y sustitución de los que no cumplan con los criterios. Variables de control: disposición de certificac. medioambient., aplicac. de estrategias ESG (económicas, sociales y medioambient.) en procesos de decisión, y tamaño (nº de empleados)	La selección de proveedores basada en criterios de sostenibilidad mejora la reputación de la compañía. La política de interrupción de la relación con un proveedor que incumple con criterios medioambientales, refuerza la reputación de las compañías.

Fuente: Elaboración propia

La Tabla 9 muestra un amplio abanico de investigaciones que reflejan los distintos elementos que inciden sobre la reputación corporativa. Aparecen las estrategias de mercado; las políticas laborales, sociales y medioambientales; las características del máximo órgano de control; las peculiaridades del primer ejecutivo; la estructura de la propiedad; las políticas de comunicación; el sector de actividad; la calidad de los productos; el desempeño financiero de las compañías; y los mercados emergentes.

La información sobre la variable reputación corporativa procede de: la revista *Fortune* (*American Most Admired Companies - AMAC* y *World's Most Admired Companies - WMAC*); de la revista *Management Today* (*British Most Admired Companies*); del *ESG database* de Thomson Reuters Eikon; y del monitor español *MERCO*. Las variables independientes y de control contemplan, según el objetivo de la investigación: la rentabilidad; el valor de mercado; el tamaño; el endeudamiento; la diversificación; las acciones ASG; la calidad directiva; los sectores de actividad; el riesgo; los modos de gobierno; el esfuerzo publicitario; el esfuerzo en I+D; la antigüedad; y la visibilidad en los medios.

La metodología cuantitativa del tratamiento de los datos del modelo se mueve con los distintos procedimientos que ofrece el análisis estadístico multivariante.

Ahora bien, en el análisis de la reputación mediante modelos causales cuantitativos debe hacer frente a algunas dificultades.

En primer lugar, los procedimientos de medida se complican ante el gran número de factores que afectan a las percepciones reputacionales, varios de las cuales tienen, además, un marcado carácter cualitativo –como el gobierno corporativo, el liderazgo, la acción social, la innovación, la transparencia o la ética–, para los que no se dispone de métricas bien asentadas y/o datos fiables. (Vallejo García, 2014; Trotta y Cavallaro, 2012; Olmedo-Cifuentes y Martínez-León, 2011; Martínez-León y Olmedo-Cifuentes, 2009; Gabbioneta, Ravasi y Mazzola, 2007; Helm, 2007a, 2005; De la Fuente-Sabaté y De Quevedo-Puente, 2003; Wartick, 2002; Caruana y Chircop, 2000). Resulta difícil trabajar con modelos que presenten un excesivo número de variables.

En segundo lugar, no está clara la relación presuntamente unidireccional, es decir, de causa a efecto, entre algunos de los factores explicativos elegidos y la variable a explicar, esto es, la Reputación. Como ya se ha indicado, algunos especialistas consideran (Daza-Izquierdo, 2015; De la Fuente-Sabaté y De Quevedo-Puente, 2003; De Quevedo-Puente, 2003; Dunbar y Schwalbach, 2000) que la reputación tiene una relación circular, o bidireccional, con otras variables, como, por ejemplo, los resultados. A ello se une además la posible existencia de retardos en los efectos.

Otro aspecto que es difícil de aprehender es el rol que juega un posible criterio explicativo de la percepción reputacional que pudiéramos denominar de “riesgo percibido” de la compañía, por parte del sujeto encuestado. Se ha intentado en algunas investigaciones especificar dicha influencia mediante la incorporación al modelo de variables explicativas como la relación entre el endeudamiento de la compañía y sus recursos propios o activo total (Bravo-Urquiza, Abad-Navarro y Laffarga-Briones, 2015; Louhichi y Zreik, 2015; Daza-Izquierdo, 2015; Miralles-Marcelo, Miralles-Quirós y Daza-Izquierdo, 2014; Brammer, Millintong y Pavelin, 2009; Brammer y Pavelin, 2006; Williams, Schnake y Fredemberger, 2005), el coeficiente *beta* (Melo y Garrido-Morgado, 2012; Musteen, Datta y Kemmerer, 2010; Brammer y Pavelin, 2006; Fombrun y Shanley, 1990), también el contraste empírico entre reputación y distintas clases de riesgo (Louhichi y Zreik, 2015; Delgado-García, Quevedo-Puente y Díez-Esteban, 2013), o la sustitución de la referencia directa a los resultados societarios, vía rentabilidad, por un registro de rentabilidad ajustada por riesgo (Fernández-Sánchez, Luna-Sotorrío y Baraibar-Díez, 2012). Pero se mantiene la dificultad de incorporar en los análisis una dimensión tan importante como el factor riesgo que presenta la compañía.

Por otra parte, parece cada vez más claro que los medios de comunicación (*offline* y *online*) poseen un papel muy importante en las percepciones reputacionales de los grupos de interés, circunstancia ya apuntada a inicios de la década de los noventa por Steven L. Wartick (Wartick, 1992). Es bien conocido que la actuación real de aquellos no se reduce a informar, u opinar, objetiva y concisamente sobre las circunstancias que puedan afectar a una imagen societaria. El crecimiento exponencial del impacto mediático de una noticia puede acabar anulando o minimizando el legítimo efecto del resto de variables explicativas de la reputación. Ello supone que el filtro mediático (*offline* u *online*) se convierte en un atributo más de la medición de la reputación empresarial, pero sus

especiales características dificultan su incorporación en la especificación de los modelos cuantitativos. Fruto de estas consideraciones, y especialmente de la eclosión de las comunicaciones digitales (*webs, blogs, redes sociales, wikis, medios de comunicación*), se está produciendo un esfuerzo para determinar vías de conocimiento, medición y gestión de la reputación en dichos ámbitos (Zhang, 2018; Pinedo-Palomero, 2017; Pamuksuz y Mourad, 2016; Cabral, 2016; Cankir, Arslan y Seker, 2015; Dutot y Castellano, 2015; Mariconda y Lurati, 2014; Agnihotri, 2014; Petkova, 2014; Arslan y Seker, 2014; Vecchio et al., 2011; Mandelli y Cantoni, 2010; Eccles y Vollbracht, 2006; Carroll y McCombs, 2003).

Por último, un problema que comparten las aproximaciones cuantitativas con las cualitativas es la necesidad de clarificar en qué medida la pertenencia de una corporación concreta a un determinado sector de actividad afecta, positiva o negativamente, a su reputación. Este es el efecto de “halo sectorial”, objeto principal de nuestra investigación, y que planteamos a continuación.

4.3. EL “EFECTO HALO”

4.3.1. Planteamiento

Los métodos que pretenden evaluar la reputación corporativa y, en especial, los procedimientos de evaluación por encuesta, puede adolecer de determinados sesgos que distorsionen los resultados de la silueta reputacional de las compañías. Dichos sesgos, más conocidos como “halos” en la literatura especializada, provienen del excesivo peso que, en el caso de las encuestas, pueden otorgar algunos de los grupos entrevistados a determinados aspectos de las organizaciones investigadas, sobrevalorándolos o infravalorándolos en exceso, desfigurando así la opinión global sobre el conjunto. Debemos considerar, además, que los indicadores y *rankings* de reputación obtenidos mediante tales procedimientos suelen ser empleados en los modelos de aproximación cuantitativa como variables a explicar, con lo que tales sesgos, si no son tenidos en cuenta, afectarán también a este tipo de estudios.

El denominado “*efecto halo*” (*halo effect*) fue acuñado muy tempranamente por Edward L. Thorndike (Thorndike, 1920), autor especializado en psicología conductista, y puede calificarse como una distorsión o sesgo cognitivo que puede provocar la generalización, no consciente, al todo, de un rasgo particular (positivo o negativo) del sujeto analizado. En definitiva, es una generalización ilógica acompañada, habitualmente, de información insuficiente sobre la persona o el asunto tratado. Se materializa en un juicio previo sobre la cuestión demandada, es decir, un prejuicio, que puede favorecer o perjudicar al individuo –persona, empresa, producto, o institución– objeto de la opinión. En definitiva, es un comportamiento involuntario que afecta a la interpretación de la realidad. Por eso algunos autores han hablado de la “falacia del efecto halo” –*halo effect fallacy*– (Grcic, 2008) por su distorsión de las percepciones. Se han detectado claros ejemplos en los procesos de evaluación y selección de personal, en la imagen de marca de determinados productos, en las campañas publicitarias, en las sentencias judiciales, en las evaluaciones docentes, etc.

La conclusión de Thorndike ha sido confirmada en décadas posteriores por un amplio número de investigaciones, tanto en el ámbito de la psicología (Todd, 2022; Keeley et al., 2013; Malouff, Emmerton y Schutte, 2013; Kahneman, 2011; Bak, 2010; Grcic, 2008; Cortada de Kohan, 2008; Feeley, 2002; Dion, Pak y Dion, 1990; Kahneman y Tversky, 1984, 1973, 1972; Tversky y Kahneman, 1981, 1974; Nisbett y Wilson, 1977; Dion, Berscheid y Walster, 1972; Walster et al., 1966; Dudycha, 1942) como en diversos trabajos sobre el comportamiento y los resultados de las empresas, como se verá a continuación.

4.3.2. Halos en el ámbito empresarial

En relación con el ámbito empresarial se han encontrado distintos tipos de halos, tanto referidos a las decisiones individuales y al conjunto empresarial (Thaler, 2015; Thaler y Sunstein, 2008; Rosenzweig, 2007), como a diversos aspectos específicos:

- aspectos comerciales, en especial la imagen de marca (Casado Molina y Salazar de Funes, 2017; Madden, Roth y Dillon, 2012; Schultz, Hatch y Adams, 2012; García de los Salmones Sánchez, Pérez Ruiz y Rodríguez del Bosque Rodríguez, 2009;

- Betts y Taran, 2004; Iglesias Argüelles, Vázquez Casielles y Del Río Lanza, 2003; Caruana, 1997; Leuthesser, Kholi y Harich, 1995);
- la responsabilidad social corporativa (Chang-Hyun y Jung-Yong, 2019; Jin y Lee, 2019; Moliner et al., 2019; Chernev y Blair, 2015; Smith, Read y López-Rodríguez, 2010);
 - el patrocinio deportivo (Nufer y Alesi, 2018; Hickman y Lawrence, 2010);
 - el origen-país de la compañía –que la literatura anglosajona denomina *country-of-origin effect (COO)* o *place-of origin- effect (POO)*– y supone una percepción particular de los productos y servicios, fruto de la imagen del espacio geográfico de referencia (Šapić, Kocić y Radaković, 2018; Dharmadasa y Chanaka, 2017; Vidaver-Cohen, Gómez y Colwel, 2015; García-Gallego, Chamorro-Mera y García-Galán, 2015; Maheswaran, Yi Chen y He, 2013; Newburry, 2012, 2010; Jiménez-Torres y San Martín Gutiérrez, 2010; Becker, 2009; Maheswaran y Yi Chen, 2008; Maheswaran, 1994);
 - sobre la propia reputación empresarial (Barnett y Leih, 2018; Coombs y Holladay, 2006; De Quevedo-Puente, 2003).

Un ejemplo, bien conocido, de este sesgo cognitivo en la evaluación reputacional de las empresas es el denominado “halo financiero”, al que ya hemos hecho referencia, el cual incide sobre las opiniones de los directivos y profesionales del mundo empresarial sondeados cuando sobrevaloran, o infravaloran, los aspectos económicos y de solvencia de las compañías investigadas, respecto de las facetas no financieras de las mismas, como pueden ser el comportamiento social y laboral, la trayectoria medioambiental, la transparencia o la calidad de su gobierno corporativo (Flanagan, O’Shaughnessy y Palmer, 2011; Guidry y Patten, 2010; Martín de Castro, 2008; Gabbioneta, Ravasi y Mazzola, 2007; Martín de Castro, Navas-López y López-Sáez, 2006; Caruana y Chircop, 2000; Fombrun y Shanley, 1990). Diversos estudios empíricos, empleando técnicas como el análisis factorial (Fryxell y Wang, 1994; Dillon, Mulani y Frederik, 1984) o el bivariante (Brown y Perry, 1994) confirmaron la existencia de tal halo.

Por otra parte, algunos autores (Carreras, Alloza y Carreras, 2013) hablan de “*halo de negocio*” y de “*halo social*”, refiriéndose en el primer caso al efecto de los aspectos del desempeño financiero, y en el segundo caso al efecto de los relativos al comportamiento social, medioambiental y de gobernanza. Pudiera, incluso, como ya se ha apuntado, darse

un “*halo cultural*”, generado porque la visión de la imagen de las organizaciones empresariales en áreas geográficas no occidentales estuviese condicionada por unas distintas escalas de valores de las sociedades en dichos espacios.

4.3.3. El “halo sectorial” en la reputación empresarial

Ahora bien, se ha planteado asimismo la posible existencia de un “*halo sectorial*” en la percepción de la reputación empresarial por parte de los *stakeholders*, en el sentido de que aquella pueda estar condicionada por la percepción del sector a la que pertenece el elemento investigado. Se trataría, por tanto, de un factor distorsionante de las evaluaciones de reputación en el espacio empresarial, bajo la forma de un prejuicio, negativo o positivo, al juzgar la reputación de una compañía según su pertenencia a determinados sectores de actividad. En definitiva, parece existir una transferencia de la reputación del sector a las empresas que lo conforman. Se esperaría que este “halo” fuese más fuerte, por una parte, en circunstancias de menor información o mayor incertidumbre –crisis económicas, por ejemplo– o en colectivos con menor acceso a la información –e.g. el público en general– y, por otra parte, cuando la reputación “sectorial” sea especialmente favorable o desfavorable.

Debe tenerse en cuenta que, en los procedimientos de evaluación reputacional basados en encuestas, en algunas de las muestras habitualmente empleadas (RepTrak y MERCO, por ejemplo) se encuentra el público no especialista. Este colectivo aparece como el más expuesto a un posible “halo sectorial”, generado por la existencia de erróneas ideas previas sobre el sector en que se desenvuelve el elemento investigado, fruto de la ignorancia, motivaciones emocionales, posible información sesgada de los medios de comunicación o la presencia de determinadas imágenes sociales.

Como ejemplo de esto último, dada la relevancia que en nuestra investigación se concede al proceso de evaluación reputacional efectuado por MERCO, vamos a analizar la ponderación que en el *ranking* definitivo elaborado por este monitor se asigna a aquellos colectivos más propensos a un posible sesgo sectorial.

Así, para el año 2016, el mayor peso, un 33%, lo presenta el grupo de *Directivos* procedentes de los Comités de Dirección. Le sigue el colectivo de *Expertos*, con un 32%.

Las opiniones de los *consumidores* (Merco Consumo) están ponderadas al 10%, igual que las que captan la reputación interna (Merco Talento) vía *trabajadores, estudiantes universitarios, antiguos alumnos de escuelas de negocios, responsables de recursos humanos, expertos headhunters y ciudadanos*, con el 10%. La *Evaluación* directa pesa un 15%.

Igualmente, en dicho año, sobre un total de 25.799 encuestados por MERCO Empresas, existe un subgrupo formado por, al menos:

- la totalidad de los *consumidores*, de MERCO Consumo: 1.985;
- parte de los encuestados (*trabajadores y ciudadanos*), de MERCO Talento: 19.386.

Por tanto, *consumidores + (trabajadores y ciudadanos)*: 21.371, cuya suma sobre el total de encuestados anuales (21.371 /25.799) alcanza el 83%.

Ahora bien, las percepciones reputacionales de estos individuos (83%) pueden venir distorsionadas por un presunto halo sectorial, al ser personas poco informadas, a diferencia de los *Directivos, Expertos* y resto de subgrupos sondeados en MERCO Talento. Por tanto, ese 83% del total de encuestados por MERCO Empresas en 2016, con un peso del 20% en el índice de evaluación de la Reputación en España, pueden estar afectados por un sesgo cognitivo en su percepción de la reputación sectorial.

Esta situación se repite en los años anteriores para los que disponemos de información: 2015, 2014, 2013, 2012, 2010 y 2009. En la Tabla 10 se indica, para cada uno de esos años, el porcentaje de la suma de “*consumidores*” más “*trabajadores, ciudadanos y otros*” sobre el total de encuestados, y su ponderación.

Como puede observarse en dicha tabla, se registra entre el colectivo total encuestado una fuerte presencia –varía entre el 74,3,6% y el 89,5%– de personas poco informadas. Y su peso se mueve entre el 15% y el 20%. Ello implicaría la posible existencia de sesgos, y en concreto el que puede dar lugar a un “halo sectorial”.

Tabla 10. Proporción de la suma de “consumidores” más “trabajadores y ciudadanos” en MERCOSUR Empresas y su ponderación

<u>Año</u>	<u>% s. total</u>	<u>Pond. (%)</u>
2015	74,8	20
2014	80,2	20
2013	74,3	16
2012	78,0	15
2010	77,6	15
2009	89,5	n.d.

Fuente: elaboración propia sobre datos de MERCOSUR
Empresas

El efecto que sobre la evaluación y las estrategias de la reputación corporativa tiene la pertenencia a un determinado sector de actividad ha llamado al interés de algunos investigadores y consultores (Reputation Institute, 2018b, 2018a, 2017c, 2017b, 2017a, 2015a; Rouviere y Soubeyran, 2011; Martín de Castro et al., 2009; Schanz, 2009; Barnett y Hoffmann, 2008; Susaeta, Pin y Belizón, 2008; Winn, Macdonald y Zietsma, 2008; Carter y Ruefli, 2006; Csiszar y Heidrich, 2006; Winfree y McCluskey, 2005; Barnett y Luna-Sotorrió, 2003).

Una faceta peculiar del halo sectorial puede ser lo que se denomina en la literatura especializada la “reputación colectiva” y se materializa en un sesgo que afecta a los *stakeholders* en aquellas áreas geográficas o sectores en los que las actuaciones, positivas o negativas, generadas por alguno de los ofertantes de bienes, o servicios, en esos ámbitos, inciden en la imagen conjunta del resto de competidores. Un buen ejemplo al respecto son los productos alimenticios, como el vino, la carne o los productos frescos, cuya calidad no es observable hasta que son consumidos –la literatura especializada los denomina “*experience goods*”–, y, por ello, la decisión inicial de compra se apoya, principalmente, en la imagen conjunta de los productores de tales bienes. Pero no solo en el ámbito alimenticio se da este fenómeno: pensemos en los contagios bancarios que se producen en las crisis financieras, debido a la convicción por parte de los *stakeholders* de que las fuertes interconexiones existentes entre las entidades financieras harán que los

problemas en una de ellas, especialmente si es importante, se transmitan al conjunto del sector.

Es decir, existe en determinados entornos empresariales una interdependencia reputacional, sistémica, que ejerce como elemento de contagio y se materializa en un halo que comparte el colectivo. Este fenómeno colectivo ha sido estudiado desde un punto de vista general (Navmoska y Lavie, 2019; Paruchuri y Misangyi, 2015; Rouviere y Soubeyran, 2011; Barnett y Luna-Sotorrío, 2003), y también para sectores específicos, como en el ámbito de los productos agrarios y forestales (Castilla-Polo et al., 2016; Castriota y Delmastro, 2015; Winn, Macdonald y Zietsma, 2008; Winfree y McCluskey, 2005), en el bancario (Covi, Gorpe y Kok, 2019; Brown, Trautmann y Vlahu, 2014; Ruiz, Esteban y Gutiérrez, 2014; Gropp, Lo Duca y Vesala, 2006); en el de seguros (Csiszar y Heidrich, 2006) o en el biotecnológico (Martín de Castro et al., 2009).

Por otra parte, entidades evaluadoras de la reputación como el *Reputation Institute* (USA) o el *Grupo Edelman* (USA) realizan, también, evaluaciones de reputación por sectores empresariales, lo cual indica la importancia que otorgan al sector de actividad en la valoración reputacional. Además, el *Reputation Institute* viene realizando análisis sobre la reputación de diferentes sectores de actividad concretos, como el bancario (Reputation Institute, 2017c, 2015a); el de seguros (Reputation Institute, 2018a, 2017a) o el de automoción (Reputation Institute, 2018b), y ha publicado un informe (Reputation Institute, 2017b) sobre dos sectores (Seguros e Industria Cervecera) en el que analiza, para once países europeos, los registros reputacionales comparativos de ambos.

Ahora bien, que nosotros sepamos, hasta el presente en las investigaciones académicas el sector de actividad no ha sido considerado como una variable explicativa relevante de la reputación corporativa en las empresas privadas. Así, de los 20 trabajos revisados en la Tabla 9, solo en nueve de ellos aparece la variable “sector de actividad”: de ellos, en dos casos figura como explicativa, en forma de “concentración del sector” y en los otros siete es variable de control. En el resto de trabajos no aparece jugando ningún papel.

Por ello, como ya se ha indicado, el objetivo principal de esta investigación es contrastar la posible existencia de un “halo sectorial” como elemento distorsionante de las evaluaciones de la reputación corporativa, en nuestro caso en el espacio empresarial

español. Por tanto, el análisis del sector de actividad ocupará un papel predominante para la explicación de la reputación corporativa. En el próximo capítulo expondremos la metodología empleada para conseguir este objetivo.

4.4. RESUMEN Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

En este capítulo nos hemos propuesto alcanzar los objetivos secundarios quinto (OS5, relativo a los métodos existentes para medir la reputación corporativa) y sexto (referido al “efecto halo sectorial” en la misma)

Así, respecto de OS5, podemos afirmar que existe una amplia variedad de métodos y modelos para medir la reputación; ahora bien, entendemos que puede hacerse una clasificación factible de los mismos atendiendo a dos criterios principales entrecruzados: por un lado, la utilización de modelos de clasificación –cualitativos–, o de modelos causales –cuantitativos–; y por otro, el carácter global o parcial del análisis.

Atendiendo a este segundo criterio, los *procedimientos globales* tratan de valorar la reputación atendiendo a todos los factores que la condicionan. Éstos, a su vez, se dividen en:

- los que, habitualmente, con una perspectiva *cualitativa*, a través de encuestas a los distintos grupos de interés buscan fijar una *clasificación reputacional* de los elementos objeto del análisis,
- y los que especifican un *modelo causal cuantitativo*, que relaciona funcionalmente la reputación, medida generalmente por procedimientos de tipo cualitativo, con sus posibles dimensiones explicativas.

La perspectiva cualitativa se materializa en los denominados *monitores de reputación*, apoyados en encuestas dirigidas a grupos de interés específicos, a los que se solicita su valoración de una serie de aspectos de las compañías investigadas que se considera determinan su silueta reputacional. Es la aproximación más utilizada, pero incluso los monitores de reputación mejor contruidos plantean diversas limitaciones: suelen considerar un grupo reducido de empresas; la ponderación asignada a las valoraciones de los diferentes grupos de interés es subjetiva; el carácter de “indicador único” resulta

discutible, dadas las distintas, e incluso contrapuestas, percepciones y demandas de los diferentes grupos desinterés; y puede darse el “efecto viscosidad”, esto es, una cierta resistencia a cambios drásticos en la valoración de la reputación empresarial a lo largo del tiempo.

Por su parte, la aproximación a través de modelos causales se apoya en la aplicación de procedimientos cuantitativos, los cuales pueden ser muy diversos (análisis de regresión, regresión con datos de panel, ANOVA, análisis discriminante, regresión logística, análisis de ecuaciones estructurales, etc.) que tratan de obtener la relación entre la variable reputación y una serie de variables que se considera explican a la misma, como pueden ser las estrategias de mercado, las políticas laborales, sociales y medioambientales, las características del Consejo de Administración, las peculiaridades del primer ejecutivo, la estructura de la propiedad, las políticas de comunicación, la calidad de los productos, el desempeño financiero de las compañías, etc. Ahora bien, los procedimientos basados en este enfoque deben hacer frente a algunas dificultades, como son: el gran número de factores que afectan a las percepciones reputacionales; además, varios de esos factores tienen carácter cualitativo, con la consiguiente dificultad para encontrar datos y métricas fiables; puede haber relación circular entre la reputación y algunos de esos factores; la dificultad para la medición del “factor riesgo”; y el importante efecto del “impacto mediático y de red”, difícil de incorporar a los modelos. .

En cuanto al *enfoque parcial*, pretende valorar a las compañías atendiendo exclusivamente a una parte de los criterios manejados por los métodos globales. Por ejemplo, las mejores empresas para trabajar, las mejores empresas para las mujeres trabajadoras, las mejores empresas para minorías, que en la terminología anglosajona son conocidas como “*The best companies for...*”. Es decir, es una valoración en función del desempeño de las organizaciones en ciertos aspectos concretos de carácter reputacional. Y respecto de OS6, se comprueba que, en la “perspectiva cualitativa”, los procedimientos de encuesta pueden adolecer de determinados sesgos que distorsionan la imagen reputacional que se trata de obtener. Dichos sesgos, conocidos como “halos”, proceden de respuestas afectadas por distorsiones en la percepción de determinados aspectos de las organizaciones investigadas, desfigurando la opinión sobre las mismas.

Por tanto, el denominado “*efecto halo*” (*halo effect*) puede calificarse como una distorsión o sesgo cognitivo que provoca la generalización, no consciente, al todo, de un rasgo particular (positivo o negativo) de la entidad analizada. Se trata de una generalización ilógica acompañada, habitualmente, de información insuficiente, y se materializa como un juicio previo sobre la cuestión demandada, es decir, un prejuicio, que puede favorecer o perjudicar al individuo –persona, empresa, producto, o institución– objeto de la opinión. En definitiva, es un comportamiento involuntario que afecta a la interpretación de la realidad.

Un ejemplo bien conocido de este sesgo cognitivo en la evaluación reputacional de las empresas es el denominado “*halo financiero*” el cual incide sobre las opiniones de los directivos y profesionales del mundo empresarial sondeados cuando sobrevaloran, o infravaloran, los aspectos económicos y de solvencia de las compañías investigadas, respecto de las facetas no financieras de las mismas. Pero se han identificado muchos otros halos que afectan al ámbito empresarial.

Se ha planteado asimismo la posible existencia de un “*halo sectorial*” en la percepción de la reputación empresarial por parte de los *stakeholders*, en el sentido de que aquella pueda estar condicionada por la percepción del sector a la que pertenece la compañía evaluada. Se trataría, por tanto, de un factor distorsionante de las evaluaciones de reputación en el espacio empresarial, bajo la forma de un prejuicio, negativo o positivo, al juzgar la reputación de una compañía según su pertenencia a determinados sectores de actividad. Significaría una transferencia de la reputación del sector a las empresas que lo conforman. Se esperaría que este “halo” fuese más fuerte, por una parte, en circunstancias de menor información o mayor incertidumbre –crisis económicas, por ejemplo– o en colectivos con menor acceso a la información –e.g. el público en general–, y, por otra parte, cuando la reputación “sectorial” sea especialmente favorable o desfavorable.

Parece, por tanto, de interés, analizar el efecto de la pertenencia sectorial como posible factor de distorsión en la medición reputacional. Es decir, investigar el “halo sectorial reputacional”.

Sin embargo, a pesar de que el fenómeno de la “interdependencia reputacional” en colectivos de compañías ha sido considerado y estudiado en el mundo académico, tanto desde un punto de vista general como para sectores específicos, y de que entidades no académicas dedicada a evaluar la reputación corporativa consideran los sectores de actividad como importantes condicionantes de la misma, sin embargo, en lo que abarca nuestro conocimiento, hasta el presente el sector de actividad no ha sido considerado en las investigaciones académicas como una variable relevante en la explicación de la reputación corporativa. La existencia de este *gap* de conocimiento es la principal razón que nos ha movido a realizar la presente investigación. En los tres próximos capítulos se expondrán la metodología, los resultados y el análisis de los mismos, como integrantes del estudio empírico que hemos efectuado en orden a superar dicho *gap* de conocimiento.

**TERCERA PARTE: EL HALO SECTORIAL EN LA REPUTACIÓN
DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS**

QUINTO CAPÍTULO: METODOLOGÍA DEL ESTUDIO EMPÍRICO

5.1. INTRODUCCIÓN

En la parte introductoria de esta tesis, correspondiente al primer capítulo, se ha presentado la motivación para la elaboración de la misma, se han planteado las preguntas de investigación, se han establecido los objetivos, se ha indicado la metodología general a aplicar y se ha presentado la estructura del trabajo. En la segunda parte, que abarca los capítulos segundo, tercero y cuarto, se ha presentado el marco conceptual de la tesis: así, en primer lugar –capítulo segundo– se ha tratado la gestión de riesgos de la empresa, como marco en el que encuadrar el riesgo reputacional, inseparable del concepto de reputación, a los que se dedica precisamente el siguiente capítulo, mientras que el último capítulo de esta parte, en concreto el cuarto, se ha dedicado a la medición de la reputación y a introducir el concepto de “halo sectorial” como un sesgo que puede presentarse en dicha medición. Con ello pretendemos haber respondido satisfactoriamente a las seis primeras preguntas de investigación planteadas, y por tanto haber alcanzado los seis primeros objetivos secundarios de esta tesis.

Ahora bien, no debe olvidarse que el objetivo principal de este trabajo consiste en contrastar la existencia de un “halo sectorial” en la valoración de la reputación corporativa de las empresas españolas, y adicionalmente, si tal halo existe, contrastar su permanencia en el tiempo. Y la consecución total de ese objetivo se conseguirá respondiendo satisfactoriamente a las dos últimas preguntas de investigación:

PI.7: ¿Existe un “halo sectorial” en la evaluación de la reputación de las empresas españolas?

PI.8: ¿Se mantiene a lo largo del tiempo el “halo sectorial” en la evaluación de la reputación de las empresas españolas?

De forma que puedan alcanzarse los dos últimos objetivos secundarios:

OS.7: Establecer la existencia de un “halo sectorial” en el caso de la evaluación de la reputación de las empresas españolas.

OS.8: Establecer si el “halo sectorial” en la evaluación de la reputación de las empresas españolas se mantiene en el tiempo.

Para ello, como ya se indicó, se ha efectuado un estudio empírico mediante un procedimiento de tipo causal cuantitativo, al que se dedica precisamente esta tercera parte de la tesis, Y, en concreto, en el presente capítulo se presenta la metodología de dicho estudio empírico.

Así, en el capítulo se formulan las hipótesis, cuyo contraste se efectúa mediante la especificación y estimación de un modelo uniecuacional de sección cruzada y, posteriormente, la aplicación de la metodología de datos de panel. Las variables explicativas se refieren a once sectores de actividad seleccionados, y las variables de control, a cinco factores –rentabilidad, tamaño, facturación, liderazgo y comportamiento responsable– de presunta importancia en la reputación de una compañía. Se ha investigado el colectivo de una cuarentena de grupos empresariales contenido en los once sectores de actividad, en el ámbito geográfico español y para el periodo 2005-2016. La base de datos utilizada (Anexo) se apoya en el Monitor Empresarial de Reputación Corporativa (MERCOR), los informes financieros anuales de las compañías (CNMV) y la información proporcionada por las mismas.

Este capítulo sirve de base para la aplicación de las técnicas expuestas en el mismo a los datos disponibles, en orden a la obtención de resultados que permitan alcanzar los dos últimos objetivos secundarios mediante el contraste de las hipótesis. Esto se efectuará en los dos siguientes capítulos. Así, en el capítulo sexto se presentarán los resultados obtenidos mediante la aplicación tanto de la estimación de sección cruzada como del análisis de datos de panel, y en el capítulo séptimo, y último de esta tercera parte, se efectuará el análisis y la discusión de los resultados, en orden a establecer el grado de cumplimiento de los objetivos establecidos.

Por ello, la estructura del capítulo, a continuación de este apartado introductorio, es como sigue:

En el segundo apartado se fundamentan y presentan las dos hipótesis a contrastar. A continuación, en el tercer apartado se presentan el modelo y las técnicas de análisis a aplicar; en cuanto al primero, es un modelo de regresión, en el que la variable dependiente es la reputación de la empresa medida según el índice de MERCO Empresas, y la variable explicativa es el sector de actividad al que pertenece la empresa, considerado como una variable categórica, binaria, recogida a través de variables ficticias, una por cada sector; el halo sectorial se va a medir mediante el análisis de la significación estadística de esas variables ficticias; como variables de control se emplean la rentabilidad de las empresas, su tamaño, la variación anual de la facturación, el liderazgo y la responsabilidad corporativa; respecto de las técnicas de análisis empleadas, se han aplicado tanto el análisis de sección cruzada para cada uno de los años considerados, como análisis de datos de panel en cada uno de los subperiodos en que se ha dividido el periodo total a analizar.

Seguidamente, en el cuarto apartado se consideran el ámbito geográfico, el periodo temporal abarcado y el colectivo al que se aplica el análisis; respecto del primero, se trata de España, esto es, se analizan grupos empresariales españoles; el periodo temporal abarca 12 años en torno a la crisis económica iniciada en 2008-2009, considerando tres subperiodos cuatrienales: precrisis (2005-2008), crisis (2009-2012) y salida de la crisis (2013-2016); en cuanto al colectivo objeto de análisis, se trata, como ya se ha indicado, de 43 grupos empresariales –reducidos a 42 y 40 en el segundo y tercer cuatrienio, respectivamente– clasificados en once sectores, que han aparecido con suficiente frecuencia en el *ranking* del monitor MERCO Empresas.

En el quinto apartado se indican las bases de datos empleadas; respecto de los indicadores empresariales –rentabilidad, tamaño y facturación–, para las empresas cotizadas en bolsa se han consultado los informes remitidos a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), y para las no cotizadas se ha recurrido a información pública; en cuanto a reputación, liderazgo y responsabilidad corporativa se han empleado los informes de MERCO (Empresas, Líderes y Responsabilidad Corporativa).

En el sexto apartado se exhiben, para las variables métricas empleadas, y de forma anual para cada uno de los subperíodos considerados, tanto los principales estadísticos como

las matrices de correlación. Por último, en el séptimo apartado se exponen un resumen del capítulo y las conclusiones más relevantes obtenidas en el mismo.

5.2. FORMULACIÓN DE HIPÓTESIS

Como ya se ha indicado, el objetivo principal de esta investigación es contrastar la posible existencia de un “halo sectorial” en la medición de la reputación empresarial en el mercado español, y su permanencia en el tiempo. Por otra parte, en el anterior capítulo se ha señalado cómo el interés por la investigación de la posible existencia de dicha distorsión cognitiva está motivado por diversos aspectos:

- por una parte, la investigación académica previa ha desarrollado hasta el presente un limitado interés por el efecto que sobre la evaluación de la reputación corporativa pueda ejercer la pertenencia a un determinado sector de actividad;
- por otra, debe tenerse en cuenta que, en los procedimientos de evaluación reputacional basados en encuestas, una parte de la muestra corresponde a público no especialista, que se encuentra especialmente expuesto a un posible “halo sectorial”;
- además, diversas entidades evaluadoras de la reputación corporativa han iniciado mediciones por sectores empresariales, revelando así la importancia que de hecho otorgan al sector en la evaluación reputacional.

Con base en estas consideraciones, y a lo indicado en el capítulo anterior, planteamos las siguientes hipótesis:

H.1: la reputación de las empresas españolas presenta un “halo sectorial”, esto es, la reputación está influida por el sector de actividad al que pertenece la empresa.

Por otra parte, también según las anteriores consideraciones, parece que este “halo sectorial” pudiera mantenerse en el tiempo. Un argumento adicional a favor de esta

suposición es que la satisfacción de cierto grupo de *stakeholders*, como son los consumidores, respecto de los diferentes sectores de actividad, en general parece cambiar solo ligeramente con el tiempo¹⁹, por que cabe deducir asimismo que la percepción de la reputación de las distintas industrias no variará excesivamente con el tiempo. Por ello, planteamos una segunda hipótesis:

H.2: el “*halo sectorial*” en la reputación de las empresas españolas permanece en el tiempo.

Para contrastar estas hipótesis nos apoyaremos en la especificación y estimación de un modelo cuantitativo de evaluación de la reputación empresarial, utilizando como variables explicativas las relativas a la ubicación sectorial de las compañías, al objeto de verificar, o no, la significatividad de la pertenencia sectorial sobre la reputación de aquellas; además, emplearemos una serie de variables de control, como la rentabilidad, la dimensión, la variación de la facturación, el liderazgo y la responsabilidad corporativa.

5.3. MODELO Y TÉCNICAS DE ANÁLISIS

5.3.1. El modelo

Se propone la siguiente especificación para la reputación empresarial:

$$RP_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 ROA_{i,t-1} + \alpha_3 T_{it} + \alpha_4 F_{it} + \alpha_5 LID_{it} + \alpha_6 RC_{it} + \sum_j \beta_j SEC_{ji} + u_{it} \quad (i = 1 \dots, N; t = 1 \dots, T; j = 1 \dots, J) \quad [5.1]$$

donde:

RP_{it} : Reputación de la empresa i en el periodo t .

- Variable dependiente.
- Variable de intervalo.

¹⁹ Así lo muestran, por ejemplo, los datos sobre índices de satisfacción de los consumidores con respecto a varias industrias a lo largo del tiempo en EE. UU. (véase *The American Consumer Satisfaction Index-ASCI. 1994–2023*, <https://www.theacsi.org/>).

- Medida a través de la clasificación de MERCO Empresas sobre reputación en España según el índice desarrollado.
- El índice presenta el valor 10.000 como máximo para cada año.
- Tomada en logaritmos neperianos del valor del índice.

$RoA_{i,t-1}$: Rentabilidad de la empresa i sobre el Activo Total en el periodo $t-1$

- Variable de control.
- Variable métrica.
- Fuente de información: Informe Financiero Anual (CNMV).
- Medida como cociente entre el Beneficio del ejercicio y el Activo Total.

T_{it} : Tamaño de la empresa i en t .

- Variable de control.
- Variable métrica.
- Representa la plantilla de la empresa.
- Fuente de información: Informe Financiero Anual (CNMV).
- Medida por el logaritmo neperiano del número de empleados al final del año.

F_{it} : Variación anual en la empresa i de la facturación en t .

- Variable de control.
- Variable métrica.
- Variable proxy: Representa la eficacia comercial.
- Fuente de información: Informe Financiero Anual (CNMV).
- Medida como tasa anual de variación de la facturación: siendo f_{it} la facturación de la empresa i en t , $F_{it} = (f_{it} - f_{i,t-1}) / f_{i,t-1}$.

LID_{it} : Liderazgo. Puntuación de MERCO Líderes de la empresa i en t .

- Variable de control.
- Variable de intervalo.
- Medida a través de MERCO Líderes (España), con índice máximo de 10.000 para cada año.
- Tomada en logaritmos neperianos del valor del índice.

RC_{it} : Responsabilidad Corporativa. *Puntuación de MERCO Responsabilidad para la empresa i en t .*

- Variable de control.
- Variable de intervalo.
- Sostenibilidad social, laboral, medioambiental y ética.
- Medida a través de MERCO Responsabilidad (España), con índice máximo de 10.000 para cada año.
- Tomada en logaritmos neperianos del valor del índice.

SEC_{ji} : Sector de actividad j ($j = 1, 2, \dots, 10$) al que pertenece la empresa i .

- Variable independiente.
- Variable cualitativa, binaria, recogida a través de variables ficticias.
- El Sector “Medios de Comunicación” se considerará como referencia. Está representado por el término independiente de la regresión. Por ello, aunque se consideran once sectores, en el análisis únicamente aparecerán diez. Esto es, en la expresión [5.1], $J = 10$.

La elección de las variables, de control y explicativas, a incluir en la especificación del modelo demanda unas consideraciones aclaratorias.

En relación con dicha elección, y observando la Tabla 9 del capítulo anterior, las dimensiones y atributos para explicar la reputación empresarial suelen diferenciarse en dos grandes grupos. El primero viene referido a aquellos elementos más ligados al negocio (*business performance*), como pueden ser la rentabilidad, el valor de mercado, la solvencia financiera, la cuota de mercado, el endeudamiento, el riesgo, la calidad y seguridad de su oferta comercial, la diversificación, la eficacia de su dirección, el tamaño, las características de la propiedad, el valor de las inversiones a largo plazo, el crecimiento de las ventas, el esfuerzo publicitario, el esfuerzo en I+D, la antigüedad de la compañía, la visibilidad en los medios, o el sector de actividad. El segundo contempla factores con mayor contenido social (*social performance*), como la transparencia, la calidad laboral ofertada y la reputación interna, el comportamiento medioambiental, la acción social, la eficacia de su gobierno corporativo, el cumplimiento regulatorio, la exigencia ética en las decisiones o el liderazgo.

En este trabajo, los aspectos de la reputación ligados al negocio se recogen en el modelo incluyendo tres variables de control: rentabilidad, tamaño y variación de la facturación. Los motivos para escoger estas variables radican tanto en su capacidad explicativa sobre la reputación empresarial probada en estudios similares (Aguilera-Caracuel, Guerrero-Villegas y García-Sánchez, 2017; Bravo-Urquiza, Abad-Navarro y Laffarga-Briones, 2015; Melo y Garrido-Morgado, 2012; Musteen, Datta y Kemmerer, 2010; Brammer, Millington y Pavelin, 2009; Delgado-García, De Quevedo-Puente y De la Fuente-Sabaté, 2010; Urra-Urbieta, Mohedano-Suanes y Safón-Cano, 2009), como en la disponibilidad de información sobre las mismas.

Por su parte, para recoger los aspectos ligados al contenido social, se ha recurrido a otras dos variables de control: la posición de liderazgo y la responsabilidad corporativa. Además de resultar variables significativas en otros estudios, contamos con información sobre las mismas proporcionada por el propio Monitor MERCO España.

Finalmente, como ya se ha indicado, al objeto de contrastar las hipótesis planteadas se introducen en el modelo como variable explicativa los sectores de actividad.

A continuación, pasamos a considerar cada una de las variables de control:

- Rentabilidad

Se ha considerado como medida de *Rentabilidad* el RoA de la empresa retardado en un periodo (RoA_{it-1}). Esta ratio, medida como Beneficio del Ejercicio sobre Activo Total, parece el indicador más adecuado sobre el resto de habituales registros de rentabilidad, por hacer referencia a un concepto amplio de rendimiento al considerar la totalidad de recursos empleados, y la mayor visibilidad de esta magnitud del beneficio como último epígrafe de la cuenta de resultados (Aguilera-Caracuel, Guerrero-Villegas y García-Sánchez, 2017; Love, Lim y Bednar, 2017; Musteen, Datta y Kemmerer, 2010; Brammer, Millington y Pavelin, 2009; Brammer y Pavelin, 2006; Flanagan y O'Shaughnessy, 2005). El retardo pretende recoger el registro que los distintos grupos de interés tendrán más fácilmente disponible en el tiempo como información de percepción reputacional. El signo esperado de la relación entre esta variable y la variable dependiente se presume

positivo, esto es, se espera que una mayor rentabilidad esté asociada a una mayor reputación.

- Tamaño

La variable *Tamaño* (T_{it}) de los grupos empresariales seleccionados se recoge a través del número de trabajadores de los mismos. Las habituales referencias para medir esta variable son el número de empleados, el total de los activos, la facturación o el valor de mercado, pero entendemos que esa primera magnitud presenta más objetividad que el volumen del activo, sujeto a criterios contables, y es más estable que otras, como la cifra de negocios o el valor bursátil. El tamaño de un grupo empresarial parece relacionarse bien con la reputación por su correspondencia con las economías de escala y eficacia en la gestión de los recursos, que favorecen costes más competitivos, y la mayor presencia en los medios de comunicación que provoca un mayor conocimiento por parte de los *stakeholders* (Fernández-Sánchez, Luna-Sotorrió y Baraibar-Díez, 2015; Bravo-Urquiza, Abad-Navarro y Laffarga-Briones, 2015; Melo y Garrido-Morgado, 2011; Musteen, Datta y Kemmerer, 2010; Williams, Schnake y Fredemberger, 2005; Fombrun y Shanley, 1990). Pero, por otra parte, las empresas de mayor tamaño tienen mayor visibilidad, y, por tanto, están expuestas a mayor escrutinio público y, a su vez, a una mayor exposición a las consecuencias de aparición de negativos eventos reputacionales, por lo que también pudiera darse una relación negativa con el índice de reputación. En este estudio se recoge el tamaño mediante el logaritmo neperiano del número de empleados al final del año (Musteen, Datta y Kemmerer, 2010; Dunbar y Scwalbach, 2000).

- Variación de la Facturación

Las dificultades para conseguir datos fiables sobre aspectos típicos de la valoración reputacional de una compañía, como la *eficacia de la oferta comercial*, que se refiere, entre otros, a un aspecto tan importante como la innovación –en productos, procesos, comercialización y organización– ha obligado a la selección de una variable *proxy* para tratar de encontrar una aproximación aceptable. Tal es el caso de la tasa de variación anual de la facturación, que, siguiendo a Urra-Urbieta, Mohedano-Suanes y Safón-Cano (2009), hemos tomado como aproximación a dicha calidad comercial, denotándola por F_{it} . Se postula una relación positiva de esta variable, *Variación de la Facturación*, con la variable dependiente.

Además de las anteriores variables de control ligadas al negocio empresarial, para escoger otras variables de contenido más social hemos recurrido al monitor MERCO España. Evidentemente, ello ha condicionado la selección de los grupos empresariales a incluir en la muestra, puesto que necesariamente habían de aparecer, con una razonable frecuencia, en el citado monitor. En efecto, como ya se ha indicado, los monitores de reputación manejan distintas dimensiones y grupos de interés para evaluar la percepción reputacional. En nuestro caso, además de la variable a explicar *Reputación* (RP_{it}), se han tomado de dicho monitor, cuyas principales características fueron explicadas en el anterior capítulo, dos variables de control vinculadas a la acción social de la empresa, como son el *Liderazgo* (LID_{it}) y la *Responsabilidad Corporativa* (RC_{it}), para las que también se supone positividad en la relación con la variable a explicar RP_{it} . Dichas variables se toman en logaritmos neperianos del valor expresado en MERCO.

- Liderazgo

El rol y la imagen pública del líder de una organización ha emergido como uno de los elementos importantes que determinan la reputación corporativa (Grañó-Calvete, 2023; Conte, 2018; Love, Lim y Bednar, 2017; Bravo-Urquiza, Abad-Navarro y Lafarga-Briones, 2015; Weng y Chen, 2017; Halff, 2013; Urra-Urbieto, Mohedano-Suanes y Safón-Cano, 2009; Fems, Emelianova y Sethi, 2008). Su protagonismo como cabeza visible de las actividades empresariales, su iniciativa en acciones de responsabilidad social, el papel destacado en los medios de comunicación, el liderazgo en la respuesta a las crisis, su integridad, o la capacidad de adelantarse al cambio, son elementos tenidos en cuenta por los *stakeholders* para juzgar la credibilidad y aprecio de una organización. Prueba de la importancia de los líderes empresariales –sean CEO o presidentes– es la aparición de instrumentos para la evaluación de los mismos. Así, vemos que MERCO ofrece un *ranking*, Merco Líderes, que clasifica anualmente desde el año 2001 a los diferentes líderes de las empresas en España, atendiendo a su gestión e imagen pública; esta es la información que hemos empleado para recoger esta variable. Otros indicadores similares son los de *Reputation Institute* (en la actualidad, RepTrak Company) y *Edelman Trust Barometer*.

- Responsabilidad Corporativa

Parece claro el aporte reputacional de las actividades relacionadas con la *Responsabilidad Corporativa* (Castaño-Ramírez y Arias-Sánchez, 2021; Peterson, 1989; Vlastelica et al., 2018; Aguilera-Caracuel, Guerrero-Villegas y García-Sánchez, 2017; Castilla-Polo et al., 2016; Baraibar-Díez y Luna-Sotorrío, 2012; Maden et al., 2012; Melo y Garrido-Morgado, 2012; Hillenbrand y Money, 2007; De Quevedo-Puente, De la Fuente-Sabaté y Delgado-García, 2007; Brammer y Pavelin, 2006; Williams, Schnake y Fredemberger, 2005). El conjunto de los agentes sociales viene demandando al universo empresarial un comportamiento que respete el cumplimiento de las normas legales y de autorregulación, las exigencias medioambientales, los derechos laborales y humanos, la adecuada transparencia de sus actividades y una clara conducta ética. Además, la pasada crisis económica (2008-2012) ha incrementado la importancia de esta dimensión en la percepción de los grupos de interés.

Respecto de las variables independientes, esto es, los diferentes Sectores de actividad, son reflejados en la especificación del modelo mediante un factor o atributo cualitativo, la inclusión de tantas variables ficticias, o *dummy*, (SEC_{ji}), de valor binario (0 o 1) como casos o categorías en los que se materializa. Se han considerado los once sectores cuyos componentes se indican más adelante, teniendo en cuenta la consideración apuntada más arriba sobre la aparición en la regresión de únicamente 10 sectores, pues uno de ellos (Medios de Comunicación), al ser establecido como referencia, está representado por el término independiente de la regresión.

5.3.2. Técnicas de análisis aplicadas

Las técnicas de análisis que vamos a aplicar son la metodología de regresión en sección cruzada y la de regresión con datos de panel.

En concreto, la primera de ellas se va a aplicar con los datos de cada año; por tanto, para cada año se va a aplicar un modelo uniecuacional de regresión tomando, según lo ya indicado, como variable a explicar la reputación empresarial, como variables explicativas los distintos sectores de actividad, en concreto, 10 sectores –reflejando el término independiente del modelo el undécimo sector, Medios de Comunicación, como referencia–, y como variables de control las ya indicadas anteriormente. Por tanto, se

efectuarán 12 regresiones, cuatro por cada uno de los subperiodos cuatrienales considerados, como se indica más adelante.

En cuanto a la regresión con datos de panel, aprovechando la dimensión transversal de sección cruzada y la dimensión temporal, se va a llevar a cabo un estudio de datos de panel aplicándolo a los tres subperiodos de análisis, precrisis (2005-2008), crisis (2009-2012) y salida de la crisis (2013-2016), así como al periodo completo 2005-2016. En cada uno de estos periodos temporales se estimará la ecuación [5.1] con las mismas variables que en el estudio de sección cruzada. Como en el análisis de sección cruzada, la variable de interés es la reputación empresarial, los sectores de actividad actúan como variables explicativas y se incluyen un conjunto de variables económicas que habitualmente explican a la reputación empresarial y que actúan como variables de control.

5.4. ÁMBITO GEOGRÁFICO, PERIODO TEMPORAL Y COLECTIVO

5.4.1. Ámbito geográfico y periodo temporal

El ámbito geográfico es España.

El periodo temporal de análisis va de 2005 a 2016, y se ha dividido en tres subperiodos de cuatro años cada uno:

- previo a la crisis: 2005-2008;
- crisis: 2009-2012
- salida de la crisis: 2013-2016.

La justificación de esta división estriba en la variación del PIB español. En el subperiodo 2005-2008 esta macromagnitud se mueve con cifras positivas entre 3,7% (2005) y 1,1 % (2008). El subperiodo de crisis (2009-2012) se inicia con un -3,6% en 2009, muestra un mínimo repunte en 2010 (+0,01%), vuelve a cifras negativas en 2011 (-1%) y se desploma en 2012 (-2,9%). La salida de la crisis ya se apunta en el año 2013 con un registro positivo en el cuarto trimestre (+0,3%), aunque en el conjunto del año el PIB decrece (-1,7%). Y

el resto del subperiodo de recuperación, 2014-2015-2016, luce una secuencia de crecimientos positivos de variación: 1,4%, 3,4% y 3,3%, respectivamente. Se ha entendido que esta segmentación del periodo temporal de análisis puede aflorar un mayor conocimiento del fenómeno investigado. Además, de esta forma se abarca un intervalo temporal de sumo interés, al permitir examinar el comportamiento de los halos sectoriales antes, durante y después de la crisis económica iniciada en 2008-2009.

5.4.2. Colectivo de referencia

El colectivo de referencia está formado por grupos empresariales actuantes en España, recogidos en los informes de MERCOS Empresas, clasificados en once sectores. Se partió de una cifra inicial de 43 grupos empresariales, pero a lo largo del tiempo ha habido una serie de alteraciones. A continuación se indican los grupos empresariales incluidos en cada uno de esos sectores. Si en alguno de ellos hay variaciones en el tiempo, se indican entre paréntesis.

SEC₁- Seguros: DKV SEGUROS - MAPFRE - MUTUA MADRILEÑA - SANITAS SEGUROS (sale en 2013-2016).

SEC₂- Banca: BBVA – BANKIA²⁰ - BANKINTER - CAIXABANK - POPULAR - SABADELL - SANTANDER - BANESTO (sale en 2013-2016).

SEC₃- Construcción: ACCIONA - ACS - FCC - FERROVIAL - SACYR (no figura en 2009-2012 ni en 2013-2016).

SEC₄- Distribución: EL CORTE INGLÉS - EROSKI - INDITEX - MANGO - MERCADONA.

SEC₅- Utilities: ENDESA - GAS NATURAL - IBERDROLA - REE - AGBAR (sale en 2013-2016) - ENAGAS (entra en 2013-2016).

SEC₆- Electrónica de consumo: BSH ELECTRODOMÉSTICOS - PROSEGUR

SEC₇- Hoteles: NH HOTELES - MELIÁ HOTELES.

SEC₈- Energía: CEPSA - Corporación Logística de Hidrocarburos (CLH) - REPSOL.

SEC₉- Transporte de viajeros: ABERTIS - IAG IBERIA - RENFE-Operadora.

²⁰ Se ha utilizado a Caja Madrid como sustituto de Bankia hasta la constitución de ésta en 2010.

SEC10- Ingeniería: ABENGOA - GAMESA - INDRA - CORPORACIÓN MONDRAGÓN (sale en 2013-2016) – TECNICAS REUNIDAS (entra en 2013-2016).

SEC11- Medios de comunicación: VOCENTO - GRUPO PRISA.

Un aspecto inevitable a la hora de seleccionar este colectivo ha sido la exclusión de algunas compañías actuantes en España, pero pertenecientes a grupos extranjeros, que reflejaban sus datos económico-financieros consolidados con la matriz. Ello imposibilita la obtención de la información de la filial española y priva a los distintos grupos de interés de la oportunidad de juzgar su trayectoria española, financiera y no financiera. Un ejemplo claro de lo anterior ha sido el sector de operadores de telecomunicaciones, con compañías como Vodafone, Orange y Euskaltel; de esta forma, resultó que en el sector de Telecomunicaciones contábamos con la única presencia de Telefónica-Movistar, lo que ha aconsejado la exclusión en esta investigación de ese importante sector. Tampoco nos ha sido posible incluir en el análisis sectores tan representativos como, por ejemplo, el de las TIC (Google, Microsoft y Apple), ya que no existe información separada para España); el Farmacéutico o el Químico. En cuanto al sector del Automóvil, compañías como Toyota, Volkswagen y Mercedes Benz no son, tampoco, incorporables a la investigación por su corta presencia en los *rankings* de MERCOSUR Empresas para el mencionado periodo de análisis. Por otra parte, la separación inicial de la Distribución en dos sectores se abandonó, agrupándose estas actividades en un único sector, el cuarto. Otro problema ha sido que la información sobre los grupos españoles de Alimentación potencialmente elegibles era incompleta, lo cual ha impedido su aparición como sector a investigar. Se observa, por tanto, alguna dificultad en la selección de los sectores.

Asimismo, a lo largo del periodo investigado (2005-2016) ha habido salidas de grupos (Sanitas Seguros, Banesto, Sacyr, Agbar y el Grupo Mondragón) por motivos de no presencia suficiente en Mercosur Empresas, absorción por otra entidad, abandono de la cotización en Bolsa o insuficiencia de la información disponible. A su vez, se incorporan otros (Enagás y Técnicas Reunidas) en los subperiodos mencionados, con el fin de mantener el tamaño de la muestra, en la medida de lo posible. Por tanto, el tamaño inicial de muestra es de 43 grupos empresariales en el subperiodo 2005-2008, de 42 en 2009-2012 por la salida de Sacyr, y de 40 para 2013-2016 por las entradas de Enagás, y

Técnicas Reunidas, y las salidas de Sanitas Seguros, Banesto, Agbar y Corporación Mondragón.

A diciembre de 2016 los veintiún grupos empresariales de nuestra muestra que aparecían en el IBEX 35 alcanzaban una capitalización del 76 % del total en dicho índice, lo que junto con los ocho grupos que, aunque no figuran en el IBEX 35, sí cotizan en el Mercado Continuo, y los catorce sin presencia en el mercado bursátil, ofrecían a esa fecha una muy aceptable representatividad del universo empresarial español, al menos respecto de las empresas de un cierto tamaño.

5.5. BASES DE DATOS

Como se ha indicado en los apartados anteriores, las tres principales fuentes de información sobre las que nos hemos apoyado para estimar el modelo especificado son: los Informes Financieros Anuales de las compañías (CNMV), el español Monitor Empresarial de Reputación Corporativa (MERCOS) y las páginas web corporativas.

5.5.1. Indicadores económico-financieros

Las variables empresariales Rentabilidad (RoA), Tamaño (T) y Variación anual de la Facturación (F) se han obtenido de los correspondientes Informes Financieros Anuales auditados, remitidos por las sociedades cotizadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Para el caso de compañías no cotizadas o no presentes en el mercado de valores español (Mutua Madrileña; Sanitas Seguros; DKV Seguros; Mango; Mercadona; El Corte Inglés; BSH Electrodomésticos; RENFE-Operadora y Corporación Mondragón), la información pública proporcionada por las mismas ha permitido disponer de datos fiables sobre las variables mencionadas.

5.5.2. Monitor Empresarial de Reputación Corporativa (MERCOS)

Por su parte, las variables Reputación (RP), Liderazgo (LID) y Responsabilidad Corporativa (RC) provienen, respectivamente, de MERCOS Empresas, MERCOS Líderes y MERCOS Responsabilidad y Gobierno Corporativo. Con respecto a esta última variable

debe hacerse notar que, debido a que los datos sobre Responsabilidad Corporativa no están disponibles en MERCO España para el intervalo 2005-2010 y son limitados (solo 50 grupos) en 2011, se ha tomado el monitor MERCO Talento como *proxy* de tal información para los dos primeros cuatrienios (2005-2008 y 2009-2012) de nuestra investigación²¹, mientras que en el tercero y último cuatrienio (2013-2016), se maneja la información, ya disponible, en MERCO Responsabilidad y Gobierno Corporativo. El valor máximo de estas variables a partir del año 2005 se sitúa en 10.000. En este análisis la toma de valores anuales de MERCO se efectúa con el retardo de un año.

Se han dado algunos casos en que los datos relativos a estas tres variables no están disponibles para algún grupo empresarial porque dicha compañía no aparece en alguno de los rankings anuales confeccionados por MERCO España. Al venir referida dicha circunstancia a un número no muy amplio de casos (115 de 2.016 registros), se ha optado por sustituir dicho valor ausente con los siguientes criterios: si la compañía vuelve aparecer en el año siguiente, se efectúa una interpolación entre el dato anterior y posterior de dichas variables; o, caso de que la ausencia se repita en dos periodos anuales, lo que debilitaría la representatividad de una interpolación, se sustituyen los valores ausentes por los de la compañía que aparece en último lugar en el *ranking* de dicho año, con un escalón a la baja de penalización. Por ejemplo, si el mínimo del año es 3.000, la calificación adjudicada al grupo faltante será 2.800; si es 2.000 o similar, la calificación será 1800. Caso de que la calificación del último grupo de ese año se mueva en torno a 1.700, 1.500, 1.300 o 1.100, el faltante recibirá los valores 1.500, 1.250, 1.200 o 1.000, respectivamente. Por último, en caso de que el último grupo presente un registro por debajo de 1.000, el faltante se ajustará con penalización a la baja respecto a dicha cifra.

La información relativa a los valores obtenidos para cada una de estas tres variables por cada grupo empresarial, en cada uno de los años considerados, figura en el Anexo.

²¹ El índice de Merco Talento ordena a las empresas según su reputación laboral, reflejando la opinión, entre otros, de trabajadores (ajenos y propios) y población general. Los trabajadores son preguntados sobre *Reputación Interna* (valores éticos y profesionales de su actual empresa), *Marca Empleador* (empresa admirada por sus valores, gestión y resultados) y *Calidad laboral* (acciones de conciliación / salario / desarrollo profesional). La encuesta a Población General permite obtener una visión de las mejores marcas-empleador desde otras perspectivas, especialmente como clientes. Como puede observarse, reúne aspectos coincidentes con los de Responsabilidad Corporativa, por lo que hemos estimado que puede ser considerado como *proxy* de esta.

5.6. ESTADÍSTICOS PRINCIPALES Y MATRICES DE CORRELACIÓN

Se ofrecen y comentan, a continuación, los registros de los estadísticos principales y matrices de correlación relativos a la variable a explicar y a las variables de control del modelo expresado en [5.1], para los tres cuatrienios analizados: 2005-2008, 2009-2012 y 2013-2016.

Recuérdese que las variables reputación (RP_{it}), liderazgo (LID_{it}) y responsabilidad corporativa (RC_{it}) vienen expresadas en logaritmos neperianos de los datos primarios, tomados de MERCOSUR España; la cifra del tamaño de los grupos (T_{it}) es indicada, igualmente, en logaritmos neperianos del número de empleados, mientras que la variable rentabilidad (ROA_{it-1}) retardada en un periodo, aparece en porcentaje, y la de variación de la facturación con respecto al año anterior (F_{it}) se registra en tanto por uno.

5.6.1. Subperiodo 2005-2008 (Previo a la crisis)

En la Tabla 11 aparecen los estadísticos principales de las variables anteriormente indicadas para el subperiodo anterior a la crisis. En concreto, se muestran las medias, las medianas, las desviaciones típicas y los valores mínimo y máximo.

Como puede observarse en la tabla, en este subperiodo previo a la crisis la media de la *Reputación* luce, aunque pequeño, un incremento paulatino, de 8,090 a 8,333 (+3%). La desviación típica se va reduciendo en el intervalo 2005-2007 y se incrementa en 2008, último año del cuatrienio, con el cambio de coyuntura económica ya presente y público.

Un comportamiento más apreciable se observa en la media del *Liderazgo*, que, igualmente, crece en los tres primeros años, de 7,671 a 8,111 (+5,7%), pero ya en 2008 parece reflejar ese cambio en la percepción del nuevo contexto económico que se avecina. La desviación de los registros desciende suavemente entre 2005 y 2007, para aumentar en 2008.

Tabla 11. Estadísticos principales: Subperiodo 2005-2008

2005	Media	Mediana	Desv. t.	Mín.	Máx.
RP_{it}	8,090	8,063	0,539	6,908	9,210
RoA_{it-1}	4,366	3,880	3,815	-5,820	17,520
T_{it}	9,564	9,553	1,341	6,503	11,760
F_{it}	0,149	0,130	0,104	0,050	0,410
LID_{it}	7,671	7,489	0,571	7,090	9,210
RC_{it}	8,274	8,335	0,531	7,131	9,210

2006	Media	Mediana	Desv. t.	Mín.	Máx.
RP_{it}	8,180	8,195	0,474	7,147	9,210
RoA_{it-1}	5,142	3,980	4,365	-4,980	15,570
T_{it}	9,581	9,561	1,411	6,531	11,730
F_{it}	0,176	0,140	0,198	-0,250	0,890
LID_{it}	7,929	7,769	0,482	7,286	9,210
RC_{it}	7,978	8,037	0,667	6,215	9,210

2007	Media	Mediana	Desv. t.	Mín.	Máx.
RP_{it}	8,321	8,232	0,392	7,496	9,210
RoA_{it-1}	5,135	4,880	4,653	-4,060	19,600
T_{it}	9,747	9,755	1,375	6,551	12,110
F_{it}	0,144	0,130	0,144	-0,130	0,580
LID_{it}	8,061	7,993	0,399	7,496	9,210
RC_{it}	7,939	8,066	0,690	5,858	9,210

2008	Media	Mediana	Desv. t.	Mín.	Máx.
RP_{it}	8,333	8,250	0,411	7,496	9,210
RoA_{it-1}	4,832	3,870	4,266	-3,700	17,690
T_{it}	9,758	9,629	1,365	6,686	12,050
F_{it}	0,091	0,080	0,134	-0,100	0,560
LID_{it}	8,111	7,981	0,415	7,496	9,210
RC_{it}	8,005	8,065	0,855	5,991	9,210

Fuente: elaboración propia

Por su parte, la secuencia de la media de la *Responsabilidad Corporativa* muestra una trayectoria con retroceso, aunque se recupera al final del cuatrienio, de 8,274 a 8,005 (-3,25%), pero sin alcanzar la situación de partida. El parámetro de dispersión va aumentando paulatinamente y luce un incremento cuatrienal importante: de 0,531 a 0,855 (+61%).

No obstante, respecto de los valores de estas variables, debemos tener en cuenta que se refieren a índices, y por tanto tienen un significado fundamentalmente ordinal, esto es, de ordenar compañías de forma relativa, según son percibidas en cada año como de mayor a menor reputación, liderazgo o responsabilidad corporativa, por lo que la evolución en el tiempo de esos valores debe ser interpretada con cautela, no de forma cuantitativa estricta.

La media de la variable *Rentabilidad*, retardada en un año, presenta un aumento entre 2005 y 2007, pasa de 4,366 a 5,135 %, pero decrece en 2008, situándose en 4,832%. A ello no parece ser ajeno el inicio público de la crisis, materializado en la quiebra de Lehman Brothers, en septiembre de dicho año. Con respecto a sus valores mínimos, en este cuatrienio, que luce registros negativos todos los años, cabe observar que se refieren, exclusivamente, al grupo Renfe Operadora, cuyo carácter de servicio público justifica tal circunstancia. Ninguno de los restantes grupos empresariales investigados en el cuatrienio que nos ocupa ofrece rentabilidades negativas; ello es más acorde con la coyuntura de bonanza económica de este subperiodo. La dispersión muestra un crecimiento entre el inicio y el fin del cuatrienio, de 3,815 a 4,266 (+12%).

El *Tamaño* medio del colectivo analizado no muestra variaciones significativas, como cabía esperar por el mantenimiento de los mismos grupos en todo el cuatrienio. Por su parte, la media de la *Variación de la Facturación* ofrece un aumento en los dos primeros años de este subperiodo, 0,1493 y 0,1765 respectivamente, pero inicia el descenso en 2007 y se desploma en 2008, cayendo al 0,091, como aviso de una crisis que ya se presenta muy cercana, y queda recogida en nuestros datos de este último año, con la aparición de nueve corporaciones que registran variaciones negativas de facturación respecto de 2007, algo excepcional en los años anteriores.

Por su parte, en la Tabla 12 se indican las *matrices de correlación* entre la variable a explicar y las variables de control consideradas, para cada uno de los años de dicho subperiodo.

Examinándola, se observa en primer lugar que, como cabía presumir, las variables *Liderazgo* y *Responsabilidad Corporativa* presentan, en todo el cuatrienio, una elevada correlación con la reputación, especialmente la primera, que registra correlaciones entre 0,7983 y 0,9320, mientras que la segunda luce registros entre 0,6786 y 0,7933. Por otra parte, también muestran una elevada correlación entre ellas dos. Se trata de dos factores explicativos con probada significatividad, como ya se ha apuntado anteriormente, sobre la reputación empresarial. Además, en nuestro caso hay que tener en cuenta que, en el contexto de MERCOSUR Empresas, esos dos indicadores entran en la composición de RP_{it} .

Sorprenden los valores de la correlación entre *Rentabilidad* y *Reputación*, pues a excepción de 2008 son negativos, aunque no significativos; ello parece confirmar que, salvo para el personal informado –Directivos y algún subgrupo dentro de los Expertos–, es un factor explicativo poco valorado, o desconocido, para el resto de grupos de interés²².

Por su parte, el *Tamaño* muestra un inferior registro de correlación con la reputación, moviéndose entre 0,3325 y 0,5674, valores no obstante significativos, acorde con la idea de que las grandes corporaciones gozan de mejor percepción reputacional por parte de los grupos de interés, fruto del mayor conocimiento público de aquellas. También el *Liderazgo* muestra correlación con el tamaño, tal vez porque los líderes de los grandes grupos empresariales son más conocidos del gran público.

²² Tratando de mejorar los resultados al respecto, se han intentado otras aproximaciones a la variable Rentabilidad, como la media de las rentabilidades de los tres últimos años, o, incluso, la rentabilidad del propio año, pero los resultados obtenidos no han conseguido mejoras, incluso en algún caso empeoraban.

Tabla 12. Matrices de correlación: Subperiodo 2005-2008

RP_{it}	RoA_{it-1}	T_{it}	F_{it}	LID_{it}	RC_{it}	2005
1,000	-0,1961	0,5674	0,0373	0,7983	0,7698	RP _{it}
	1,000	-0,3137	0,0159	-0,1791	-0,3610	RoA _{it-1}
		1,000	0,1448	0,5374	0,4783	T _{it}
			1,000	-0,0272	0,0621	F _{it}
				1,000	0,6694	LID _{it}
					1,000	RC _{it}
RP_{it}	RoA_{it-1}	T_{it}	F_{it}	LID_{it}	RC_{it}	2006
1,000	-0,0997	0,5022	-0,0394	0,8803	0,6786	RP _{it}
	1,000	-0,1872	0,0495	-0,0426	-0,1834	RoA _{it-1}
		1,000	0,0618	0,5271	0,1587	T _{it}
			1,000	-0,0656	-0,0320	F _{it}
				1,000	0,6622	LID _{it}
					1,000	RC _{it}
RP_{it}	RoA_{it-1}	T_{it}	F_{it}	LID_{it}	RC_{it}	2007
,,000	-0,0001	0,4267	0,0794	0,9320	0,7357	RP _{it}
	1,000	-0,3209	-0,1346	0,0504	-0,0705	RoA _{it-1}
		1,000	0,1782	0,5211	0,0281	T _{it}
			1,000	0,0895	0,0405	F _{it}
				1,000	0,6593	LID _{it}
					1,000	RC _{it}
RP_{it}	RoA_{it-1}	T_{it}	F_{it}	LID_{it}	RC_{it}	2008
1,000	0,0463	0,3325	0,2222	0,9242	0,7933	RP _{it}
	1,000	-0,2743	-0,0929	0,0566	-0,0244	RoA _{it-1}
		1,000	0,0641	0,4643	0,2167	T _{it}
			1,000	0,1226	0,2492	F _{it}
				1,000	0,6636	LID _{it}
					1,000	RC _{it}

Nota: se indican los coeficientes de correlación entre las variables, siendo el número de observaciones n = 43. Para ese número, el valor crítico al 5% (a dos colas) es 0,3008.

Fuente: elaboración propia

5.6.2. Subperiodo 2009-2012 (Crisis)

En la Tabla 13 aparecen los estadísticos principales de las variables anteriormente indicadas para el subperiodo de crisis.

De la observación de la tabla se deduce que, pese a encontrarnos en el cuatrienio de la crisis, la media del indicador de *Reputación* presenta un comportamiento que crece en 2010, aunque de forma mínima (+3,17%), y se estabiliza durante el resto de este subperiodo. Sorprende tal secuencia, pues cabía esperar un deterioro de la percepción reputacional en esta fase de profunda crisis; aunque, tal vez, esté en línea con la mejor imagen que suele acompañar a las grandes corporaciones. La dispersión cae de forma importante en ese año 2010, situándose en 0,276, y se estabiliza hasta el final de este cuatrienio.

No obstante, como ya se ha indicado, las variaciones de valor en esta variable y en las dos siguientes deben ser tomadas con cautela, toda vez que se basan en valores de índices relativos.

Por su parte, la media del *Liderazgo* registra en 2010 un aumento importante de 8,073 a 8,426, (+ 4,37%) sobre el año anterior, que se mantiene hasta el final del cuatrienio, en torno a 8,400. Ello parece sugerir que la percepción de los líderes del colectivo analizado, en este subperiodo de crisis, mejora sustancialmente. La dispersión desciende en 2010 sobre el año anterior (de 0,4292 a 0,3010, - 30%), y, aunque aumenta en 2011 y 2012, no recupera la cifra de partida del cuatrienio.

En cuanto a la percepción de la *Responsabilidad Corporativa* por parte de los grupos de interés, la media se inicia con 7,921, crece en 2010 y 2011, y finaliza el subperiodo con 8,509, mostrando un incremento del 7,5% sobre el registro de partida. Parece que en este intervalo de crisis aguda la percepción del correcto comportamiento responsable como fuente de reputación se intensifica, y así lo recogen los encuestados. La dispersión se reduce considerablemente (- 67%) entre el inicio y el final del cuatrienio.

Tabla 13. Estadísticos principales: Subperiodo 2009-2012

2009	Media	Mediana	Desv. t.	Mín.	Máx.
RP_{it}	8,407	8,346	0,402	7,496	9,200
RoA_{i-t-1}	3,723	2,580	4,384	-3,420	18,610
T_{it}	9,815	9,863	1,336	6,845	12,040
F_{it}	-0,025	0,005	0,143	-0,390	0,300
LID_{it}	8,073	7,903	0,429	7,496	9,210
RC_{it}	7,921	8,091	0,931	5,704	9,134

2010	Media	Mediana	Desv. t.	Mín.	Máx.
RP_{it}	8,674	8,674	0,276	7,937	9,210
RoA_{i-t-1}	3,239	2,360	4,375	-5,410	17,000
T_{it}	9,782	9,785	1,323	6,913	12,090
F_{it}	0,043	0,035	0,123	-0,240	0,320
LID_{it}	8,426	8,410	0,301	7,937	9,210
RC_{it}	8,657	8,592	0,269	8,039	9,210

2011	Media	Mediana	Desv. t.	Mín.	Máx.
RP_{it}	8,678	8,665	0,281	7,937	9,210
RoA_{i-t-1}	3,319	1,660	4,294	-1,430	17,700
T_{it}	9,841	9,866	1,386	6,947	12,170
F_{it}	0,033	0,040	0,152	-0,610	0,450
LID_{it}	8,410	8,333	0,340	7,937	9,210
RC_{it}	8,474	8,477	0,422	6,321	9,210

2012	Media	Mediana	Desv. t.	Mín.	Máx.
RP_{it}	8,624	8,593	0,297	7,937	9,210
RoA_{i-t-1}	3,315	2,260	5,345	-5,410	17,740
T_{it}	9,905	9,899	1,360	7,000	12,140
F_{it}	0,039	0,030	0,148	-0,430	0,470
LID_{it}	8,378	8,378	0,335	7,937	9,210
RC_{it}	8,509	8,512	0,299	7,937	9,210

Fuente: elaboración propia

Pasando a las otras variables de control, la media de la *Rentabilidad*, en comparación con el cuatrienio anterior, sigue deslizándose a la baja en un proceso iniciado en 2008, moviéndose en torno al 3,3% en este cuatrienio, acorde con la mala situación económica. Ya en 2012 aparecen ocho corporaciones de la muestra con cifras de rentabilidad negativas; y los valores mínimos de los años 2010 y 2012 corresponden a IAG Iberia y Grupo Prisa, ambas en proceso de reestructuración financiera, aunque por distintos motivos. La dispersión no presenta variaciones significativas a lo largo de este cuatrienio, salvo el último año, en que aumenta de forma importante.

La media del *Tamaño*, por su parte, muestra estabilidad, por las razones ya mencionadas. En cuanto a la *Variación de la Facturación*, presenta valores medios anuales en torno al 3%, e, incluso, luce una cifra negativa en 2009; todo ello muy alejado de los registros del bonancible subperiodo precrisis.

En la Tabla 14 se muestran, ahora, para cada año del subperiodo 2009-2012, las *matrices de correlación* entre la variable a explicar y las variables de control.

Como ya ocurría en el cuatrienio precrisis (2005-2008), el *Liderazgo* y la *Responsabilidad Corporativa* muestran un elevado nivel de correlación con la *Reputación*; por otra parte, y de nuevo, ni la *Rentabilidad*, ni la *Variación de la Facturación* parecen jugar un papel significativo en su percepción. Solo el *Tamaño* parece mantener cierta correlación, aunque baja, con la reputación. Igualmente, el *Liderazgo* presenta alguna vinculación estadística con el *Tamaño*; de nuevo aparece, pues, la intuida relación de la reputación con el tamaño, y de este con el liderazgo. Todo ello, acorde la información ofrecida por la literatura y los trabajos académicos.

Tabla 14. Matrices de correlación: Subperiodo 2009-2012

RP_{it}	RoA_{it-1}	T_{it}	F_{it}	LID_{it}	RC_{it}	2009
1,000	0,0813	0,3130	0,2165	0,8455	0,8152	RP _{it}
	1,000	-0,3042	0,0999	0,1274	0,0221	RoA _{it-1}
		1,000	-0,0199	0,5242	0,2454	T _{it}
			1,000	0,2194	0,1278	F _{it}
				1,000	0,5778	LID _{it}
					1,000	RC _{it}
RP_{it}	RoA_{it-1}	T_{it}	F_{it}	LID_{it}	RC_{it}	2010
1,000	0,2031	0,3930	0,3309	0,7601	0,9130	RP _{it}
	1,000	-0,1050	0,2638	0,1150	0,2764	RoA _{it-1}
		1,000	-0,0523	0,4431	0,3538	T _{it}
			1,000	0,1535	0,3739	F _{it}
				1,000	0,6763	LID _{it}
					1,000	RC _{it}
RP_{it}	RoA_{it-1}	T_{it}	F_{it}	LID_{it}	RC_{it}	2011
1,000	0,1610	0,4315	0,1457	0,7758	0,4562	RP _{it}
	1,000	-0,1399	0,1461	0,1667	0,1894	RoA _{it-1}
		1,000	0,1884	0,4680	0,1813	T _{it}
			1,000	0,1677	0,1140	F _{it}
				1,000	0,3969	LID _{it}
					1,000	RC _{it}
RP_{it}	RoA_{it-1}	T_{it}	F_{it}	LID_{it}	RC_{it}	2012
1,000	0,2536	0,4361	0,2564	0,7465	0,9187	RP _{it}
	1,000	-0,0864	0,2162	0,2564	0,2571	RoA _{it-1}
		1,000	0,1986	0,4966	0,3414	T _{it}
			1,000	0,3028	0,2578	F _{it}
				1,000	0,6935	LID _{it}
					1,000	RC _{it}

Nota: se indican los coeficientes de correlación entre las variables, siendo el número de observaciones $n = 42$. Para ese número, el valor crítico al 5% (a dos colas) es 0,3044.

Fuente: elaboración propia

5.6.3 Subperiodo 2013-2016 (Salida de la crisis)

En este último subapartado se van a mostrar y comentar los estadísticos principales y las matrices de correlación para las variables registradas en cada uno de los años del subperiodo que consideramos de salida de la crisis, esto es, de 2013 a 2016.

Así, en la Tabla 15 aparecen para este intervalo temporal los estadísticos principales de las variables anteriormente indicadas.

Como puede observarse, la media de la variable *Reputación* apenas varía a lo largo de los cuatro años de este subperiodo, manteniéndose en el nivel del cuatrienio anterior, con un máximo de 8,651 y un mínimo de 8,600. Asimismo, el *Liderazgo* y la *Responsabilidad Corporativa* mantienen, por parte de los grupos de interés, una percepción de estabilidad.

Con respecto a las otras variables, la *Rentabilidad* media decae, siempre con cifras positivas, los tres primeros años, de 2,149% a 0,643%, recuperándose en el último, 1,628%. El mínimo se alcanza en 2015 (0.643%), debido principalmente a la elevada rentabilidad negativa del Grupo Prisa (correspondiente al mínimo de ese año, - 64,3%), que se encontraba en proceso de reestructuración financiera. Por su parte, el *Tamaño* medio varía muy poco sus registros, por las razones ya conocidas. La *Variación media de la facturación* no parece acompañar a la mejora de la coyuntura económica, e, incluso, luce una cifra negativa en 2016; esa cifra negativa viene causada por el grupo Abengoa.

Tabla 15. Estadísticos principales: Subperiodo 2013-2016

2013	Media	Mediana	Desv. t.	Mín.	Máx.
RP_{it}	8,631	8,631	0,292	7,937	9,210
RoA_{it-1}	2,149	2,423	6,156	-12,060	22,400
T_{it}	9,822	9,815	1,340	7,090	12,140
F_{it}	0,012	-0,005	0,137	-0,400	0,530
LID_{it}	8,348	8,287	0,364	7,937	9,210
RC_{it}	8,524	8,542	0,346	7,937	9,210

2014	Media	Mediana	Desv. t.	Mín.	Máx.
RP_{it}	8,649	8,665	0,294	7,937	9,210
RoA_{it-1}	1,781	1,519	6,040	-15,350	18,800
T_{it}	9,814	9,802	1,355	7,060	12,290
F_{it}	0,028	0,020	0,146	-0,480	0,600
LID_{it}	8,352	8,269	0,343	7,937	9,210
RC_{it}	8,627	8,647	0,311	7,937	9,148

2015	Media	Mediana	Desv. t.	Mín.	Máx.
RP_{it}	8,600	8,633	0,326	7,937	9,210
RoA_{it-1}	0,643	1,332	11,340	- 64,300	16,320
T_{it}	9,755	9,816	1,426	6,994	12,210
F_{it}	0,035	0,025	0,124	-0,270	0,370
LID_{it}	8,418	8,351	0,357	7,937	9,210
RC_{it}	8,633	8,723	0,333	7,937	9,160

2016	Media	Mediana	Desv. t.	Mín.	Máx.
RP_{it}	8,651	8,690	0,311	7,937	9,210
RoA_{it-1}	1,628	1,476	5,718	-20,920	16,600
T_{it}	9,839	9,775	1,376	7,203	12,150
F_{it}	-0,021	-0,010	0,150	-0,740	0,320
LID_{it}	8,471	8,493	0,372	7,937	9,210
RC_{it}	8,688	8,763	0,334	7,937	9,151

Fuente: elaboración propia

Por su parte, en la Tabla 16 aparecen, para cada año de este último subperiodo, las matrices de correlación entre las variables consideradas.

De nuevo, en este último cuatrienio las correlaciones muestran el importante peso del *Liderazgo* y la *Responsabilidad Corporativa* sobre la percepción de la reputación empresarial, acompañadas, aunque en menor medida, por el *Tamaño* empresarial. Por el contrario, la *Rentabilidad* y la *Variación de la Facturación* son factores no significativos. El *Liderazgo* resulta, también, vinculado estadísticamente con el *Tamaño* empresarial.

En resumen, considerando la totalidad del periodo investigado (2005-2016), los registros ofrecen algunas consideraciones:

Teniendo en cuenta los *valores medios de cada uno de los tres subperiodos* y atendiendo a la variable *Reputación*, se observa una secuencia creciente que se inicia con el valor 8,231 en 2005-2008, continúa con 8,595 en 2009-2012 y finaliza con 8,632 en 2013-2016. Ello indica, por tanto, un incremento del 5% en la percepción reputacional del colectivo de empresas para todo el periodo analizado. Ese crecimiento no se interrumpe en el subperiodo de crisis.

Respecto de la variable *Liderazgo*, se observa un aumento similar al de la reputación, iniciándose con un *valor medio* de 7,943 en 2005-2008, continuando con 8,321 en 2009-2012 y finaliza con 8,397 en 2013-2016; registrando un incremento del 5,7% para todo el periodo. La *Responsabilidad Corporativa*, por su parte, luce una secuencia que comienza con un *valor medio* de 8,049 en 2005-2008, seguido de 8,390 en 2009-2012 y finaliza en 2013-2016 con un registro del 8,618; se comprueba que el crecimiento de esa media alcanza el 7,07%, aproximadamente dos puntos por encima de las que ofrecen las variables reputación y liderazgo.

Ahora bien, respecto de estas tres variables, debe tenerse en cuenta lo ya indicado anteriormente, en el sentido de que sus variaciones de valor se basan en valores de índices relativos, y por tanto deben ser tomadas con cautela.

Tabla 16. Matrices de correlación: Subperiodo 2013-2016

RP_{it}	RoA_{it-1}	T_{it}	F_{it}	LID_{it}	RC_{it}	2013
1,000	0,0532	0,4438	-0,0151	0,6646	0,8936	RP _{it}
	1,000	-0,0028	0,2452	0,2245	0,0450	RoA _{it-1}
		1,000	-0,0418	0,5843	0,3533	T _{it}
			1,000	0,0632	0,0165	F _{it}
				1,000	0,6478	LID _{it}
					1,000	RC _{it}
RP_{it}	RoA_{it-1}	T_{it}	F_{it}	LID_{it}	RC_{it}	2014
1,000	0,1099	0,4306	-0,0451	0,6469	0,9353	RP _{it}
	1,000	-0,0726	0,5625	0,1336	0,1036	RoA _{it-1}
		1,000	-0,0950	0,5610	0,2857	T _{it}
			1,000	-0,0530	-0,0111	F _{it}
				1,000	0,6058	LID _{it}
					1,000	RC _{it}
RP_{it}	RoA_{it-1}	T_{it}	F_{it}	LID_{it}	RC_{it}	2015
1,000	0,2621	0,4500	0,3110	0,7467	0,9232	RP _{it}
	1,000	0,0193	0,1524	0,1787	0,3151	RoA _{it-1}
		1,000	0,1522	0,5336	0,3059	T _{it}
			1,000	0,2155	0,2255	F _{it}
				1,000	0,6624	LID _{it}
					1,000	RC _{it}
RP_{it}	RoA_{it-1}	T_{it}	F_{it}	LID_{it}	RC_{it}	2016
1,000	0,1680	0,4501	0,2064	0,7133	0,9374	RP _{it}
	1,000	-0,0551	0,3940	0,2283	0,1630	RoA _{it-1}
		1,000	-0,0733	0,5360	0,3995	T _{it}
			1,000	0,0912	0,2603	F _{it}
				1,000	0,6667	LID _{it}
					1,000	RC _{it}

Nota: Se indican los coeficientes de correlación entre las variables, siendo el número de observaciones n = 40. Para ese número, el valor crítico al 5% (a dos colas) es 0,3120.

Fuente: elaboración propia

La *Rentabilidad* presenta una trayectoria decreciente: comienza en 2005-2008 con una *media* que se sitúa en 4,868%, sigue con 3,399% en 2009-2012 y continúa deslizándose hasta situarse en el 1,550% en 2013-2016; es decir, un decremento de casi el 70% para la totalidad del periodo investigado; incluso en los tres últimos años del subperiodo de salida de la crisis, con crecimientos del PIB español, la secuencia es a la baja.

El comportamiento de la *Variación de la Facturación* acompaña a la caída de la rentabilidad. Registra un *valor medio* de 0,140 en 2005-2008, desciende al 0,022 en 2009-2012 y sigue a la baja, con 0,013, en 2013-2016. Es decir, un decrecimiento continuado muy importante a lo largo de todo el periodo analizado, que no se recupera ni siquiera en el subperiodo de salida de la crisis.

Dando entrada al análisis de los *valores máximo y mínimo*, se presentan los siguientes resultados para el periodo completo (2005-2026).

El indicador de *Reputación* alcanza su *máximo* (8,678) en 2011 y su *mínimo* (8,090) en 2005, cifras que sorprenden por la distinta coyuntura económica de ambos años; no parece que tal circunstancia, bonanza en 2005 y crisis aguda en 2011, haya afectado a la percepción reputacional por parte de los *stakeholders* del colectivo investigado. El *Liderazgo* registra su *máximo* (8,471) en 2016 y el *mínimo* (7,671) en 2005, y presenta una trayectoria creciente a lo largo de los doce años analizados. Por último, la percepción de la *Responsabilidad Corporativa* y buen gobierno societario alcanza su *máximo* (8,688) en 2016 y su *mínimo* (7,921) en 2009, y resulta acorde con la situación económica de los cuatrienios en que se ubican ambos años. Los datos parecen indicar que en tiempos de crisis la reputación es más valorada. No obstante, recuérdese la cautela que debe presidir la interpretación de las variaciones de valor en el tiempo cuando se trata de índices relativos.

Atendiendo al comportamiento de las *correlaciones* en la totalidad del periodo (2005-2016), se manifiesta un alto nivel entre la *Reputación* y las variables *Liderazgo* y *Responsabilidad Corporativa*. El *Tamaño* luce una cierta relación con la reputación, aunque con menor intensidad que aquellas. También se registra una menor correlación entre *Liderazgo* y *Tamaño*. En resumen, a lo largo de los doce años investigados (2005-

2016) se manifiesta en la muestra una asociación muy significativa de las variables *Liderazgo y Responsabilidad Corporativa* con la reputación, acompañadas, de forma más moderada, por el *Tamaño* empresarial. Ahora bien, esa vinculación resulta especialmente fuerte, y creciente, con la Responsabilidad Corporativa en los dos últimos subperiodos, lo cual parece indicar que en ellos dicha variable resulta especialmente apreciada por los *stakeholders*.

Por otra parte, era de esperar que la *Rentabilidad* estuviese asociada con la reputación, pero, sin embargo, no se manifiesta una correlación específica entre ambas. Además, en la muestra tampoco se detecta asociación entre la *Variación de la Facturación*, y la *Reputación*. Estos resultados también son registrados por Urra-Urbieta, Mohedano-Suanes y Safón-Cano (2009) en una muestra similar en España, para el periodo 2003-2005.

5.7. RESUMEN Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

En este capítulo se inicia la tercera parte de la tesis, en la que se pretende alcanzar el objetivo principal de la misma, esto es, contrastar la existencia de un “halo sectorial” en la valoración de la reputación corporativa de las empresas españolas, y, si tal halo existe, contrastar su permanencia en el tiempo. A tal fin, deben conseguirse los dos últimos objetivos secundarios:

OS.7: Establecer la existencia de un “halo sectorial” en el caso de la evaluación de la reputación de las empresas españolas.

OS.8: Establecer si el “halo sectorial” en la evaluación de la reputación de las empresas españolas se mantiene en el tiempo.

Para ello se va a efectuar un estudio empírico mediante un procedimiento de tipo causal cuantitativo. Así, en el presente capítulo se presenta la metodología de dicho estudio empírico. Se inicia formulando las hipótesis a contrastar, relativas a la reputación de las empresas españolas, que se materializan en la posibilidad de que exista un halo sectorial

y que dicho halo se mantenga en el tiempo. A continuación se presenta la especificación del modelo con el que vamos a trabajar, que explica el comportamiento de la variable *Reputación* a través de diez variables representativas de los sectores de actividad, con cinco variables de control: *Rentabilidad*, retardada un año, *Tamaño*, *Variación de la Facturación*, *Liderazgo* y *Responsabilidad Corporativa*. A tal efecto, se ha tomado una muestra de una cuarentena de grupos empresariales españoles, pertenecientes a once sectores de actividad económica, en el periodo 2005-2016, separado en tres cuatrienios sucesivos: (2005-2008 previo a la crisis, 2009-2012 crisis y 2013-2016 salida de la crisis).

La base de datos para la estimación del modelo procede del Monitor Empresarial de Reputación Corporativa (MERCO), la Información Financiera anual (CNMV) de las empresas y las páginas web de las mismas. Se contemplan dos tipos de análisis cuantitativo, uno de sección cruzada y otro de datos de panel. Los resultados del mismo se muestran en el siguiente capítulo, mientras que el séptimo capítulo es dedicado al análisis y discusión de dichos resultados.

También se han mostrado los estadísticos principales y las matrices de correlación entre las mencionadas variables. Si atendemos a estos datos, se observa, entre los primeros, que a lo largo de los doce años investigados aparece, en media, una secuencia creciente de la *Reputación*, que viene acompañada de un comportamiento similar de la *Responsabilidad Corporativa* y el *Liderazgo*, aunque estos comportamientos deben ser considerados con cautela, ya que corresponden a la variación en el tiempo de índices relativos. Por otra parte, la *Rentabilidad* luce una trayectoria decreciente, acompañada por la caída de la *Facturación*. Respecto de las correlaciones, igualmente a lo largo de los doce años considerados (2005-2016), se manifiesta un alto y significativo nivel de correlación entre la *Reputación* y las variables *Responsabilidad Corporativa* y *Liderazgo* –variables que entran a formar parte del índice de reputación empleado–, acompañadas por el *Tamaño*, aunque con menor intensidad. Pese a lo esperado, la *Rentabilidad* no luce niveles apreciables de relación con la *Reputación*.

SEXTO CAPÍTULO: CONTRASTE EMPÍRICO

6.1. INTRODUCCIÓN

Como se ha indicado en la Introducción al capítulo anterior, en la tercera parte de esta tesis, tras haber alcanzado en los capítulos segundo, tercero y cuarto los seis primeros objetivos secundarios de la misma, se pretende alcanzar los dos últimos, que responden más estrechamente al objetivo principal de la tesis, el cual es, recordemos, contrastar la existencia de un “halo sectorial” en la valoración de la reputación corporativa de las empresas españolas, y adicionalmente, si tal halo existe, contrastar su permanencia en el tiempo. Recordemos asimismo que estos dos últimos objetivos secundarios, en concreto el séptimo y el octavo, son:

OS.7: Establecer la existencia de un “halo sectorial” en el caso de la evaluación de la reputación de las empresas españolas.

OS.8: Establecer si el “halo sectorial” en la evaluación de la reputación de las empresas españolas se mantiene en el tiempo.

Así, en el capítulo anterior, primero de esta tercera parte, y quinto del conjunto de la tesis, se ha presentado la metodología seguida en el estudio empírico que pretende la consecución de estos objetivos. En concreto, se han fundamentado y formulado las hipótesis a contrastar, se ha presentado el modelo de análisis, las técnicas a aplicar, el ámbito geográfico, el periodo temporal abarcado, el colectivo de referencia y las bases de datos empleadas. También se han mostrado los principales estadísticos y las matrices de correlación de las variables métricas empleadas.

Por su parte, en este capítulo, como se ha adelantado en el capítulo anterior, se presentan las características de las estimaciones efectuadas, tanto de sección cruzada como de datos de panel, al objeto de contrastar las hipótesis formuladas y de esta forma alcanzar los objetivos planteados; asimismo, se presentan los resultados obtenidos con esas estimaciones, diferenciando los tres cuatrienios en que se ha segmentado la investigación.

En el siguiente capítulo, tercero y último de esta parte, y séptimo del conjunto de la tesis, se efectuará el análisis y la discusión de los resultados obtenidos en el actual capítulo, en orden a establecer el grado de cumplimiento de las hipótesis planteadas.

En cuanto a las técnicas que han sido aplicadas en este capítulo, el análisis de sección cruzada trabaja con la especificación de un modelo uniecuacional en el que, como se indicó en el capítulo anterior, aparece la reputación como variable a explicar, una decena de variables explicativas ficticias reflejadas en diez sectores de actividad –en que el término independiente del modelo refleja el undécimo sector de Medios de Comunicación, como referencia– y cinco variables de control (rentabilidad retardada en un periodo anual, tamaño, variación de la facturación, liderazgo y responsabilidad corporativa). El modelo uniecuacional se estima en cada año de la muestra; sin embargo, de cara al análisis de resultados la presentación de los mismos se periodifica, atendiendo a la coyuntura económica, en tres cuatrienios sucesivos (2005-2008 previo a la crisis, 2009-2012 crisis y 2013-2016 salida de la crisis).

El análisis de sección cruzada en cada t , es decir en cada año, permite un seguimiento temporal año a año de los resultados y su evolución. Por su parte, el análisis de datos de panel permite aprovechar simultáneamente las dimensiones de sección cruzada y temporal con el objetivo de mejorar la eficiencia de las estimaciones. Aprovechando la periodificación de la presentación y análisis de resultados de la sección cruzada secuencial, se va a llevar a cabo un estudio de datos de panel aplicándolo a los tres subperiodos de análisis precrisis (2005-2008), crisis (2009-2012) y salida de la crisis (2013-2016), así como al periodo completo 2005-2016. En cada uno de estos intervalos temporales se analiza la relación de la variable de interés “Reputación empresarial” con los sectores de actividad y el conjunto de variables económicas que actúan como variables de control.

En consecuencia, este capítulo se estructura como sigue.

En el segundo apartado se presentan unas consideraciones previas a la estimación del modelo, indicando cómo se van a aplicar las dos técnicas diferentes de estimación empleadas: el análisis de sección cruzada y el análisis de datos de panel.

En el tercer apartado se presenta el análisis de sección cruzada. Tras indicar la especificación del modelo, se muestran los resultados obtenidos de su aplicación, año a año, según los tres subperiodos considerados.

El cuarto apartado se dedica a exponer los resultados de la estimación con datos de panel. Se presentan para cada uno de los subperiodos cuatrienales considerados, y también para el conjunto del periodo.

El quinto apartado presenta el resumen y las conclusiones del capítulo.

6.2. ESTIMACIÓN DEL MODELO: CONSIDERACIONES PREVIAS

Como ya se ha indicado en el capítulo anterior, en la base de datos analizada se incluyen, para cada uno de los años 2005 a 2016 y en relación con los iniciales 43 grupos empresariales presentados –y las variaciones, entradas y salidas, ya indicadas– los valores registrados para:

- La variable endógena Reputación (RP_{it}), en logaritmos.
- Las variables exógenas de control, como son: el resultado financiero, medido a través de la Rentabilidad sobre el Activo Total del periodo anterior (RoA_{it-1}); el Tamaño, representado por el logaritmo neperiano de la plantilla (T_{it}); la Eficacia del Esfuerzo Comercial, estimada vía una variable *proxy* (F_{it}), calculada como la variación porcentual de la Facturación en cada año [$f_{it} - f_{it-1} / f_{it-1}$]; el Liderazgo (LID_{it}) y la Responsabilidad Corporativa (RC_{it}), ambas en logaritmos.
- Las variables explicativas representan los 10 sectores de actividad especificados como clases de una variable ficticia en el modelo (SEC_{jt}), y tomando, en el proceso de estimación y contrastes, al sector Medios de Comunicación como referencia

comparativa con el resto de los sectores, además de evitar así el bien conocido fenómeno de la “trampa de las variables ficticias”²³.

Como ya se ha mencionado en el capítulo anterior, en el caso de las variables procedentes del monitor MERCO, esto es la Reputación, el Liderazgo o la Responsabilidad Corporativa, dado que en algunos años y para ciertas compañías no existen datos al respecto, al no aparecer en los *rankings* anuales correspondientes, para completar las series se ha procedido a labores de interpolación o de sustitución por el registro del grupo con menor valor en ese *ranking* anual disminuido en un escalón. También debe recordarse que, con respecto a la variable Responsabilidad Corporativa, al no estar disponibles datos específicos sobre la misma para los dos primeros subperiodos, se ha tomado en ellos como *proxy* el índice de MERCO Talento.

Para contrastar las hipótesis indicadas en el anterior capítulo se van a aplicar dos metodologías de estimación del modelo especificado: la primera será un *análisis de sección cruzada*, año por año, diferenciando los tres subperiodos explicados con anterioridad; la segunda se apoya en el *análisis de datos de panel* para cada uno de los citados subperiodos

6.3. ESTIMACIÓN DE SECCIÓN CRUZADA

6.3.1. Especificación del modelo

La primera aproximación para detectar la existencia de un halo sectorial en la medición de la reputación de las empresas españolas consiste en llevar a cabo un análisis de regresión lineal de sección cruzada, en cada año del periodo muestral disponible. Este proceder permite analizar para cada año la variabilidad de la Reputación para el conjunto de empresas disponibles, y determinar en cada año qué sectores explican la reputación, una vez controlado por RoA, T, LID, RC y Facturación, es decir, si existe variabilidad en

²³ Este fenómeno se produce cuando se están utilizando en un modelo distintas variables ficticias como regresores y se incluyen todas en la especificación de este. En ese caso, el proceso de estimación va a venir afectado por multicolinealidad perfecta si el modelo contiene un término independiente. Los coeficientes de regresión son indeterminados y sus errores estándar son infinitos.

la Reputación que puede ser explicada por los sectores. Esa repetición anual permite ver la evolución temporal de esa capacidad explicativa y analizar en el conjunto de los años qué ocurre en cada uno de ellos, y de los sectores, respecto de nuestra variable de interés.

Se efectúa utilizando como *software* econométrico el conocido paquete *Gretl* (Gnu Regression, Econometrics and Time - Series Library) en su versión de mayo de 2019.

Así, concretada de la expresión [5.1] indicada en el anterior capítulo, se estima, para cada año t , la siguiente ecuación:

$$RP_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 RoA_{it-1} + \alpha_3 T_{it} + \alpha_4 F_{it} + \alpha_5 LID_{it} + \alpha_6 RC_{it} + \beta_1 SEC_{1i} + \beta_2 SEC_{2i} + \beta_3 SEC_{3i} + \beta_4 SEC_{4i} + \beta_5 SEC_{5i} + \beta_6 SEC_{6i} + \beta_7 SEC_{7i} + \beta_8 SEC_{8i} + \beta_9 SEC_{9i} + \beta_{10} SEC_{10i} + u_{it} \quad (i = 1 \dots, N; \quad t = 1 \dots, T) \quad [6.1]$$

En principio, se aplicarán mínimos cuadrados ordinarios (MCO), suponiendo que se cumplen los supuestos básicos sobre la perturbación aleatoria.

Se ha trabajado, como se indicó, con una muestra inicial de 43 grupos empresariales para el subperiodo 2005-2008, de 42 para 2009-2012 y de 40 para 2013-2016. En consecuencia, $N = 43$ en el primer subperiodo, $N = 42$ en el segundo y $N = 40$ en el tercero. Por otra parte, resulta evidente que el momento o año 1 corresponde a 2005, y el año $T = 12$ corresponde a 2016. Para cada uno de los años considerados se efectuará una estimación inicial de 16 coeficientes que acompañan a las variables explicativas: uno del término independiente, cinco de las variables de control, y diez de las variables explicativas cualitativas (SEC_j). Por tanto, se efectúan las estimaciones del modelo con los mencionados tamaños muestrales.

6.3.2. Resultados de la estimación

Como ya se ha indicado, en este subapartado vamos a particularizar, año por año, los resultados de la estimación de sección cruzada, que han sido reunidos en las Tablas 17, 18 y 19, considerando los tres subperiodos, esto es, el de precrisis (2005-2008), el de crisis (2009-2012) y el de salida de la crisis (2013-2016).

Recuérdese que el objetivo de la investigación es validar la posible existencia de un “halo sectorial” y, por tanto, intentar detectar qué sectores de actividad pueden resultar significativos en la medición de la reputación corporativa. A tal objeto se han incorporado, como ya se indicó, diez sectores como variables ficticias en la especificación del modelo, que acompañan a las variables cuantitativas de control, dejando como grupo de comparación al Sector de Medios de Comunicación, que se sitúa como categoría de referencia. La elección de esta referencia se apoya en que tal sector suele ocupar uno de los últimos puestos en las clasificaciones de reputación sectorial. Ello puede facilitar las comparaciones entre sectores, pues en los resultados de las regresiones los coeficientes de las variables ficticias sectoriales representan un diferencial en la “valoración” del propio sector respecto al sector Medios de Comunicación recogido en el término independiente, a iguales valores de las variables de control. Si aquel corresponde a un sector de baja reputación, eso significará que los coeficientes de las variables sectoriales tenderán a ser positivos, lo cual facilitará la interpretación de los resultados.

En cada tabla la primera columna indica la variable para la cual se van a mostrar los resultados y las columnas dos a cinco muestran los resultados de la estimación para el año correspondiente. Para el término independiente y las variables de control se muestra el coeficiente estimado, y debajo el valor-p para el contraste de significatividad individual, que responde a la hipótesis nula de que el correspondiente parámetro es cero ($H_0: \alpha_h = 0$). En el caso de los sectores ($H_0: \beta_j = 0$) se muestran los mismos resultados, pero únicamente cuando la variable es significativa.

Además, en cada tabla y para cada año se muestra el coeficiente de determinación corregido y los valores-p asociados a los estadísticos de contraste de significatividad conjunta, para los sectores de actividad y para todos los regresores del modelo.

Igualmente, y dado que se trata de regresiones de sección cruzada, se muestra el valor p del contraste de White para heterocedasticidad. En sección cruzada es especialmente relevante comprobar que la hipótesis básica sobre la varianza constante de la perturbación se cumple. Si la varianza es homocedástica, cumpliéndose el resto de las hipótesis básicas, el estimador de Mínimos Cuadrados Ordinarios es lineal en la perturbación e insesgado, y, dado que se cumple el teorema de Gauss-Markov, de varianza mínima. Luego en este contexto realizar inferencia con los estadísticos habituales con distribución t-Sudent y F-

Snedecor es válido. Si la varianza de la perturbación no es constante, el Teorema de Gauss-Markov no se cumple y el estimador no es de varianza mínima. Aun así, en este caso es posible realizar inferencia válida empleando el estimador de MCO; basta utilizar como matriz de varianzas y covarianzas estimada a la aproximación propuesta por White (1980). En este caso la inferencia realizada es asintótica y los estadísticos de contraste habituales siguen distribuciones Normal y χ^2 según corresponda a la hipótesis nula. El contraste de heterocedasticidad de White contrasta:

$$H_0: E(u_i^2 | X) = \sigma^2 \quad \forall i$$

$$H_1: E(u_i^2 | X) = \sigma_i^2 \quad i = 1, \dots, N$$

Este contraste se efectúa mediante el estadístico $W = N \times R^2$, donde N es el tamaño de la muestra y R^2 es el coeficiente de determinación de una regresión auxiliar donde se regresan los cuadrados de los residuos mínimo-cuadráticos del modelo original sobre un término independiente, los regresores del modelo, sus cuadrados y sus productos cruzados, evitando los redundantes. El estadístico sigue una distribución asintótica χ^2 bajo la hipótesis nula, con un número de grados de libertad igual al número de coeficientes de la regresión auxiliar, descontando el término independiente.

Teniendo en cuenta lo anterior, de la observación de las Tablas 17, 18 y 19 se desprende la existencia de heterocedasticidad para los años 2005 del primer subperiodo y 2011 del segundo subperiodo. En estos años el modelo ha sido estimado por MCO, y, como se ha indicado, para realizar inferencia robusta a heterocedasticidad se ha utilizado la corrección de White (1980). La inferencia ha sido apropiadamente corregida y los valores p mostrados corresponden a las distribuciones Normal y χ^2 , según corresponda a la hipótesis nula contrastada.

Como medición de la *bondad del ajuste* se presentan los registros obtenidos para el Coeficiente de Determinación, en su versión corregida (R^2 - corregido).

Partimos como es habitual del supuesto de inexistencia de *errores de medición*, tanto en la variable a explicar como en las variables explicativas. Tal presunción parece aceptable en esta investigación por el origen y fuentes de la información manejada. Los datos de la variable a explicar, Reputación Corporativa, proceden del Informe MERCO, al igual que

los referentes al Liderazgo y a la Responsabilidad Corporativa. La información del resto de regresores cuantitativos (Rentabilidad, Tamaño y variación de la Facturación) han sido tomados, como se explicó en el apartado correspondiente, de los Informes Financieros auditados presentados, cada año, por los grupos empresariales en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. (CNMV); y de las webs de las compañías.

En relación con el supuesto de *no multicolinealidad* entre los regresores de control del modelo, se ha calculado el Factor de Inflación de la Varianza (VIF) (Neter, Wasserman y Kutner, 1990) y los coeficientes de correlación muestral simples para cada par de aquellos. No aparece a lo largo de todo el periodo temporal analizado ningún VIF que supere el valor crítico de 10, lo cual sugeriría incumplimiento del supuesto.

A continuación, se van a analizar los resultados mostrados en cada tabla. Al final se relacionarán todos ellos.

En primer lugar, la Tabla 17 ofrece los resultados de la estimación para los años previos a la crisis (2005 a 2008).

Observando la tabla, se comprueba que aparece heterocedasticidad en 2005, que se ha corregido adecuadamente para poder realizar inferencia válida, mientras el resto de los años no muestran la aparición de la misma. La bondad del ajuste es alta y se mueve en registros muy aceptables, con un mínimo en 2005 y un máximo en 2008, año en el que se consigue explicar casi un 95% de la variabilidad de la Reputación con la variabilidad de las variables de control y sectores de actividad.

Las variables son conjuntamente significativas, como muestra el valor p asociado al contraste de hipótesis nula: $H_0: \alpha_2 = \alpha_3 = \dots = \alpha_6 = \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_{10} = 0$. Por otra parte, el contraste conjunto de la significatividad sectorial rechaza la hipótesis nula: $H_0: \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_{10} = 0$ en 2006 (al 10%) y en 2008 (al 1%), luego en esos años la variable Sector de Actividad tiene capacidad explicativa, en media, sobre la reputación, pero no en 2005 y 2007. Por tanto, no es posible afirmar que dicha variable cualitativa resulte relevante para explicar la reputación de la empresa en cada uno de los años del subperiodo analizado; sin embargo, en todos los años hay sectores que muestran significatividad, en concreto dos en 2005 y 2006, uno en 2007 y los diez en 2008.

Tabla 17. Resultados del modelo. Subperíodo previo a la crisis (2005-2008) N=43

<u>Años</u>	<u>2005</u> (corr. heteroc.)	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>
	Coefficientes (p-valor)	Coefficientes (p-valor)	Coefficientes (p-valor)	Coefficientes (p-valor)
Constante	0,21868 (0,7983)	0,864175 (0,2176)	0,569056 (0,3271)	1,03099 (0,0062)***
(RoA) _{t-1}	0,0137642 (0,3125)	- 0,0107404 (0,3275)	- 0,00656021 (0,3740)	- 0,00994899 (0,0555)*
Tamaño	0,0635760 (0,3047)	0,0211546 (0,5858)	0,00324458 (0,9075)	- 0,0125024 (0,4769)
Variac. Facturación	- 0,0674054 (0,8596)	- 0,131502 (0,5405)	- 0,0391517 (0,8240)	- 0,0155611 (0,9138)
Liderazgo	0,364869 (0,0004)***	0,590975 (0,0001)***	0,803521 (1,92 e ⁻⁰⁷)***	0,774394 (3,68 e ⁻¹³)***
Respons. Corporat.	0,517034 (0,0018)***	0,313974 (0,0012)***	0,149279 (0,0101)**	0,112049 (0,0003)***
SEC₁ (Seguros)	--	--	--	0,428265 (4,62 e⁻⁰⁵)***
SEC₂ (Banca)	--	--	--	0,230803 (0,0122)**
SEC₃ (Constr.)	--	--	--	0,160697 (0,0702)*
SEC₄ (Distribución)	0,251743 (0,0975)*	--	--	0,368989 (0,0002)***
SEC₅ (Utilities)	--	--	--	0,372701 (0,0003)***
SEC₆ (Electr. Cons.)	--	0,441985 (0,0650)*	--	0,299903 (0,0042)***
SEC₇ (Hoteles)	--	- 0,541068 (0,0330)**	--	0,300992 (0,0053)***
SEC₈ (Energía)	--	--	--	0,389333 (0,0003)***
SEC₉ (Transp. Viaj.)	0,294601 (0,0364)**	--	--	0,321298 (0,0015)***
SEC₁₀ (Ingeniería)	--	--	0,234978 (0,0555)*	0,323224 (0,0007)***
R² corregido	0,694499	0,814703	0,891733	0,948006
Contraste de White	p: 0,0434	p: 0,136965	p: 0,762977	p: 0,275794
F conjunto sectores	p: 0,124585	p: 0,098304	p: 0,441194	p: 0,0036438
F conjunto regresores	p: 3,96 e ⁻¹⁵	p: 8,81 e ⁻⁰⁹	p: 8,65 e ⁻¹²	p: 5,45 e ⁻¹⁶

Contraste de White corresponde a: $H_0: E(u_i^2 | X) = \sigma^2 \forall i$ versus $H_1: E(u_i^2 | X) = \sigma_i^2 \quad i=1, \dots, N$.

F conjunto de sectores: $H_0: \beta_1 = \dots = \beta_{10} = 0$

F conjunto de regresores: $H_0: \alpha_2 = \dots = \alpha_6 = \beta_1 = \dots = \beta_{10} = 0$

* Significativo al 10%; ** Significativo al 5%; *** Significativo al 1%

Fuente: elaboración propia

Es destacable que sea 2008, en el que la crisis comienza ya a manifestarse con claridad, el año en que todos los sectores de actividad muestran su capacidad explicativa

significativa. También, su signo indica que, a iguales valores de las variables de control y el resto de los sectores, cada uno de ellos mejora la reputación con respecto al sector de Medios de Comunicación. Por su parte, en los años anteriores son sectores concretos los que manifiestan esta diferencia significativa con respecto a la reputación media del sector de los Medios de Comunicación: así, en 2005 Distribución y Transporte de Viajeros –diferencias positivas significativas en los dos casos–, en 2006 Electrónica de Consumo –positiva– y Hoteles –negativa–, y en 2007 Ingeniería –también positiva–.

Las variables de control Liderazgo y Responsabilidad Corporativa muestran siempre ser significativas (1%) a lo largo del cuatrienio, mientras que, para el resto, Rentabilidad, Tamaño y Variación de la Facturación, solo la primera se muestra significativa, en concreto en 2008, pero acompañada de signo negativo, lo cual contradice lo esperado al presumirse que el resultado financiero es un aspecto positivo en la percepción reputacional de los *stakeholders*.

La Tabla 18 muestra los mismos estadísticos que la anterior, pero para el subperiodo de crisis, 2009-2012.

Observando la tabla, vemos que aparece heterocedasticidad en 2011, lo cual se ha tenido en cuenta para poder efectuar inferencias válidas. La bondad del ajuste es alta y se mueve en registros muy aceptables, con un máximo en 2010 (91%) y un mínimo en 2011 (77%).

Las variables son conjuntamente significativas en todos los años, como muestra el valor p asociado al contraste de la hipótesis de que todos los regresores son nulos. Sin embargo, el contraste conjunto de la significatividad sectorial únicamente rechaza la hipótesis nula en 2010 y 2011 (al 1%). Ahora bien, los sectores, a excepción de 2009, manifiestan una elevada frecuencia individual de significatividades: todos en 2010, nueve en 2011 y tres en 2012 (Seguros, Utilities y Energía), que contribuyen a explicar la reputación y la mejoran (coeficientes) respecto a los Medios de Comunicación. Ello parece reflejar el contexto de profunda crisis económica sufrida en el cuatrienio.

Tabla 18. Resultados del modelo. Subperiodo de crisis (2009-2012) N=42

<u>Años</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011 (corr. heteroc.)</u>	<u>2012</u>
	Coefficientes (p-valor)	Coefficientes (p-valor)	Coefficientes (p-valor)	Coefficientes (p-valor)
Constante	2,08043 (0,0007) ***	0,498739 (0,3951)	3,52167 (3,57 e ⁻⁰⁷) ***	1,15570 (0,0945) *
RoA_{t-1}	- 0,0104848 (0,2008)	0,00612970 (0,1296)	- 0,0036227 (0,3124)	- 0,0032486 (0,6197)
Tamaño	- 0,0344408 (0,2433)	0,0232911 (0,1337)	0,0559514 (0,0072) ***	0,0351304 (0,1287)
Variac. Facturación	- 0,0590200 (0,7775)	- 0,155016 (0,3538)	0,0119922 (0,9371)	- 0,0290252 (0,8253)
Liderazgo	0,642432 3,03 e ⁻⁰⁷ ***	0,418611 (1,66 e ⁻⁰⁵) ***	0,488882 (2,23 e ⁻⁰⁷) ***	0,175711 (0,1420)
Respons. Corporat.	0,175194 (0,0003) ***	0,474184 (5,78 e ⁻⁰⁵) ***	0,0134414 (0,8738)	0,645298 (9,34 e ⁻⁰⁷) ***
SEC₁ (Seguros)	--	0,370248 (0,0007) ***	0,632125 (1,55 e ⁻¹¹) ***	0,268591 (0,0530) *
SEC₂ (Banca)	--	0,307282 (0,0006) ***	0,283774 (1,25 e ⁻⁰⁵) ***	--
SEC₃ (Constr.)	--	0,259259 (0,0030) ***	0,273514 (0,0005) ***	--
SEC₄ (Distribución)	--	0,162218 (0,0660) *	0,429324 (4,39 e ⁻⁰⁶) ***	--
SEC₅ (Utilities)	--	0,345820 (0,0017) ***	0,538309 (1,71 e ⁻¹²) ***	0,234503 (0,0785) *
SEC₆ (Electr. Cons.)	--	0,318179 (0,0044) ***	--	--
SEC₇ (Hoteles)	--	0,505651 (0,0001) ***	0,540980 (5,30 e ⁻⁰⁷) ***	--
SEC₈ (Energía)	--	0,359938 (0,0012) ***	0,455630 (3,03 e ⁻⁰⁷) ***	0,302996 (0,0174) **
SEC₉ (Transp. Viaj.)	--	0,395328 (0,0001) ***	0,396186 (0,0003) ***	--
SEC₁₀ (Ingeniería)	--	0,315566 (0,0009) ***	0,419139 (2,28 e ⁻⁰⁸) ***	--
R² corregido	0,867581	0,916326	0,774140	0,871243
Contraste de White	p: 0,101212	p: 0,210115	p:0,050177	p:0,158284
F conjunto sectores	p: 0,714918	p: 0,00395914	p:5,73675 e ⁻¹⁰	0,227549
F conjunto regresores	p: 2,83 e ⁻¹⁰	p: 8,83 e ⁻¹³	p: 1,06 e ⁻¹⁶	1,99e-10

Contraste de White corresponde a: $H_0: E(u_i^2 | X) = \sigma^2 \forall i$ versus $H_1: E(u_i^2 | X) = \sigma_i^2 \quad i=1, \dots, N$.

F conjunto de sectores: $H_0: \beta_1 = \dots = \beta_{10} = 0$

F conjunto de regresores: $H_0: \alpha_2 = \dots = \alpha_6 = \beta_1 = \dots = \beta_{10} = 0$

* Significativo al 10%; ** Significativo al 5%; *** Significativo al 1%

Fuente: elaboración propia

Resulta una sorpresa la no aparición de ninguna significatividad sectorial en 2009, año en que el deterioro económico era ya manifiesto. La inexistencia de efectos diferenciales significativos de los distintos sectores de actividad con respecto al sector de referencia solo puede indicar el *shock* y retraimiento de la actividad económica, incapaz de diferenciar entre actividades empresariales. Por contra, en 2010 y 2011 la variable *sector de actividad* es claramente relevante para explicar la reputación de las empresas, pues en esos años todos los sectores, salvo Electrónica de Consumo en 2011, muestran efectos diferenciados, significativos y positivos respecto del sector de Medios de Comunicación, da la impresión de que la profundidad de la crisis, en dichos años, obliga a una diferenciación que es valorada en términos de reputación.

Respecto de las variables de control, el Liderazgo es significativo en todos los años excepto en 2012, y Responsabilidad Corporativa es también significativa en todos los años excepto en 2011, una y otra siempre con coeficientes positivos. Para el resto de las variables, solo se muestra significativo el Tamaño –de forma positiva, conforme a lo esperado– en 2011.

La Tabla 19 muestra los resultados para el cuatrienio de salida de la crisis, de 2013 a 2016.

No aparece la heterocedasticidad en ningún año y la bondad del ajuste es alta, oscilando entre 81% y 91%.

En el subperiodo las variables son conjuntamente significativas, como muestra el valor *p* asociado al contraste de hipótesis nula de que todos los regresores son nulos. En cuanto al contraste conjunto de la significatividad sectorial, únicamente se rechaza la hipótesis nula en 2016 (al 10%); por tanto, en este año la variable Sector de Actividad muestra capacidad explicativa sobre la reputación, no así en el resto del cuatrienio.

Respecto de la significatividad individual de los sectores, no aparece ninguno en 2014 y 2015, y solo tres en 2013 –Seguros, Hoteles y Energía–, de valor positivo. Sin embargo, 2016 vuelve a registrar la aparición de siete sectores significativos, en concreto todos salvo Construcción, Electrónica de Consumo e Ingeniería. Además, el valor de los coeficientes es positivo, lo que refleja un efecto diferenciador significativo con respecto

al sector de Medios de Comunicación que, en todos los cuales, mejora la reputación de la empresa.

Tabla 19. Resultados del modelo. Subperiodo salida de la crisis (2013-2016) N=40

Años	2013	2014	2015	2016
	Coefficientes (p-valor)	Coefficientes (p-valor)	Coefficientes (p-valor)	Coefficientes (p-valor)
Constante	1,95546 (0,0115) **	0,993463 (0,1373).	0,365680 (0,6587)	2,06542 (0,0008) ***
RoA_{t-1}	- 0,00088212 (0,8674)	- 0,00304935 (0,5807)	- 0,00018627 (0,9396)	- 0,00094246 (0,8209)
Tamaño	0,0336399 (0,1619)	0,0442013 (0,0476) **	0,0347179 (0,1146)	0,0332628 (0,0921) *
Variac. Facturación	- 0,0331246 (0,8410)	0,00147307 (0,9949)	0,300257 (0,0954) *	0,0410658 (0,7341)
Liderazgo	0,172585 (0,1834)	0,0586658 (0,5964)	0,160448 (0,1157)	0,131160 (0,1269)
Respons. Corporat.	0,560087 (1,34 e ⁻⁰⁵) ***	0,774448 (3,74 e ⁻⁰⁷) ***	0,764256 (2,11e ⁻⁰⁷) ***	0,573348 (1,83e ⁻⁰⁶) ***
SEC₁ (Seguros)	0,228764 (0,0887) *	--	--	0,243632 (0,0223) **
SEC₂ (Banca)	--	--	--	0,234926 (0,0090) ***
SEC₃ (Construcción)	--	--	--	--
SEC₄ (Distribución)	--	--	--	0,197721 (0,0453) **
SEC₅ (Utilities)	--	--	--	0,176305 (0,0476) **
SEC₆ (Electr. Cons.)	--	--	--	--
SEC₇ (Hoteles)	0,278131 (0,0486) **	--	--	0,239611 (0,0355) **
SEC₈ (Energía)	0,267064 (0,0427) **	--	--	0,292702 (0,0050) ***
SEC₉ (Transp. Viaj.)	--	--	--	0,186544 (0,0665) *
SEC₁₀ (Ingeniería)	--	--	--	--
R² corregido	0,819257	0,875244	0,879466	0,911303
Contraste de White	0,349822	p: 0,252607	0,651453	0,218703
F conjunto sectores	p: 0,212222	p: 0,862618	p: 0,693037	p: 0,0528769
F conjunto regresores	p: 5,49 e ⁻⁰⁸	p: 8,05 e ⁻¹⁰	p: 5,41 e ⁻¹⁰	p: 1,55 e ⁻¹¹

Contraste de White corresponde a: $H_0: E(u_i^2 | X) = \sigma^2 \forall i$ versus $H_1: E(u_i^2 | X) = \sigma_i^2 \quad i=1, \dots, N$.

F conjunto de sectores: $H_0: \beta_1 = \dots = \beta_{10} = 0$

F conjunto de regresores: $H_0: \alpha_2 = \dots = \alpha_6 = \beta_1 = \dots = \beta_{10} = 0$

* Significativo al 10%; ** Significativo al 5%; *** Significativo al 1%

Fuente: elaboración propia

En relación con las variables de control, la Responsabilidad Corporativa muestra elevados registros de significatividad a lo largo del cuatrienio, con valores positivos. Por su parte, el Liderazgo, pese a que en los subperiodos anteriores solía mostrar significatividad, no sucede así en este, pues en ningún año luce tal propiedad. En la Tabla 16 del capítulo quinto puede observarse que, aunque la correlación entre Liderazgo y Reputación sigue siendo significativa, su valor cuantitativo se ha reducido con respecto a periodos anteriores. Para las otras variables solo se muestran significativos el Tamaño en 2014 y 2016 y la Variación de la Facturación en 2015, con coeficientes positivos en todos los casos.

A la vista de las consideraciones efectuadas en cada uno de los subperiodos, podemos exponer una serie de resultados:

- A lo largo del periodo considerado, en todos y cada uno de los años las variables especificadas, explicativas y de control, son conjuntamente significativas.
- La Responsabilidad Corporativa registra un poder explicativo importante sobre la reputación a lo largo de los doce años del análisis, salvo en 2011. Sin embargo, el Liderazgo, que entre 2005 y 2011 ha lucido excelentes registros de significatividad, desaparece como tal de 2012 en adelante. Tanto una como otra variable muestran signo positivo en todo el periodo de investigación. Resultados similares se encuentran en Urra-Urbieto, Mohedano-Suanes y Safón-Cano (2009) y Daza-Izquierdo (2015), para empresas españolas en periodos anteriores o semicontemporáneos al analizado en esta investigación.
- La Rentabilidad no parece jugar ningún rol explicativo con respecto a la reputación; solo en 2008 se muestra significativa, pero luciendo un signo negativo. El Tamaño presenta significatividad en 2011, 2014 y 2016, y muestra siempre signo positivo, independientemente de su significatividad, con la excepción de 2008. Y la Variación de la Facturación, con la excepción puntual de 2015, no aporta ningún efecto sobre el comportamiento reputacional de las corporaciones investigadas, e, incluso, en dicho año surge con un mínimo registro de significatividad, y con valor positivo. Estos roles se encuentran, también, en

los ya citados trabajos de Urra-Urbieta, Mohedano-Suanes y Safón-Cano (2009) y Daza-Izquierdo (2015) para el mercado español.

- La variable cualitativa Sector de Actividad no resulta estadísticamente significativa todos los años, pero aparecen sectores que presentan poder explicativo sobre la reputación con una cierta frecuencia. En el siguiente subapartado se analizarán estos aspectos con más detalle.

En el siguiente capítulo, como ya se ha indicado, se presenta el análisis y discusión de los resultados aquí obtenidos.

6.4. ESTIMACIÓN CON DATOS DE PANEL

6.4.1. Consideraciones previas

En el anterior apartado se han mostrado los resultados de la estimación mínimo-cuadrática del modelo en una sección cruzada donde en cada t se ha estimado la ecuación [6.1]. Se ha realizado un estudio del comportamiento de la reputación empresarial en cada año de la base de datos disponible.

La disponibilidad de observaciones para las variables durante doce años consecutivos permite aprovechar la dimensión transversal, N , de sección cruzada, y la dimensión T , de serie temporal, en un estudio de datos de panel. Esta técnica permite al investigador incrementar los grados de libertad y mejorar la eficiencia de las estimaciones econométricas. En general, la diferencia entre secciones cruzadas repetidas –lo que hemos efectuado anteriormente– y datos de panel es que en este segundo procedimiento el panel sigue a las mismas unidades, en este caso los grupos empresariales, en los distintos periodos. Ahora bien, en nuestro caso la diferencia no es excesiva, ya que la sección cruzada repetida en t mantiene también los grupos empresariales, casi en su totalidad, año a año.

Hay varias posibilidades *a priori* para estimar la ecuación [6.1]: Mínimos Cuadrados Ordinarios (*pooled*), Efectos Fijos y Efectos Aleatorios, entre otras. MCO (*pooled*) permite estimar consistentemente el modelo por MCO con la muestra de tamaño $N \times T$ si los regresores están incorrelados con la perturbación. Sin embargo, Efectos Aleatorios o Efectos Fijos suelen ser mejores estimadores en el sentido de Hausman (1978) (Montero 2011, Arellano 2003). En concreto, la estimación con datos de panel puede ayudar a controlar las variables no observadas que varían entre los individuos, pero no a lo largo del tiempo (efectos fijos), y las variables no observadas que varían a lo largo del tiempo, pero no entre los individuos (efectos aleatorios).

En la ecuación [6.1] se incluye entre las variables independientes a diez variables ficticias, una para cada sector de actividad, que no varían en t . Si estamos interesados en el efecto de una variable que no varía en el tiempo en un estudio de datos de panel, usar efectos fijos no es útil. Una alternativa sería el estimador de Hausman-Taylor (Hausman y Taylor, 1981). Este es un estimador de Variables Instrumentales que permite estimar los coeficientes invariantes en el tiempo. Ahora bien, se trata de un estimador más restrictivo, porque se basa en supuestos adicionales a los del estimador de efectos fijos, y presenta la dificultad añadida de encontrar unas buenas variables instrumentales. Por tanto, descartando una estimación por Variables Instrumentales, que, en nuestro caso, sería muy complicado por la dimensión de la sección cruzada, Efectos Aleatorios es la única opción aceptable.

Habitualmente, para elegir entre estas dos posibilidades, Efectos Fijos o Efectos Aleatorios, se utiliza el test de Hausman, donde, si se rechaza la hipótesis nula de no correlación entre perturbaciones y variables explicativas, Efectos Fijos es preferido, ya que el estimador de Efectos Aleatorios sería inconsistente. El estimador de Efectos Fijos es siempre consistente.

Ahora bien, en el test de Hausman de comparación entre efectos fijos y efectos aleatorios no se tienen en cuenta las variables invariantes en el tiempo, esto es, no se consideran las variables ficticias que no varían en t . En nuestro caso, el test de Hausman computa y compara ambos estimadores sin las variables “Sector de Actividad”, definidas como variables ficticias, que son precisamente las variables explicativas en nuestro análisis. Si el resultado del test es “no rechazar”, se puede estimar por efectos aleatorios e incorporar

las variables ficticias sin problema. Si este no es el resultado, nos vemos abocados a estimar por efectos fijos, lo que impediría obtener los coeficientes estimados para las variables ficticias, que en nuestro caso son las de mayor interés.

Por tanto, la estimación de datos de panel, si Efectos Fijos es el método escogido, nos pone frente a una disyuntiva, esto es, la necesidad de estimar los coeficientes que acompañan a la variable Sector de Actividad, la más relevante en nuestro caso, y la renuncia a unificar un estimador con propiedades adecuadas en aras del objetivo marcado.

Por otra parte, Sosa Escudero (1999) indica que la elección entre efectos fijos o efectos aleatorios se puede basar estrictamente en cuestiones de conveniencia práctica, que es lo que ocurre en esta investigación, ya que solo se puede estimar por efectos aleatorios si queremos incluir los sectores de actividad. Dado lo anterior, la única opción en este caso es estimar por efectos aleatorios, ya que efectos fijos no sirve para nuestro propósito. En la estimación se ha tenido en cuenta que en el análisis de datos de panel los datos para una entidad individual habitualmente están correlacionados en el tiempo. Para que la inferencia sea válida, los errores estándar deben calcularse utilizando un método robusto a la presencia de esta correlación. Por ello la matriz de varianzas y covarianzas de los estimadores debe ser robusta a problemas en la perturbación. En este estudio dicha matriz se ha estimado según Arellano (1987, 2003).

A continuación se va a estimar el modelo utilizando la metodología de datos de panel disponible en el *software* Gretl (Gnu Regression, Econometrics and Time - Series Library, en su versión de mayo de 2019). La aplicación se efectuará, como se ha indicado, sobre los tres subperiodos de análisis y también sobre el periodo completo. Se trabaja en los tres subperiodos temporales de cuatro años con un *panel balanceado*, es decir, disponemos en cada subperiodo de la totalidad de observaciones de los elementos componentes del mismo; además, se trata de un *panel corto*, al ser mayor el número de elementos (grupos) que la longitud del recorrido temporal –cuatro años– de cada subperiodo. El análisis de panel del periodo temporal completo (2005-2016) es *no balanceado*, debido a las entradas salidas de alguno de los grupos, y ello genera, como es conocido, algunas peculiaridades de estimación. La presencia de regresores invariantes en el tiempo (SEC_j) aconseja la aplicación del modelo de *Efectos Aleatorios* frente al de

Efectos Fijos, que no admite tal invariancia para estimar sus coeficientes, y la utilización del contraste de Hausman va a indicar la oportunidad de tal aplicación.

6.4.2. Resultados

La Tabla 20 presenta los resultados de la estimación del modelo utilizando Efectos Aleatorios para poder estimar los coeficientes que acompañan a la variable Sector de Actividad. Las columnas segunda a cuarta presentan los resultados de los subperiodos cuatrienales. La quinta columna registra los resultados del periodo completo.

El test de Hausman selecciona el estimador de Efectos Aleatorios únicamente en el primer subperiodo. Sin embargo, es el estimador utilizado también en el segundo y tercer subperiodos porque, como ya se ha indicado, es la única posibilidad real que tenemos de estimar el efecto de cada uno de los sectores sobre la reputación. También es el utilizado en el período completo. Por tanto, los estimadores en el primer subperiodo son consistentes y la inferencia realizada en él, es válida. Además, se ha utilizado un estimador de la matriz de varianzas y covarianzas de los coeficientes estimados robusto a problemas en la perturbación. En los subperíodos segundo y tercero, así como en el período completo, se está utilizando un estimador de los coeficientes del modelo inconsistente y a pesar de que, como se ha indicado, se emplea un estimador de la matriz de varianzas y covarianzas de estos coeficientes estimados robusta a problemas en la perturbación, los resultados de la inferencia realizada en estos períodos hay que tomarlos con cautela. Sin embargo, dado que los sectores de actividad son el eje central de la investigación, no es posible renunciar a ellos.

Tabla 20. Resultados de la estimación con datos de panel

Años	2005-2008 N=43	2009-2012 N=42	2013-2016 N=40	2005-2016
	Coefficientes (p-valor)	Coefficientes (p-valor)	Coefficientes (p-valor)	Coefficientes (p-valor)
Constante	1,41896 (0,0117) **	2,54760 (1,11 e ⁻⁰²²) ***	2,50763 (3,19e ⁻⁰⁵) ***	1,47491 (0,0002) ***
RoA_{t-1}	0,00774511 (0,3411)	- 0,00336854 (0,3000)	0,0001472 (0,8635)	- 0,00182061 (0,3763)
Tamaño	0,0484137 (0,0110) **	0,0244437 (0,0693) *	0,0521609 (2,79 e ⁻⁰⁵) ***	0,435983 (0,0002) ***
Variac. Facturación	- 0,0228043 (0,7147)	0,0357374 (0,6079)	0,0152912 (0,8400)	- 0,00726130 (0,8639)
Liderazgo	0,583121 (2,08 e ⁻¹⁸) ***	0,511033 (9,60 e ⁻⁰¹⁵) ***	0,0493513 (0,4759)	0,575611 (4,92 e ⁻⁰²³) ***
Respons. Corporat.	0,190102 (2,79 e ⁻⁰⁸) ***	0,145752 (0,0125) **	0,589012 (2,86 e ⁻¹²) ***	0,199740 (6,60 e ⁻⁰⁸) ***
SEC₁ (Seguros)	0,194256 (0,1332)	0,492994 (2,18 e ⁻⁰²⁰) ***	0,206645 (0,0057) ***	0,321155 (1,05 e ⁻⁰⁶) ***
SEC₂ (Banca)	0,155022 (0,1069)	0,289333 (1,69 e ⁻⁰⁷) ***	0,145532 (0,0819) *	0,139556 (0,0101) **
SEC₃ (Construcción)	0,0663940 (0,3505)	0,278565 (0,0003) ***	- 0,0108085 (8760)	0,0622465 (0,3344)
SEC₄ (Distribución)	0,156830 (0,0242) **	0,346457 (7,62 e ⁻⁰⁷) ***	0,145004 (0,0745) *	0,177906 (0,0005) ***
SEC₅ (Utilities)	0,218860 (0,0019) ***	0,452571 (2,18 e ⁻⁰¹⁴) ***	0,143114 (0,0305) **	0,282301 (6,39 e ⁻¹²) ***
SEC₆ (Electr. Cons.)	0,221072 (0,0266) **	0,254681 (3,56 e ⁻⁰⁸) ***	0,0475375 (0,5509)	0,199430 (2,49 e ⁻¹⁰) ***
SEC₇ (Hoteles)	- 0,0534433 (0,6807)	0,446560 (6,09 e ⁻⁰¹¹) ***	0,197228 (0,0061) ***	0,266562 (0,0012) ***
SEC₈ (Energía)	0,117874 (0,2293)	0,411162 (1,43 e ⁻⁰¹³) ***	0,239141 (0,0023) ***	0,236562 (0,0012) ***
SEC₉ (Transp. Viaj.)	0,248149 (0,0008) ***	0,346890 (0,0008) ***	0,129812 (0,0562) *	0,258917 (1,19 e ⁻⁰⁵) ***
SEC₁₀ (Ingeniería)	0,171069 (0,0745) *	0,332580 (1,53 e ⁻⁰⁵) ***	0,0567985 (0,3331)	0,196119 (0,0075) ***
Contraste de Hausman	p: 0,208786	p: 0,000108009	p: 0,00067899	p: 0,0152287
F conjunto sectores	p: 0,00167249	p: 1,6759 e ⁻⁰¹³	p: 0,0191403	p: 8,3032 e ⁻⁰²⁸
F conjunto regresores	p: 3,4065 e ⁻¹⁶⁵	p: 0	p: 2,9768 e ⁻¹⁴²	p: 0

Contraste de White corresponde a: $H_0: E(u_i^2 | X) = \sigma^2 \forall i$ versus $H_1: E(u_i^2 | X) = \sigma_i^2 \quad i=1, \dots, N$

F conjunto de sectores: $H_0: \beta_1 = \dots = \beta_{10} = 0$

F conjunto de regresores: $H_0: \alpha_2 = \dots = \alpha_6 = \beta_1 = \dots = \beta_{10} = 0$

* Significativo al 10%; ** Significativo al 5%; *** Significativo al 1%

Fuente: elaboración propia

Observando la tabla, y dejando a un lado las consideraciones sobre la conveniencia, en los distintos subperiodos y periodo completo, del estimador utilizado, los resultados de la estimación por datos de panel son ciertamente satisfactorios. En todos los cuatrienios y en el periodo completo los regresores resultan ser conjuntamente significativos. El término independiente, que recoge al sector de Medios de Comunicación como grupo de referencia, es significativo en todos los periodos y en el periodo completo. En cuanto a la significatividad conjunta de los sectores, se rechaza la hipótesis nula en cada uno de los subperiodos, así como en el periodo completo. Por tanto, los sectores son conjuntamente significativos, pero, además, a nivel individual, muchos de ellos se muestran significativos también.

En el primer cuatrienio, los sectores de Distribución, Utilities, Electrónica de consumo, Transporte de Viajeros e Ingeniería, este último con un nivel de significación del 10%, el resto al 5% por lo menos, muestran un comportamiento diferenciado (halo sectorial) respecto del sector de Medios de Comunicación, que es el tomado como grupo de referencia. Además, todos ellos muestran un coeficiente estimado positivo, por lo que, a iguales valores de las variables de control, mejoran al sector de Comunicación en cuanto a la reputación estimada del sector correspondiente.

En el segundo cuatrienio, todos los sectores muestran un efecto diferenciado significativo (halo sectorial) con respecto al sector de Medios de Comunicación; en todos los casos el efecto estimado es positivo, lo que indica que la reputación del sector, a iguales valores de las variables de control, mejora al tomado como sector de referencia Medios de Comunicación.

En cuanto al tercer cuatrienio, los resultados de la estimación con datos de panel muestran que salvo los sectores de Construcción, Electrónica de Consumo e Ingeniería, el resto son individualmente significativos, esto es, muestran efectos halo sectoriales, con coeficientes estimados positivos, es decir que, a iguales valores de las variables de control, mejoran la reputación del sector con respecto al de Medios de Comunicación.

En el periodo completo, de 2005 a 2016, como ya se ha indicado, la estimación es sobre un panel no balanceado, pues cada subperiodo cuatrienal tiene un número distinto de observaciones de sección cruzada. A lo largo de los doce años, 40 empresas se mantienen

estables en la muestra. Es en este caso donde la estimación de datos de panel alcanza su máximo potencial de aprovechamiento en la dimensión de serie temporal y en la dimensión de sección cruzada, mostrando a su vez los resultados más favorables a la detección de halos sectoriales, pues los sectores de actividad son significativos a nivel conjunto y, salvo el sector de Construcción, el resto de los sectores muestran significatividad individual, esto es, halo sectorial. En media, manteniendo constantes los valores del resto de los regresores, cada sector de actividad mejora la reputación del propio sector en relación al de Medios de Comunicación.

En cualquier caso, los resultados obtenidos, aunque satisfactorios, deben ser considerados con cautela, debido a las reservas sobre la adecuación del estimador utilizado.

En cuanto a las variables de control, la estimación de datos de panel muestra que las variables Tamaño y Responsabilidad Corporativa son significativas para explicar el comportamiento de la Reputación en los tres cuatrienios y también en la estimación para el periodo completo.

La estimación de datos de panel también muestra significatividad de la variable Liderazgo en los dos primeros cuatrienios, como ocurría en los resultados de la estimación de sección cruzada, y en el periodo completo. Respecto de las variables Rentabilidad de la Empresa y Variación de la Facturación, no resultan ser significativas para explicar la Reputación en ninguno de los cuatrienios ni en el periodo completo.

Al igual que en el caso de la estimación de sección cruzada, en el siguiente capítulo, como ya se ha indicado, se presenta el análisis y discusión de los resultados aquí obtenidos de la estimación con datos de panel. Asimismo, se efectuará una comparación con los resultados obtenidos mediante sección cruzada.

6.5 RESUMEN Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

En este capítulo se muestran los resultados del análisis cuantitativo efectuado en orden a alcanzar los dos últimos objetivos secundarios de esta tesis, que responden más

estrechamente al objetivo principal de la misma, esto es, contrastar la existencia de un halo sectorial en la valoración de la reputación corporativa de las empresas españolas, y adicionalmente, si tal halo existe, contrastar su permanencia en el tiempo. Se han propuesto dos metodologías alternativas, un estudio de sección cruzada repetido en el tiempo y un análisis de datos de panel. La base de datos manejada procede de: (i) el monitor español de reputación corporativa (MERCOR), (ii) los Informes Financieros Anuales de las compañías (CNMV) y (iii) las páginas web de las mismas.

Se presentan los resultados obtenidos en la estimación por sección cruzada repetida en cada t , es decir, para cada año disponible en la muestra, sobre el modelo especificado en el capítulo anterior, y la aplicación de la metodología de datos de panel.

En la estimación de sección cruzada, las variables especificadas, explicativas y de control, son conjuntamente significativas en todos y cada uno de los años. La variable Sector de Actividad no resulta significativa todos los años, pero aparecen sectores que lucen efecto explicativo sobre la Reputación (halos) con una cierta frecuencia. Destaca la eclosión de estos halos en el año 2008, donde ya se vislumbraba la crisis que iba a tener lugar en el siguiente cuatrienio (2009-2012). Y prueba de ello es el amplio número de halos que se registran en el mismo, con la sorprendente excepción de 2009, en que no aparece ninguno. En el tercer cuatrienio la mejora de la situación económica parece venir reflejada por la caída de halos sectoriales, tres en 2013 y ninguno en 2014 y 2015, junto a un repunte en 2016.

Atendiendo a las variables de control, es la Responsabilidad Corporativa la que mantiene un poder explicativo importante a lo largo de todo el periodo de análisis (2005-2016), mientras que la Rentabilidad y la Variación de la Facturación, en los doce años de esta investigación, no lucen ningún poder explicativo con respecto a la Reputación. Las otras dos variables de control, Liderazgo y Tamaño, lucen un comportamiento discreto, la primera, y muy discreto, la segunda.

En cuanto a los resultados de la estimación de datos de panel, vía efectos aleatorios, son satisfactorios: en el periodo completo, los sectores son conjuntamente significativos y a nivel individual todos ellos, salvo Construcción, se muestran, también, significativos, luciendo, pues, halo sectorial. Atendiendo a los registros por cuatrienios, en el subperiodo

2005-2008 solo cinco sectores, más el término independiente, representando a Medios de Comunicación, muestran significatividad. No así en el siguiente subperiodo, 2009-2012 (crisis), pues en él todos los sectores presentan halo. En cuanto al subperiodo de salida de la crisis, salvo tres sectores el resto son significativos individualmente, mostrando asimismo, por tanto, el “efecto halo”. No obstante, estos resultados deben ser tomados con cautela, debido a las reservas sobre la adecuación del estimador utilizado.

Respecto de las variables de control, Tamaño y Responsabilidad Corporativa son significativas para explicar el comportamiento de la Reputación, tanto para el periodo completo como para los tres subperiodos. En cuanto a la variable Liderazgo, muestra significatividad para el periodo completo, pero por cuatrienios solo en los dos primeros. Por su parte, ni Rentabilidad de la Empresa ni Variación de la Facturación presentan capacidad explicativa de la Reputación, ni en el periodo completo ni en ningún subperiodo.

Ahora bien, estas conclusiones se han de completar, pues no se ha procedido al análisis y discusión de los resultados obtenidos mediante los dos procedimientos empleados, ni a considerar, con base en todo ello, el cumplimiento de las hipótesis planteadas. Esta tarea será efectuada en el siguiente capítulo

SÉPTIMO CAPÍTULO: ANÁLISIS Y DISCUSIÓN DE RESULTADOS. CUMPLIMIENTO DE LAS HIPÓTESIS

7.1. INTRODUCCIÓN

Como ya se ha indicado previamente, en la tercera parte de esta tesis, de la que este capítulo es el tercero y último, y séptimo del conjunto de la tesis, se pretende alcanzar los dos últimos objetivos secundarios, esto es, el séptimo y el octavo, los cuales están vinculados de modo más directo al objetivo principal de la tesis, esto es, contrastar la existencia de un “halo sectorial” en la valoración de la reputación corporativa de las empresas españolas, y adicionalmente, caso de existir, contrastar la permanencia en el tiempo de dicho halo.

Para ello se ha efectuado un estudio empírico. En el capítulo quinto, primero de esta tercera parte, se ha mostrado la metodología seguida en dicho estudio, formulando las hipótesis, presentando el modelo de análisis empleado y las técnicas econométricas a aplicar, en concreto análisis de sección cruzada y de datos de panel, así como las características de la muestra, como son el ámbito geográfico, el periodo temporal abarcado, el colectivo de referencia y las bases de datos empleadas; asimismo, se han presentado los principales estadísticos y las matrices de correlación de las variables métricas.

Por su parte, en el capítulo sexto se han mostrado los resultados de los análisis efectuados. Así, se han indicado las características propias de las estimaciones efectuadas y los resultados de las mismas, diferenciando los tres subperiodos cuatrienales en que se ha segmentado la investigación.

En el actual capítulo, una vez presentados los resultados de las estimaciones según las dos técnicas econométricas aplicadas, se efectúa el análisis y la discusión de los mismos, en orden a establecer el grado de cumplimiento de las hipótesis planteadas, con lo cual se completará la consecución definitiva de los dos últimos objetivos secundarios, y por tanto se alcanzará el objetivo principal de la tesis.

En consecuencia, este capítulo se estructura de la forma que se indica a continuación.

Tras este apartado introductorio, el segundo apartado se dedica a analizar y discutir los resultados de la estimación de sección cruzada. En primer lugar se consideran los sectores de actividad; así, tras unas consideraciones previas, se analiza la significatividad de tales sectores a través de las variables ficticias que los representan, mediante sus frecuencias anuales, buscando los posibles halos existentes respecto de los mismos, considerando también la posible correspondencia entre el número de halos anuales encontrados y dos índices indicativos de incertidumbre: el *Índice de Confianza del Consumidor* del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) y un índice de incertidumbre política confeccionado por el Banco de España; en segundo lugar se aborda la frecuencia de significatividad de cada sector; seguidamente se efectúa un análisis de las distancias con el sector de Medios de Comunicación a través de los coeficientes sectoriales, obteniendo así un *ranking* de reputación sectorial; a continuación se compara ese *ranking* con el proporcionado para España por el monitor RepTrak; se cierra este apartado con el análisis y discusión de los resultados obtenidos respecto de las variables de control.

El tercer apartado aborda el análisis y discusión de los resultados de la estimación con datos de panel, comparando con los obtenidos en sección cruzada; ello se efectúa primeramente respecto de las significatividades o halos sectoriales, tanto según los propios sectores como por subperiodos y en el periodo completo, y a continuación respecto de las variables de control.

El cuarto apartado considera el cumplimiento de las hipótesis planteadas, con lo que se consigue alcanzar el objetivo principal de este trabajo. Y, por último, el quinto apartado presenta un resumen del capítulo y las conclusiones obtenidas en el mismo.

7.2. ESTIMACIÓN DE SECCIÓN CRUZADA: ANÁLISIS Y DISCUSIÓN DE RESULTADOS

Los resultados de las regresiones de sección cruzada, año por año, y agrupados en los tres subperiodos considerados, los cuales se han presentado en el apartado 6.3 del capítulo anterior, demandan una serie de aclaraciones y matizaciones al objeto de obtener una imagen correcta de los mismos. Por ello, a continuación se analizan y discuten dichos resultados. Dado que el interés de la investigación se centra en el comportamiento de los sectores de actividad como variables explicativas, en primer lugar se analizan y discuten los resultados respecto de los mismos, tratando a continuación los correspondientes a las variables de control.

7.2.1. Sectores de actividad

7.2.1.1. Consideraciones previas

En el análisis por sectores de actividad, los criterios que vamos a emplear para considerar el comportamiento y poder explicativo de los diez sectores considerados sobre la silueta reputacional de cada uno, son:

- La existencia de significatividades en la variable cualitativa Sector de Actividad, mostrando la existencia de halos sectoriales.
- Su frecuencia de aparición como regresor significativo a lo largo del periodo (2005-2016) de estimación del modelo.
- Su distancia con los Medios de Comunicación, medida por comparación con el término independiente que ubica a dicho sector de referencia, lo cual proporcionará un cierto *ranking* de sectores como consecuencia del análisis efectuado.
- Y, por último, para comprobar la robustez de la ordenación sectorial anteriormente obtenida, compararemos con el *ranking* de sectores establecido por el Reputation Institute en su *RepTrak Pulse España*.

7.2.1.2. Análisis de significatividad de los Sectores de actividad: frecuencias anuales

En cuanto al análisis de los resultados de los sectores individuales, vamos a referirnos a dos aspectos:

- La frecuencia anual de significatividad;
- La frecuencia sectorial de significatividad.

El primer aspecto será considerado en este subapartado, y el segundo en el siguiente. Con respecto, pues, al primero, esto es, la frecuencia de aparición de los sectores significativos en los doce años investigados, recapitulando lo expuesto en las Tablas 17, 18 y 19 del capítulo anterior, hemos elaborado la Tabla 21, en la que se muestran sintéticamente tales resultados.

Observando la tabla, puede apreciarse que la secuencia de significatividad anual registra nueve años en que surgen sectores de actividad significativos, y por tanto recogen un posible efecto halo, y tres de ellos (2009, 2014 y 2015) en que no se da tal fenómeno. Resalta en esta secuencia la eclosión de significatividades sectoriales en el subperiodo de crisis (2009-2012).

Atendiendo al posible impacto de recesión económica iniciada en 2009 –aunque ya manifestada plenamente a finales de 2008 con la quiebra, en septiembre, de Lehman Brothers– y continuada en los tres siguientes años (2010, 2011 y 2012), los registros de la investigación ofrecen un aumento de significatividades sectoriales si las comparamos con los tres primeros años del subperiodo de precrisis (2005-2007) y los correspondientes al subperiodo de salida de la crisis (2013-2016). Realmente, si se consideran los años comprendidos por el subperiodo de crisis y los años anterior y posterior –esto es, el intervalo 2008-2013– la concentración en ellos de significatividades sectoriales resulta manifiesta.

Tabla 21. Frecuencia anual de significatividades en los sectores de actividad

Año	Sectores	Total
2005	Sector 4: Distribución * Sector 9: Transporte de Viajeros **	2
2006	Sector 6: Electrónica de Consumo * Sector 7: Hoteles **	2
2007	Sector 10: Ingeniería *	1
2008	Sector 1: Seguros *** Sector 2: Banca ** Sector 3: Construcción * Sector 4: Distribución *** Sector 5: Utilities *** Sector 6: Electrónica de Consumo *** Sector 7: Hoteles *** Sector 8: Energía *** Sector 9: Transporte de Viajeros *** Sector 10: Ingeniería ***	10
2009	Ninguno	0
2010	Sector 1: Seguros *** Sector 2: Banca *** Sector 3: Construcción *** Sector 4: Distribución * Sector 5: Utilities *** Sector 6: Electrónica de Consumo *** Sector 7: Hoteles *** Sector 8: Energía *** Sector 9: Transporte de Viajeros *** Sector 10: Ingeniería ***	10
2011	Sector 1: Seguros *** Sector 2: Banca *** Sector 3: Construcción *** Sector 4: Distribución *** Sector 5: Utilities *** Sector 7: Hoteles *** Sector 8: Energía *** Sector 9: Transporte de Viajeros *** Sector 10: Ingeniería ***	9
2012	Sector 1: Seguros * Sector 5: Utilities * Sector 8: Energía **	3
2013	Sector 1: Seguros * Sector 7: Hoteles ** Sector 8: Energía **	3
2014	Ninguno	0
2015	Ninguno	0
2016	Sector 1: Seguros ** Sector 2: Banca *** Sector 4: Distribución ** Sector 5: Utilities ** Sector 7: Hoteles ** Sector 8: Energía *** Sector 9: Transporte de Viajeros *	7

* Significativo al 10%; ** Significativo al 5%; *** Significativo al 1%

Fuente: elaboración propia

Sorprende el año 2009, al no ofrecer ninguna significatividad en un momento de recesión ya generalizada, con caída del PIB español en un 3,6 %; como ya se ha indicado, esta ausencia de significatividad sectorial en un año de profunda crisis únicamente parece explicarse porque el fuerte *shock* generalizado en la actividad económica hizo que los *stakeholders* fuesen incapaces de diferenciar entre los distintos tipos de actividades empresariales.

Por su parte, el año 2016 vuelve a lucir un incremento similar al de los años de crisis profunda, pese a la favorable coyuntura económica con un aumento del PIB español, en dicho año, del 3,3 %, aunque este fue un año de fuertes perturbaciones financieras, como indicaremos a continuación.

El comportamiento que parece deducirse de lo anterior es que la crisis provoca el aumento de la significatividad sectorial, esto es, del “efecto halo sectorial”, pero principalmente debido a la incertidumbre asociada a la crisis. Esto es, la incertidumbre, asociada también a falta de información, pero sobre todo a dudas sobre la forma de interpretar correctamente la información, es la que origina que los *stakeholders* valoren especialmente la pertenencia de una empresa a uno u otro sector. Así, en 2008, año todavía no de crisis plena, pero en los que la incertidumbre se palpaba por las noticias inquietantes que llegaban del mercado hipotecario en EE. UU., los *stakeholders* se refugiaron grandemente en el “halo sectorial” para valorar la situación de las empresas. Sin embargo, en 2009, ante la crisis generalizada, todos los sectores parecían igualmente afectados, por lo que tal vez la discriminación entre unos y otros no tenía sentido. En los años inmediatamente posteriores, cuando se pudo observar más claramente el efecto de la crisis sobre los diferentes tipos de empresas, aun con gran incertidumbre, la discriminación sectorial pareció volver a tener sentido, pues la crisis afectó de diferente manera a unos u otros sectores.

Y en 2016, aunque al final no resultó un mal año en términos económicos (3,3 % de crecimiento del PIB español, como ya se ha indicado), sí que estuvo plagado de incertidumbre debido a turbulencias económico-financieras tanto en el ámbito mundial como en el español. Así, en el entorno mundial, China, con caídas en la bolsa, depreciación del yuan, posible estallido de la burbuja inmobiliaria y también posible huida de capitales, que hacían temer a la gran mayoría de los expertos una inmediata

débâcle en forma de crisis (San-Martín-Albizuri y Rodríguez-Castellanos, 2021); en Europa, la incertidumbre sobre el Brexit, las dudas sobre la solvencia de ciertas grandes entidades bancarias alemanas, o la situación crítica de bancos en Italia y otros países (Carbó Valverde y Rodríguez Fernández, 2016); asimismo, la amenaza de una crisis de deuda de los países en vías de desarrollo (Barnés, 2016). En el caso español, también existía fuerte incertidumbre, tanto política como económica (Jiménez, 2016).

Como elemento que apoya las consideraciones efectuadas respecto a dicho año 2016, y relativas al entorno español, podemos apelar al *Índice de Confianza del Consumidor* elaborado por el Centro de Investigaciones Sociológicas - (CIS)²⁴ (Centro de Investigaciones Sociológicas, CIS, 2021) que, partiendo del máximo histórico de la serie en diciembre de 2015 (107,4 puntos), se va deslizando por debajo del valor de 100 puntos –punto de equilibrio que separa la percepción *favorable* de la *desfavorable*– hasta noviembre de 2016. Y la media anual de 2016 se sitúa (95,7 puntos) por debajo de la media de 2015 (102,9 puntos), lo que indica una percepción desfavorable sobre la esperada actividad económica a lo largo del año. Los tres primeros meses de 2017 se mantienen, también, por debajo del mencionado punto de equilibrio.

Un segundo indicador que parece moverse en la misma dirección, aunque más moderadamente, es el trimestral *Índice de Confianza Empresarial* (INE, 2016)²⁵; partiendo de la base 100 en 2013, muestra un valor 131,4 en el cuarto trimestre de 2015, que cae a 129,7 en el primer trimestre de 2016 y no recupera el citado registro de 2015 hasta el último trimestre de 2016.

Existe un tercer indicador (*Encuesta de confianza el inversor español*) elaborado desde 2007 por *J.P. Morgan Asset Management* (<https://am.jpmorgan.com./investment-themes/ics>), que registra trimestralmente la confianza de los inversores y ahorradores españoles. Refleja una caída importante en los tres primeros trimestres del año 2016, entrando en valores negativos, mientras los años 2014 y 2015 lucían valores positivos.

²⁴ El objetivo del indicador es anticipar el comportamiento de consumo de los ciudadanos, apoyándose en las percepciones de los mismos sobre la evolución económica reciente (Índice de Situación Actual) y las expectativas para el futuro inmediato (Índice de Expectativas). Esta serie tiene su inicio en 2004.

²⁵ Pretende recoger la visión que tienen los empresarios, de cualquier tamaño, sobre la situación y expectativas de su negocio. Los datos son proporcionados por los propios gestores de los establecimientos, referidos a los sectores de Industria, Construcción, Comercio, Transporte, Hostelería, y Otros servicios.

Por último, si fijamos nuestra atención en el ámbito mundial, *la Encuesta Global Anual de CEO* de PwC, publicada en enero de 2016 (PwC, 2016), y resultado de las entrevistas a 1.400 presidentes y CEOs de compañías en 83 países, registraba que el 66% de los consultados consideraba que sus organizaciones se enfrentaban a más amenazas que hacía tres años. Y solo el 27% confiaba en que el crecimiento económico global mejoraría, marcando un descenso de diez puntos porcentuales sobre el año 2015.

En la misma línea se movía el Fondo Monetario internacional en su *World Economic Outlook* correspondiente al mes de abril de 2016 (International Monetary Fund, 2016), en el que esperaba que la recuperación se fortaleciese en 2017 aunque añadía, a continuación (página 16): “*But uncertainty has increased, and risks of weaker growth scenarios are becoming more tangible. The fragile conjuncture increases the urgency of a broad-based policy response to raise growth and manage vulnerabilities*”²⁶.

Puede resultar de interés contrastar la secuencia del Índice de Confianza de los Consumidores (ICC) del CIS con la trayectoria de significatividades sectoriales de la Tabla 21, para el periodo total de nuestro análisis (2005-2016).

En la Figura 2 siguiente se presenta dicha secuencia, tanto para el indicador principal (ICC) como para los dos componentes (*Índice de Situación actual* e *Índice de Expectativas*) que lo conforman²⁷, según la elaboración del citado organismo público español. En la línea inferior se ha incorporado el número de halos sectoriales en cada año (Tabla 21) y puede comprobarse que existe una armonización elevada entre la variación del ICC y la aparición o colapso de los halos.

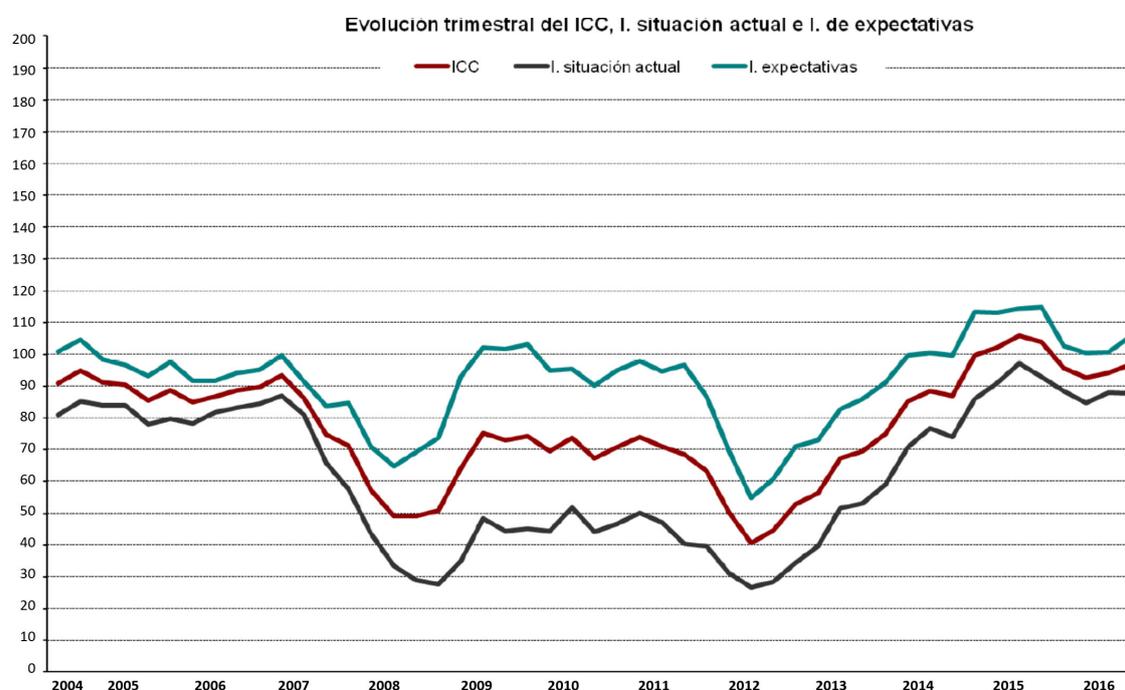
En efecto, se observa la caída importante del ICC iniciada en 2007, continuada en 2008 y que alcanza su registro más bajo a inicios de 2009, a diferencia de los años anteriores en el trienio 2004-2006, en que la confianza de los consumidores mostró estabilidad,

²⁶ “Pero la incertidumbre ha aumentado y los riesgos de escenarios de crecimiento más débiles son cada vez más tangibles. La frágil coyuntura aumenta la urgencia de una respuesta política de base amplia para aumentar el crecimiento y gestionar las vulnerabilidades”.

²⁷ La trayectoria superior corresponde al *Índice de Expectativas*, la inferior al *Índice de Situación actual* y la intermedia al ICC.

aunque moviéndose ligeramente por debajo del nivel (100) que separa la percepción favorable de la desfavorable.

Figura 2. Evolución para España del ICC, Índice de Situación Actual e Índice de Expectativas



Halos 2 2 1 10 0 10 9 3 3 0 0 7

Secuencia de halos incorporada según resultados de nuestra investigación.

Fuente: Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) (2016) y elaboración propia

La trayectoria del número de halos acompaña a esas percepciones de los consumidores, a saber, números reducidos –2 en 2005 y 2006, y 1 en 2007– en periodo de bonanza; eclosión –10– y colapso –0– en 2008 y 2009, en que se manifiesta de forma pública y contundente la percepción de la magnitud de la crisis y la eclosión de la inseguridad en los ámbitos económico y social. Esa percepción desfavorable se mantiene en el bienio 2010-2011 y alcanza su máximo en 2012, con una contracción del PIB español del –2,9%. La salida de la crisis ya se apunta en 2013 (el PIB registra un valor positivo, + 0,3%, en el último trimestre) con la reducción de la incertidumbre y el paulatino crecimiento de la percepción menos negativa de los consumidores. Se observa que el ICC en 2014 y 2015 se mueve incluso por encima del punto de equilibrio (100). Sin embargo, en 2016, como se explicó con anterioridad, acusa el repunte de la incertidumbre y genera un número importante –7– de halos sectoriales.

Otros indicadores que pueden arrojar luz sobre la secuencia de aparición de halos sectoriales son los denominados *índices de incertidumbre*, que tratan de ofrecer una relación entre el grado de incertidumbre política y las variaciones en la actividad económica (PIB, consumo privado, consumo público, inversión privada, volatilidad de las cotizaciones y del empleo, u otras) de un país. El objetivo es complicado, porque la incertidumbre, al igual que la satisfacción de los consumidores o la reputación de una corporación empresarial, es un intangible no observable directamente y exige la elección de variables *proxy* que permitan evaluarlo.

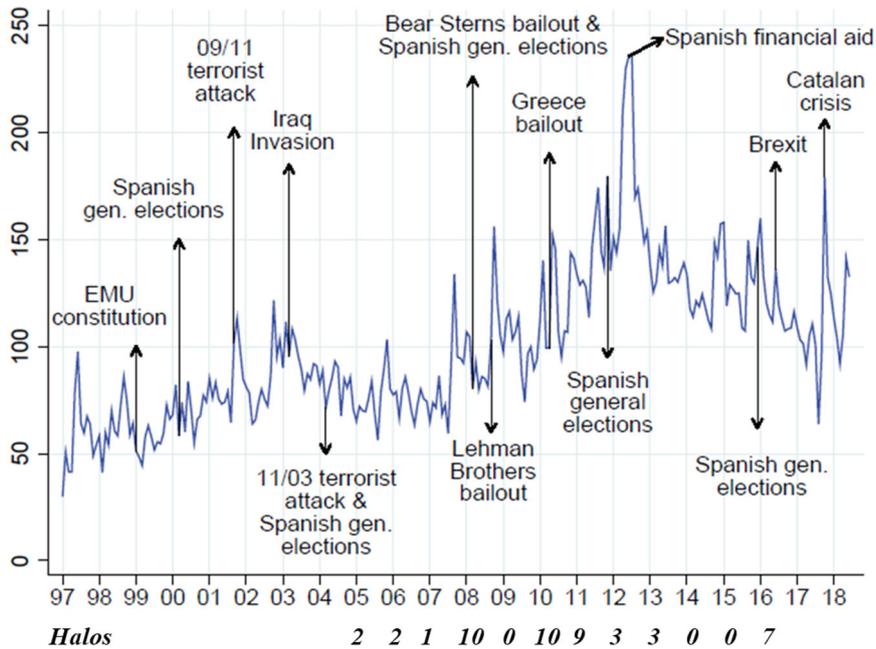
En 2019 el Banco de España presentó el Documento de Trabajo N° 1906 (Ghirelli, Pérez y Urtasun, 2019), que aplica la metodología *Economic Policy Uncertainty Index (EPU)* (Baker, Bloom y Davis, 2016), la cual se ha convertido en la referencia principal de esta clase de investigaciones. El mencionado Documento de Trabajo elabora para nuestro país un índice de incertidumbre sobre las políticas españolas. En la Figura 3 se ofrece, a continuación, el gráfico publicado en dicho documento, en el mismo formato que Baker, Bloom y Davis (2016) habían presentado para describir la trayectoria de la incertidumbre política en España desde 1997. Igualmente, como en la anterior figura, en la línea inferior se ha incorporado el número de halos sectoriales en cada año según la Tabla 21, a partir de 2005.

El gráfico refleja un crecimiento importante de la incertidumbre que se inicia en 2008 y alcanza su culmen con el acuerdo del BCE, en junio 2012, de aportar fondos para el rescate de entidades bancarias españolas. De nuevo sorprende la no elevada correspondencia entre el grado de incertidumbre en los años 2012 y 2013, y el bajo número de halos sectoriales que se registran (3). Por el contrario, el año 2016, que luce 7 halos, presenta un máximo de incertidumbre en el intervalo descendente 2013-2017. Los autores encuentran, también, una asociación entre los aumentos inesperados de la incertidumbre con las caídas de la actividad económica, el consumo privado y la inversión empresarial.

Figura 3. Narrativa de los principales eventos en índices EPU. Caso español

Figure 2: Narrative of main events in EPU indexes.

(a) New EPU index.



Secuencia de halos incorporada según resultados de nuestra investigación.

Fuente: Ghirelli, Pérez y Urtasun (2019), p. 13, y elaboración propia

Las anteriores consideraciones nos animan a aventurar una relación entre incertidumbre y halos sectoriales reputacionales de tipo no lineal, en el sentido de que en circunstancias de escasa incertidumbre –casos de 2005, 2006, 2007, o 2012-2015–, los *stakeholders* no otorgan mucha fuerza a la pertenencia sectorial, y en consecuencia los halos sectoriales son nulos o poco fuertes; ante un incremento de incertidumbre –como en 2008 o 2016– o una situación alta de la misma –como en 2010 y 2011–, la falta de información, la desconfianza sobre la misma o las dificultades para interpretarla, hacen que los *stakeholders* valoren enormemente la pertenencia de las empresa a sus sectores, y por tanto aparezcan fuertes halos sectoriales; pero ante una incertidumbre extrema –caso de 2009–, las referencias sectoriales colapsan y los halos desaparecen.

7.2.1.3. Frecuencia sectorial de significatividades

Pasando al segundo aspecto, esto es, la frecuencia sectorial de significatividad para los nueve años en que se manifiesta tal fenómeno, la información al respecto se ofrece en la Tabla 22, ordenados los sectores de actividad de mayor a menor frecuencia y por antigüedad de años. Para cada sector se consignan los años donde muestra un comportamiento diferenciado, estadísticamente significativo, con relación a la reputación. En cursivas se han indicado los años de crisis y posteriores a la crisis, así como en el año previo, 2008.

Tabla 22. Frecuencia sectorial de significatividades (2005-2016)

Sector	Años	Total
Sector 1: Seguros	<i>2008-2010-2011-2012-2013-2016</i>	6
Sector 7: Hoteles	<i>2006-2008-2010-2011-2013-2016</i>	6
Sector 8: Energía	<i>2008-2010-2011-2012-2013-2016</i>	6
Sector 5: Utilities	<i>2008-2010-2011-2012-2016</i>	5
Sector 9: Transporte de Viajeros	<i>2005-2008-2010-2011-2016</i>	5
Sector 4: Distribución	<i>2005-2008-2010-2011-2016</i>	5
Sector 2: Banca	<i>2008-2010-2011-2016</i>	4
Sector 10: Ingeniería	<i>2007-2008-2010-2011</i>	4
Sector 6: Electrónica de Consumo	<i>2006-2008-2010</i>	3
Sector 3: Construcción	<i>2008-2010-2011</i>	3

Fuente: elaboración propia

En esta tabla aparecen tres sectores (**Seguros**, **Hoteles** y **Energía**) que presentan una elevada presencia/permanencia anual –seis registros sobre doce años– como elementos generadores de un posible halo, seguidos de **Utilities**, **Transporte de Viajeros** y **Distribución**, cada uno con cinco registros sobre doce. En todos los sectores se manifiesta (años en cursiva) tal significatividad muy preferentemente en el subperiodo de crisis,

salvo 2009, y en los años anterior (2008) y posterior (2013) al mismo, así como en 2016, año de fuertes turbulencias e incertidumbre, como ya se ha indicado.

Extraña la no más frecuente aparición del sector **Banca** (2008/2010/2011/2016), registrado como significativo en solo dos años (2010/2011) del periodo central de la crisis, y en el año anterior a ella, pese a que su protagonismo en la generación de la misma en España fue público y manifiesto. No sorprende su aparición en 2016, por los motivos ya aludidos. También el sector de **Ingeniería** resulta significativo en cuatro años (2007/2008/2010/2011), coincidiendo con el de Banca en tres años vinculados a la crisis (2008/2010/2011), pero no en 2016.

Dos sectores (**Electrónica de Consumo** y **Construcción**) lucen una reducida aparición significativa –tres años– a lo largo del periodo investigado. De nuevo, extraña esa mínima frecuencia, tres años sobre doce, del sector Construcción, cuando por la información disponible en otros monitores suele ocupar una posición importante como actividad que condiciona la reputación de sus miembros, y además fue un sector muy afectado por la crisis. Estos sectores se muestran significativos solo en algunos años de la crisis, especialmente en su inicio –último trimestre de 2008, con la caída de Lehman Brothers–, y ya en su desarrollo pleno, 2010 y 2011.

7.2.1.4. Distancias respecto de los Medios de Comunicación

Otro aspecto muy importante del rol sectorial en la evaluación de la reputación corporativa es, como se ha apuntado, tratar de medir el grado en que se manifiesta el presunto “halo sectorial”, positivo o negativo, en comparación con el sector de referencia, en nuestro caso los Medios de Comunicación, tomado entre los peores percibidos por los grupos de interés (*RepTrak* y *Edelman Barometer*).

Se propone que, en los resultados del modelo, el diferencial representado por los coeficientes estimados de los sectores respecto al valor de la constante –sea o no significativo el coeficiente–, permita tal medida. Esto es, lo que pretendemos es medir, mediante los valores de dichos coeficientes, el mayor o menor grado percibido de

“reputación” de cada sector con respecto a los Medios de Comunicación, y de esta forma obtener un cierto *ranking* sectorial. Las claves utilizadas son:

- +++ Diferencial positivo muy alto (más de 0,30)
- ++ Diferencial positivo alto (entre 0,16 y 0,30)
- + Diferencial positivo bajo (entre 0 y 0,15)
- Diferencial negativo (entre 0 y - 0,10)
- Diferencial muy negativo (negativo con valor absoluto superior a 0,10)

Ello va a significar que los diferenciales con el signo + indican una mejor reputación que el sector de referencia, a diferencia de los que lucen el signo - , que se mueven con peor reputación.

Las Tablas 23, 24 y 25 muestran esta información, incluyendo todos los coeficientes estimados de los sectores de actividad en todos los años del periodo objeto de estudio. En aquellos sectores estadísticamente significativos se incorpora, también, el valor-p correspondiente al contraste de significatividad individual. Se incluye, además, la clave descrita anteriormente.

Comenzamos por la Tabla 23, correspondiente al subperiodo anterior a la crisis.

Así, como puede observarse, aunque en este subperiodo solo hay un coeficiente negativo significativo, en concreto para el sector hotelero en 2006, sin embargo hay algunos otros coeficientes negativos no significativos, como también el sector hotelero en 2005, así como Seguros y Banca en 2006; en estos casos podemos interpretar que los resultados indican unos diferenciales negativos con respecto al sector de referencia, esto es, los Medios de Comunicación, y, por tanto, una “menor reputación” que el mismo; para el resto, con coeficientes positivos, la interpretación sería la contraria.

Tabla 23. Coeficientes sectoriales. Subperiodo previo a la crisis (2005-2008) N=43

<u>Años</u>	<u>2005</u> corr. heteroc.	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>
	Coeficientes (p-valor)	Coeficientes (p-valor)	Coeficientes (p-valor)	Coeficientes (p-valor)
Constante	0,218683 (0,7983)	0,864175 (0,2176)	0,569056 (0,3271)	1,03099 (0,0062) ***
SEC₁ (Seguros)	0,205912 ++	- 0,0355148 -	0,119992 +	0,428265 +++ (4,62 e⁻⁰⁵) ***
SEC₂ (Banca)	0,090849 +	- 0,137786 --	0,0185435 +	0,230803 ++ (0,0122) **
SEC₃ (Constr.)	0,071666 +	0,0290058 +	0,0516333 +	0,160697 ++ (0,0702) *
SEC₄ (Distribución)	0,251743 ++ (0,0975) *	0,0821131 +	0,0532131 +	0,368989 +++ (0,0002) ***
SEC₅ (Utilities)	0,140904 +	0,00480627+	0,165170 ++	0,372701 +++ (0,0003) ***
SEC₆ (Elec. Cons.)	0,390040 +++	0,441985 +++ (0,0650) *	0,0932763 +	0,299903 ++ (0,0042) ***
SEC₇ (Hoteles)	- 0,225386 --	- 0,541068 -- (0,0330) **	0,0727757 +	0,300992 +++ (0,0053) ***
SEC₈ (Energía)	0,127469 +	0,00890775 +	0,194158 ++	0,389333 +++ (0,0003) ***
SEC₉ (Transp. Viaj.)	0,294601 ++ (0,0364) **	0,0926744 +	0,119316 +	0,321298 +++ (0,0015) ***
SEC₁₀ (Ingeniería)	0,105108 +	0,168034 ++	0,234978 ++ (0,0555) *	0,323224 +++ (0,0007) ***

* Significativo al 10%; ** Significativo al 5%; *** Significativo al 1%.

+++Diferencial positivo muy alto; ++ Diferencial positivo alto; + Diferencial positivo bajo

- Diferencial negativo; -- Diferencial muy negativo.

Fuente: elaboración propia

Pasando a la Tabla 24, correspondiente, como se sabe, al subperiodo de crisis, puede observarse que todos los coeficientes son positivos, tanto los significativos como los no significativos, y además los significativos son, o altos o, la gran mayoría, muy altos. Esto es, todos los diferenciales con el sector de referencia, Medios de Comunicación, son positivos. Por tanto, estos resultados parecen indicar que en este subperiodo todos los sectores considerados lucen una “mayor reputación” que el de referencia.

Tabla 24. Coeficientes sectoriales. Subperiodo de crisis (2009-2012) N=42

<u>Años</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u> corr. heteroc.	<u>2012</u>
	Coeficientes p-valor	Coeficientes p-valor	Coeficientes p-valor	Coeficientes p-valor
Constante	2,08043 (0,0007) ***	0,498739 (0,3951)	3,51568 (3,68 e ⁻⁰⁷) ***	1,15570 (0,0945) *
SEC₁ (Seguros)	0,254368 ++	0,370248 +++ (0,0007) ***	0,632115 +++ (1,47 e ⁻¹¹) ***	0,268591 ++ (0,0530) *
SEC₂ (Banca)	0,109338 +	0,307282 +++ (0,0006) ***	0,283408 ++ (1,25 e ⁻⁰⁵) ***	0,102138 +
SEC₃ (Construcción)	0,00171821+	0,259259 ++ (0,0030) ***	0,273482 ++ (0,0005) ***	0,163738 ++
SEC₄ (Distribución)	0,180524++	0,162218 ++ (0,0660) *	0,429065 +++ (4,02 e ⁻⁰⁶) ***	0,194247 ++
SEC₅ (Utilities)	0,201089++	0,345820 +++ (0,0017) ***	0,538311 +++ (1,60 e ⁻¹²) ***	0,234503 ++ (0,0785) *
SEC₆ (Elec. Consum.)	0,0844172+	0,318179 +++ (0,0044) ***	0,212909 ++	0,0952645 +
SEC₇ (Hoteles)	0,144749 +	0,505651 +++ (0,0001) ***	0,540899 +++ (5,31 e ⁻⁰⁷) ***	0,117447 +
SEC₈ (Energía)	0,137024 +	0,359938 +++ (0,0012) ***	0,455632 +++ (2,92 e ⁻⁰⁷) ***	0,302996 +++ (0,0174) **
SEC₉ (Transp. Viaj.)	0,146199 +	0,395328 +++ (0,0001) ***	0,390098 +++ (0,0003) ***	0,106488 +
SEC₁₀ (Ingeniería)	0,0633841 +	0,315566 +++ (0,0009) ***	0,419126 +++ (2,24 e ⁻⁰⁸) ***	0,189436 ++

* Significativo al 10%; ** Significativo al 5%; *** Significativo al 1%.

+++Diferencial positivo muy alto; ++ Diferencial positivo alto; + Diferencial positivo bajo
- Diferencial negativo; - - Diferencial muy negativo.

Fuente: elaboración propia

Respecto de la Tabla 25, correspondiente al subperiodo de salida de la crisis, se observa que, en general, en todos los años del mismo, excepto 2015, los coeficientes, esto es, los diferenciales respecto del sector Medios de Comunicación, son en general positivos, luciendo una “mayor reputación” que el mismo. Las excepciones son, por una parte, la Construcción en 2014, aunque con valor no significativo, y, como hemos mencionado, 2015, año en el que, aunque ninguno es significativo, todos los coeficientes sectoriales, salvo el correspondiente a “Energía”, son negativos, indicando, por tanto, salvo para este último, una “menor reputación” que el sector de referencia. Ciertamente, puede considerarse a este año como “atípico”, aunque no debe olvidarse que ningún coeficiente es significativo.

Tabla 25. Coeficientes sectoriales. Subperiodo salida de la crisis (2013-2016) N=40

Años	2013	2014	2015	2016
	Coeficientes p-valor	Coeficientes p-valor	Coeficientes p-valor	Coeficientes p-valor
Constante	1,95546 (0,0115) **	0,993463 (0,1373).	0,365680 (0,6587)	2,06542 (0,0008) ***
SEC₁ (Seguros)	0,228764 ++ (0,0887) *	0,0535233 +	- 0,0459836 -	0,243632 ++ (0,0223) **
SEC₂ (Banca)	0,0643035 +	0,0439786 +	- 0,0902982 -	0,234926 ++ (0,0090) ***
SEC₃ (Construcción)	0,00235850 +	- 0,0458489 -	- 0,149497 - -	0,019772 +
SEC₄ (Distribución)	0,136778 +	0,0617189 +	- 0,0795191 -	0,197721 ++ (0,0453) **
SEC₅ (Utilities)	0,142569 +	0,0904516 +	- 0,0958911 -	0,176305 ++ (0,0476) **
SEC₆ (Electr. Cons.)	0,0755179 +	0,111709 +	- 0,0663336 -	0,167179 ++
SEC₇ (Hoteles)	0,278131 ++ (0,0486) **	0,0684356 +	- 0,0437884 -	0,239611 ++ (0,0355) **
SEC₈ (Energía)	0,267064 ++ (0,0427) **	0,172858 ++	0,0747319 +	0,292702 ++ (0,0050) ***
SEC₉ (Transp. Viaj.)	0,197095 ++	0,0625907 +	- 0,037891 -	0,186544 ++ (0,0665) *
SEC₁₀ (Ingeniería)	0,159813 ++	0,0354759 +	- 0,0403266 -	0,03566857 +

* Significativo al 10%; ** Significativo al 5%; *** Significativo al 1%. +++ Diferencial positivo muy alto; ++ Diferencial positivo alto; + Diferencial positivo bajo
- Diferencial negativo; - - Diferencial muy negativo.

Fuente: elaboración propia

Como se ha podido observar, los coeficientes, como indicadores de diferenciales respecto del sector de referencia, Medios de Comunicación, son en general positivos, superándole por tanto en reputación, con las excepciones ya mencionadas en el primer subperiodo del caso significativo en el sector hotelero en 2006, otros dos casos no significativos en ese mismo año y otro caso, tampoco significativo, en 2005, y en el tercer subperiodo Construcción en 2014 y la atipicidad del año 2015, aunque con valores no significativos. Ello parece apoyar la oportunidad en la elección del sector Medios de Comunicación como registro de referencia, basada en el hecho de que tales actividades aparecen ocupando puestos desfavorables en conocidos monitores de reputación, como *RepTrak* y *Edelman Barometer*, tanto en el ámbito español como en el internacional.

En la Tabla 26 se recoge un resumen de la aplicación de este canon de medida a los diez sectores analizados en comparación con el citado sector de referencia (Tablas 23, 24 y 25), presentando los registros de un indicador que ofrece para cada subperiodo la media

aritmética cuatrienal de los diferenciales anuales de cada sector sobre el valor de la constante/término independiente del modelo. El resultado se presenta de mayor a menor distancia y ordenado para los tres subperiodos.

Tabla 26. Diferenciales medios sectoriales por subperiodo ordenados.

Subperiodo 2005-2008			Subperiodo 2009-2012			Subperiodo 2013-2016		
Sector	Diferencial	Orden	Sector	Diferencial	Orden	Sector	Diferencial	Orden
Electr. Cons.	0,30629	1°	Seguros	0,38132	1°	Energía	0,20183	1°
Ingeniería	0,20783	2°	Utilities	0,32993	2°	Hoteles	0,13559	2°
Transpt. Viaj.	0,20696	3°	Hoteles	0,32720	3°	Seguros	0,11998	3°
Distribución	0,18901	4°	Energía	0,31389	4°	Transp. Viaj.	0,10208	4°
Seguros	0,17997	5°	Transp. Viaj.	0,25952	5°	Distribución	0,07917	5°
Energía	0,17996	6°	Ingeniería	0,24687	6°	Utilities	0,07835	6°
Utilities	0,17089	7°	Distribución	0,24150	7°	Electr. Cons.	0,07201	7°
Construcción	0,07824	8°	Banca	0,20053	8°	Banca	0,06322	8°
Banca	0,05060	9°	Electr. Cons.	0,17768	9°	Ingeniería	0,04765	9°
Hoteles	- 0,09817	10°	Construcción	0,17454	10°	Construcción	- 0,04330	10°

Fuente: elaboración propia

Es igualmente de interés reflejar para cada uno de los sectores las variaciones de la secuencia de diferenciales individuales anuales respecto a la referencia (constante del modelo), acompañadas de las medias para todo el periodo de investigación (2005-2016), así como el orden que ocupa la media del sector para todos los periodos si los resultados se hubieran mostrado ordenados de mayor a menor según el tamaño de esta media y no ordenados por sector según éste ha entrado en el modelo especificado para la reputación. Con todo ello se ofrece una perspectiva global completa (Tabla 27).

Tabla 27. Secuencia anual de diferenciales sobre la constante (Medios de Comunicación)

AÑOS	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Media	Orden
<i>Constante</i> (1)	<i>0,21868</i>	<i>0,86417</i>	<i>0,56905</i>	<i>1,03099</i> ***	<i>2,08043</i> ***	<i>0,49873</i>	<i>3,52167</i> ***	<i>1,15570</i> *	<i>1,95546</i> **	<i>0,99346</i>	<i>0,36568</i>	<i>2,06542</i> ***		
Seguros	0,20591	-0,03551	0,11999	0,42826	0,25436	0,37024	0,63211	0,26859	0,22876	0,05352	-0,04598	0,24363	0,22699	2
Banca	0,09084	-0,13778	0,01854	0,23080	0,10933	0,30728	0,28340	0,10213	0,06430	0,04397	-0,09029	0,23492	0,10478	9
Construcción	0,07166	0,02900	0,05163	0,16069	0,00171	0,25925	0,27348	0,16373	0,00235	-0,04584	-0,14949	0,01977	0,06982	10
Distribución	0,25174	0,08211	0,05321	0,36898	0,18052	0,16221	0,42906	0,19424	0,13677	0,06171	-0,0795	0,19772	0,16987	6
Utilities	0,14090	0,00480	0,16517	0,32270	0,20108	0,34583	0,53831	0,23450	0,14256	0,09045	-0,09589	0,17630	0,19305	3
Electr. Cons.	0,39004	0,44198	0,09327	0,29990	0,08441	0,31817	0,21290	0,09526	0,07551	0,11170	-0,06633	0,16717	0,18533	5
Hoteles	-0,22538	-0,54106	0,072277	0,30099	0,14474	0,50565	0,54098	0,11744	0,27813	0,06843	-0,04378	0,23961	0,12153	8
Energía	0,12746	0,00890	0,19415	0,39933	0,13702	0,35993	0,45563	0,30299	0,26706	0,17285	0,07473	0,29270	0,23189	1
Transp. Viaj.	0,29460	0,09267	0,11931	0,32129	0,14619	0,39532	0,39009	0,10648	0,197090	0,06259	-0,03789	0,18654	0,18952	4
Ingeniería	0,10510	0,16803	0,23497	0,32322	0,06338	0,31556	0,41912	0,18943	0,15981	0,03547	-0,04032	0,03566	0,16745	7
Diferencial Medio anual	0,145287	0,011314	0,112301	0,3196	0,13227	0,333944	0,417499	0,177479	0,155234	0,065485	-0,057474	0,179402		

(1) Se indican aquellos años en que la constante es significativa y el nivel de significatividad de la misma.

* Significativo al 10%; ** Significativo al 5%; *** Significativo al 1%.

Fuente: elaboración propia

Si atendemos a la Tablas 26 y 27, así como las tres anteriores, pueden inferirse algunos patrones sobre el comportamiento sectorial a lo largo de todo el periodo investigado (2005-2016) y en referencia, también, a la situación económica de cada cuatrienio.

Procederemos al análisis con el sector situado en el último puesto (Construcción) para el conjunto del periodo, esto es, el número 10 en la Tabla 27, e iremos ascendiendo.

Así, como ya se ha indicado, el último puesto, el décimo, aunque por encima de los Medios de Comunicación, pues el valor medio de los doce años es ligeramente positivo, corresponde a la **Construcción**. También ocupa el décimo lugar en el subperiodo de crisis y en el de salida de la crisis (Tabla 26), en este último caso con valor medio negativo del coeficiente, pues registra coeficientes negativos, aunque no significativos, en los dos años centrales (2014 y 2015) de dicho subperiodo (Tabla 27). Además, en el primer subperiodo ocupa también un puesto muy bajo, el octavo (Tabla 26). El diferencial individual positivo más alto (0,27348) con respecto a la referencia, a lo largo de los doce años, siendo además significativo, surge en 2011 (Tablas 24 y 27). No resulta anómala la posición de este sector en la cola de la clasificación, pues esta baja apreciación coincide con los resultados de otros monitores internacionales, como se indicará más adelante. Adicionalmente, el hecho de ser un sector muy afectado por la crisis iniciada en 2009 ha influido de forma clara en su baja posición.

La **Banca** ocupa el noveno lugar, esto es, el penúltimo. Este sector mantiene en los tres subperiodos una ubicación que muestra cortos diferenciales medios cuatrienales (Tabla 26) con respecto a la referencia –recordemos, los Medios de Comunicación–, ocupando siempre un lugar entre los tres últimos sectores. Sorprende que habiéndose acordado por la UE el rescate del sistema financiero español en junio de 2012, no aparezcan diferenciales negativos en los dos años subsiguientes, aunque sí se comprueba, a partir de dicho año, un deslizamiento hacia abajo de los diferenciales, llegando a ser negativo en 2015, aunque no significativo, e iniciando una posible recuperación en 2016, con valor significativo (Tablas 25 y 27). El diferencial individual positivo más alto respecto de la referencia, a lo largo de los doce años, se registra en 2010 (0,30728), y con valor significativo (Tablas 24 y 27); además de en el año ya indicado, presenta diferencial negativo en 2006, tampoco significativo (Tablas 23, 26 y 27). Su baja posición, además

de por las consecuencias de la crisis, no resulta chocante, dados los resultados coincidentes al respecto de otros monitores internacionales.

El sector de **Hoteles** aparece en octava posición (Tabla 27). Registra diferenciales individuales negativos sobre la referencia en 2005 y 2006 –significativo en este año, como ya se ha indicado– y el atípico 2015 (Tablas 23, 26 y 27), es decir, presenta una imagen reputacional inferior a la de los Medios de Comunicación en dichos años; además, respecto de los dos primeros años, sus diferenciales negativos provocan el desplome de este sector hasta el último puesto en el *ranking* de diferenciales medios en el cuatrienio previo a la crisis (Tabla 26). Resulta extraño este resultado en un país como España, que ofrece una muy buena imagen de su oferta hotelera. Ahora bien, es cierto que, en el subperiodo siguiente, el de la crisis, se coloca entre los tres primeros con un diferencial medio cuatrienal (0,32720) solo superado por Seguros y Utilities, manteniéndose en el terceto de cabeza (0,13559) durante el cuatrienio de salida de la crisis, acompañado de Energía y Seguros (Tabla 26). El diferencial individual positivo más alto (0,54089) respecto a la referencia y además significativo, a lo largo de los doce años, surge en 2011 (Tablas 24 y 27). Como hemos indicado, resulta poco explicable el registro negativo en los dos primeros años del subperiodo previo a la crisis, que, al final, han provocado su desfavorable posición en la ordenación por diferenciales respecto del sector de referencia.

La **Ingeniería** ocupa el séptimo lugar según la Tabla 27. Considerando además la Tabla 26, muestra su posición diferencial cuatrienal más favorable (segundo, 0,20783) en el subperiodo previo a la crisis, para bajar al sexto lugar (0,24687) en los años de crisis y caer al noveno puesto (0,04765) en el cuatrienio de salida de la crisis. El diferencial individual positivo más alto (0,41912), y significativo, respecto de la referencia, a lo largo de los doce años, se muestra en 2011, para ir cayendo de forma continuada hasta 2016 (0,03566), aunque en este caso el valor no es significativo; luce un valor negativo en 2015, aunque tampoco significativo (Tablas 24, 25 y 27). Parece que la vinculación de este sector con las actividades de construcción, muy afectadas por la crisis, puede explicar su evolución en el *ranking* y su posición final.

La **Distribución** ocupa en conjunto una posición intermedia, en concreto la sexta (Tabla 27). Atendiendo a los diferenciales medios cuatrienales respecto de la referencia (Tabla 26), estos registran puestos intermedios: cuarto, séptimo y quinto, respectivamente, en

cada uno de los tres subperiodos. A lo largo de todo el periodo, el diferencial individual positivo más alto con la referencia, y además significativo, surge en 2011 (0,42906) y comienza a reducirse a partir de ese año; luce un valor negativo en 2015, aunque no significativo, pasando a positivo y significativo en 2016 al situarse en 0,19772 (Tablas 24, 25 y 27).

El quinto puesto, según la Tabla 27, es ocupado por la **Electrónica de Consumo**. Considerando la Tabla 26, se observa que este sector ocupa el primer puesto (diferencial de 0,30629) en el cuatrienio precrisis, pero cae al penúltimo puesto (0,17768) en los años de la crisis, recuperándose ligeramente (séptimo puesto, diferencial de 0,07201) en el subperiodo de salida de la crisis. El diferencial individual positivo más alto (0,44198) en el periodo con respecto a la referencia se registra en 2006, siendo además significativo; por el contrario, en 2015 muestra un coeficiente de signo negativo, aunque no significativo (Tablas 23, 25 y 27).

En cuarto lugar de todo el periodo se sitúa el **Transporte de Viajeros** (Tabla 27). En el cuatrienio previo a la crisis ocupa el tercer puesto (0,20697), en diferenciales medios. Se mantiene en un puesto intermedio (quinto, 0,25952) en el de crisis, y se sitúa en el cuarto lugar (0,10208) en el de salida de la crisis (Tabla 26). El diferencial individual positivo más alto (0,39532) respecto de la referencia, a lo largo de los doce años, se registra en 2010, siendo además significativo; y presenta un valor negativo en 2015, aunque no significativo (Tablas 24, 25 y 27).

El sector de **Utilities** ocupa el tercer puesto (Tabla 27). Atendiendo a la Tabla 26, registra durante el primer subperiodo un diferencial medio muy bajo (séptimo, 0,17089) en el conjunto de los diez sectores, para escalar al segundo puesto (0,32993) en el de crisis y bajar al sexto (0,07835) en el de salida de la crisis. El diferencial individual positivo más alto, y significativo (0,53831) con respecto a la referencia se registra en 2011; luce un valor negativo, aunque no significativo, en 2015 y una recuperación en 2016 (0,17630), con diferencial significativo (Tablas 24, 25 y 27).

El segundo puesto más alto como media de todo el periodo corresponde al sector **Seguros**, como indica la Tabla 27. Si se atiende a la Tabla 26, este sector se ubica, en diferenciales medios, en el grupo de cabeza, tanto en el cuatrienio de la crisis (primero/ 0,38132) como

en el de salida de la crisis (tercero, 0,11998), aunque en el subperiodo precrisis (2005-2008) ocupa un lugar intermedio (quinto, 0,17967). El diferencial individual positivo más alto respecto de la referencia, siendo además significativo, se registra en 2011 (0,63211); en 2006 y en el atípico 2015 presenta valores negativos, aunque no significativos (Tablas 23, 24, 25 y 27).

El primer puesto del *ranking* corresponde al sector de **Energía** (Tabla 27). Atendiendo a la Tabla 26, observamos que se mueve en posiciones intermedias en los dos primeros subperiodos (lugares sexto y cuarto, respectivamente), pero escala hasta el primer lugar en el de salida de la crisis, luciendo en este un diferencial medio de 0,20183. El diferencial individual más alto (0,45563) respecto de la referencia, siendo además significativo, se registra en 2011, para ir moviéndose a la baja hasta 2015 y recuperarse en 2016, significativo en este caso; es el único sector que no luce valores negativos del diferencial en ninguno de los años (Tablas 24, 25 y 27). Puede llamar la atención la posición en cabeza de este sector, pues no suele gozar del favor reputacional de los grupos de interés, principalmente por motivos medioambientales.

7.2.1.5. Comparación con RepTrak Pulse España

Puede resultar útil para la interpretación y cotejo del *ranking* de valoración sectorial que acabamos de presentar, elaborado a partir de los coeficientes sectoriales en las regresiones de sección cruzada, el referirnos a uno de los monitores, ya mencionado en el capítulo cuarto, subapartado 4.2.2, que ofrece, para el espacio español, una clasificación anual de las empresas más reputadas, así como evaluaciones de aprecio sectorial. Nos estamos refiriendo a *RepTrak Pulse España*, publicado por el Reputation Institute (Reputation Institute, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019), y elaborado a partir de un cuestionario *online* dirigido al público en general, utilizando siete dimensiones: Finanzas, Oferta, Innovación, Liderazgo, Ciudadanía, Integridad y Trabajo.

Resulta necesario advertir que las diferencias que mostraremos con el citado monitor pueden venir afectadas por algunas circunstancias de su análisis. Entre ellas cabe destacar la elección por el mismo de un solo *stakeholder* –el público en general–, mientras *MERCO España* da entrada a las percepciones, como se indicó con anterioridad, de un amplio número de grupos de interés (directivos, analistas financieros, representantes de

ONG, sindicatos, asociaciones de consumidores, periodistas de información económica, profesores universitarios del área de empresa, empleados de las propias empresas, y consumidores o usuarios finales). Además, *RepTrak Pulse España* modifica, en algunos años, los componentes de sus sectores. Igualmente, como última circunstancia, los datos sectoriales disponibles por este monitor para nuestro país se inician en 2010, por lo que no recogen el subintervalo 2005-2009 de nuestro análisis.

No obstante estas diferencias, entendemos que la comparación sigue siendo útil para detectar coincidencias y discrepancias, que ayudarán a establecer la robustez del *ranking* elaborado con base en los hallazgos de nuestro trabajo.

Teniendo en cuenta la información proporcionada anualmente para España por *RepTrak* en el periodo 2010-2019²⁸ –y sobre un colectivo que se ha movido entre los trece y diecinueve sectores– puede sintetizarse que:

- La cabeza de la clasificación apreciativa la vienen ocupando los siguientes: *Alimentación, Automoción, Informático, Electrodomésticos y electrónica, y Bebidas.*
- Los puestos de cola son para *Banca, Telecomunicaciones, Construcción, Energía, Utilities, e Información y medios*; los dos primeros ocupan los últimos lugares de forma casi continuada.
- Se encuentran en un lugar intermedio *Distribución, Transporte y logística, Hostelería y restauración, Seguros, y Productos Industriales.*

Con respecto a la situación internacional, en el *Informe Global RepTrak* –publicado anualmente por Reputation Institute y tomado del análisis en 15 países– suelen ocupar los últimos puestos los sectores de *Utilities, Telecomunicaciones, Banca, Construcción e ingeniería, Tabaco y Medios de Comunicación*; por contra, en los puestos destacados aparecen *Alimentación, Bebidas, Electrónica de consumo, Informática y Distribución.*

²⁸ Como es sabido, nuestro intervalo de análisis es 2005-2016. Ahora bien, en la comparación con *RepTrak Pulse España*, ya que la información disponible respecto de este monitor comienza en 2010, esto es, cinco años después del inicio de dicho intervalo, hemos considerado que si se emplease solo la información de 2010 a 2016 el periodo considerado sería excesivamente corto, por lo que se ha estimado conveniente prolongarlo hasta 2019, pero no más allá, para no alejarnos más del periodo de investigación, al objeto de que los intervalos a comparar no sean excesivamente heterogéneos.

No debe olvidarse que en la investigación expuesta en este documento existen, como se ha explicado, varios importantes sectores que no han podido ser incluidos (Automoción, Alimentación, Bebidas, Farmacéutico, TIC, Informático y Químico) por diversos motivos: o no se dispone de la información económico-financiera de la filial española; o no es compañía cotizada y, por tanto, no aparece en la CNMV, la información contenida en la web es insuficiente; o su presencia en los registros de Merco España es muy reducida. Las Telecomunicaciones son una ausencia peculiar, como se apuntó, porque el único grupo empresarial disponible era Telefónica-Movistar, con disponibilidad plena de datos, pero aparecía como único posible elemento a manejar en el sector de *Telecomunicaciones* español, ya que las dos principales candidatas para acompañarla y formar un conjunto sectorial, Vodafone y Orange, no ofrecen información específica de sus compañías españolas.

En nuestra análisis de sección cruzada destacan **Construcción** y **Banca** ocupando los últimos puestos en España del *ranking* sectorial, medido a través de los diferenciales, por subperiodo y periodo total de doce años, con la referencia (Medios de Comunicación). Ello coincide con los registros ofrecidos por *RepTrak* para nuestro país en el periodo mencionado.

Por el contrario, las posiciones que luce el sector de **Utilities** en nuestro análisis –en los últimos lugares en 2005-2008, en una situación destacada en 2009-2012, en posición intermedia para 2013-2016 y en el terceto de cabeza para todo el periodo 2005-2016–, muestran una posición más favorable que la de *RepTrak*, que lo ubica en los últimos lugares en España.

El sector **Energía** ocupa un lugar intermedio en nuestra investigación, en los subperiodos de precrisis y crisis, y se sitúa en la posición de cabeza en el de salida de la crisis. Para el periodo total 2005-2016 ocupa el primer lugar. Sin embargo, el monitor del Reputation Institute lo ubica, con claridad, en los puestos más desfavorables de percepción reputacional en España.

El sector **Seguros** refleja una continuada y positiva diferencia con nuestra referencia, ocupando el primer lugar en el subperiodo 2009-2012, el tercero en 2013-2016 y el

séptimo puesto en 2005-2008. Todo ello acompañado del segundo lugar en el referencial medio 2005-2016. El análisis de *RepTrak Pulse España* lo registra en puestos intermedios, pero no debe olvidarse que la no inclusión en nuestra investigación, por los motivos ya explicados, de los sectores que dicho monitor considera más prestigiados, impide efectuar una comparación completa.

El sector de **Hoteles** muestra una ubicación diferencial favorable, dentro del terceto de cabeza, en los subperiodos de crisis y salida de la crisis. Sin embargo, se situaba en el último lugar en el de precrisis, mostrando incluso un diferencial negativo, algo extraño ya que ello supone una silueta reputacional en ese cuatrienio peor que la de los Medios de Comunicación (constante del modelo) que hemos tomado como referencia. El diferencial medio de todo el periodo (2005-2016) lo coloca en el octavo puesto, fruto del peso negativo de ese primer componente (2005-2008) de la media. En el caso de *RepTrak Pulse España*, la *Hostelería y restauración* ocupa puestos intermedios, lo cual, teniendo en cuenta que este monitor emite informes desde 2010, y la situación favorable del sector en el intervalo 2009-2016 de nuestro análisis, a lo que se añade, como ya hemos indicado, la ausencia en nuestra investigación de los sectores que *RepTrak* evalúa más alto, hace que las discordancias en la evaluación sean hasta cierto punto explicables.

La **Distribución** ocupa un puesto intermedio en los sondeos de *RepTrak Pulse España*, que coincide con los registros ofrecidos por nuestra investigación, tanto desde la perspectiva de los subperiodos como del periodo completo. Similar comportamiento se comprueba en el sector de **Transporte de Viajeros**.

La **Electrónica de Consumo** muestra variaciones importantes en nuestro análisis, pues se sitúa con un diferencial que le lleva al primer lugar, como sector más reputado, en el cuatrienio de precrisis, para moverse en el grupo de cola en la crisis y la salida de la crisis, mientras que el diferencial medio de todo el periodo lo coloca en un lugar intermedio. Por su parte, el monitor de Reputation Institute trabaja con el concepto sectorial de *Electrodomésticos y electrónica*, más amplio, por lo que la comparación directa tiene dificultades, aunque sí parece contradictoria la situación si se remite la comparación a los dos últimos subperiodos, en el grupo de cola según nuestro análisis y en el de cabeza según *RepTrak*.

Por último, el sector de **Ingeniería** refleja en nuestro análisis un diferencial muy favorable en el subperiodo de precrisis, segundo puesto, para ir cayendo en el de crisis y acompañando a la Banca y la Construcción en los últimos lugares del cuatrienio de salida de la crisis. Pese a ello, el diferencial medio de los doce años lo ubica en una clasificación intermedia. No es posible la comparación con *RepTrak Pulse España* porque no considera este sector. Sin embargo, el *Informe Global RepTrak* sí sondea un sector que denomina de *Construcción e ingeniería*, situándolo en últimos puestos. Aunque nuestra investigación contempla separados a estos dos sectores, debe tenerse en cuenta que también la Construcción se mueve en los últimos puestos en los dos *rankings*, y si consideramos la situación de la Ingeniería en los dos subperiodos coincidentes, vemos que en nuestro análisis tiende a descender en el *ranking*, hasta ocupar el penúltimo puesto en 2013-2016, lo cual parece indicar cierta tendencia a la coincidencia en las apreciaciones respecto de este sector.

En resumen, podemos decir que, a pesar de las dificultades de comparación, y teniendo en cuenta el intervalo temporal en que es posible efectuarla, existen entre la clasificación resultante de nuestro estudio y la propuesta por *RepTrak Pulse España* más coincidencias que discrepancias:

- Así, hay sectores como *Medios de Comunicación, Construcción, Banca e Ingeniería* que en ambos casos tienden a ocupar puestos últimos o muy bajos;
- Igualmente hay coincidencia en colocar a la *Distribución* y al *Transporte de Viajeros* en posiciones intermedias;
- Ciertas aparentes discrepancias pueden ser explicables: así, los sectores *Seguros y Hoteles* ocupan puestos muy altos en el intervalo de tiempo comparable, mientras *RepTrak Pulse España* los coloca en puestos intermedios, pero, como ya se ha indicado, nuestra clasificación no ha podido incluir sectores que en *RepTrak* son los que tienen calificación más alta;
- Existen tres claras discrepancias: *Utilities* y *Energía* ocupan en nuestro análisis posiciones, o intermedias o destacadas, en los subperiodos aproximadamente coincidentes con la evaluación de *RepTrak*; sin embargo, en ésta ambos se sitúan en los últimos puestos de percepción reputacional, tanto en España como en el contexto internacional; por otra parte, *sensu contrario*, *Electrónica de Consumo*, en

el grupo de cabeza según *RepTrak*, se sitúa a la cola en el intervalo temporal coincidente de nuestro análisis.

Esto es, de once sectores considerados (incluido Medios de Comunicación), existe una destacada coincidencia de clasificación en seis de ellos; en otros dos hay aparentes discrepancias que son explicables; y únicamente en tres las discrepancias son claras: en dos casos una alta clasificación en nuestro análisis contrasta con muy bajos puestos en *RepTrak*, y en otro caso sucede lo contrario.

Por tanto, observamos que el *ranking* obtenido de nuestro análisis tiene cierta robustez, aunque quedarían por explicar las tres claras discrepancias observadas con *RepTrak*. En este sentido, las características de *RepTrak*, ya indicadas anteriormente (trabajar con un único *stakeholder* –público en general–, limitación del análisis al periodo iniciado en 2010, y modificación ocasional de los componentes de los sectores), pueden contribuir a explicar estas discrepancias.

7.2.2. Variables de control

En cuanto a las variables de control, los valores de los coeficientes y su frecuencia de significatividad se comentan a continuación.

Atendiendo a los resultados de las Tablas 17, 18 y 19 del capítulo anterior, se constata, como cabía esperar, que la *Responsabilidad Corporativa* (RC) luce un muy elevado poder explicativo, pues sus coeficientes resultan significativos en todos los años del periodo considerado salvo 2011. En cuanto a los valores de los mismos, los mayores aparecen a partir de 2012, esto es, al final del subperiodo de crisis y durante la salida de la misma. Por tanto, parece ser que es en ese intervalo temporal cuando los *stakeholders* han valorado especialmente la responsabilidad corporativa como relevante para explicar la reputación de las empresas.

El *Liderazgo*, por su parte, muestra un comportamiento peculiar porque, como ya se ha indicado, resulta significativo de 2005 a 2011 –siempre con coeficiente positivo–, y luego, sorpresivamente, desde 2012 y en todo el tercer subperiodo, pierde su capacidad explicativa sobre la reputación. En el capítulo quinto, en la Tabla 16, puede observarse que en el subperiodo 2013-2016, aunque la correlación entre Liderazgo y Reputación

sigue siendo significativa, su valor cuantitativo se ha reducido con respecto a subperiodos anteriores, lo que puede justificar, en parte, este resultado. Da la impresión, por tanto, de que tras la crisis los *stakeholders* han dejado de apreciar el liderazgo de los directivos empresariales como una variable suficientemente estimable respecto de la reputación de las compañías.

Ambas dimensiones parecen desarrollar un papel protagonista en la determinación de la reputación corporativa, en especial la primera, fruto de las exigencias de comportamiento responsable exigido por la sociedad española a las compañías, intensificadas con la crisis iniciada en 2008, y el creciente protagonismo público de los CEO y Presidentes de las corporaciones. Por otro lado, era presumible tal circunstancia por varios motivos, entre los que destacan tres principales:

- Los monitores de reputación más conocidos manejan ambos conceptos como habituales dimensiones explicativas de la reputación de las empresas.
- Además, no hay que olvidar que los datos utilizados en nuestro modelo para ambos factores proceden de un monitor (*MERCO España*), que las considera como probadas variables explicativas de la reputación corporativa.
- La literatura académica presenta un número amplio de referencias en que estas dos variables son seleccionadas como explicativas de la silueta reputacional de las compañías (Vlastelica et al., 2018; Conte, 2018; Love, Lim y Bednar, 2017; Castilla-Polo et al., 2016; Fernández-Sánchez, Luna-Sotorrío y Baraibar-Díez, 2015; Melo y Garrido-Morgado, 2012; Urra-Urbieta, Mohedano-Suanes y Safón-Cano, 2009; Brammer y Pavelin, 2006).

Por el contrario, el resto de las variables de control del modelo estimado, en concreto *RoA*, *Tamaño* y el *Variación de la Facturación*, no lucen el potencial explicativo que se les suponía.

El caso más sorprendente es el de la *Rentabilidad sobre el Activo Total*, referida al año anterior (*RoA_{t-1}*). Esta variable es de aparición generalizada –como se indicó en el apartado 5.3 del quinto capítulo– en un amplio abanico de investigaciones, tanto con el valor actual como retardado. En algunas de ellas aparece asociada significativamente a la Reputación (Aguilera-Caracuel, Guerrero-Villegas y García-Sánchez, 2017; Love, Lin y

Bednar, 2017; Fernández-Sánchez, Luna-Sotorrío y Baraibar-Díez, 2015; Musteen, Datta y Kemmerer, 2010; Brammer, Millington y Pavelin, 2009; Brammer y Pavelin, 2006; Flanagan y O'Shaughnessy, 2005), mientras que en otras no muestra significatividad (Bravo-Urquiza, Abad-Navarro y Laffarga-Briones, 2015; Melo y Garrido-Morgado, 2011; Urra-Urbieta, Mohedano-Suanes y Safón-Cano, 2009; Basdeo et al., 2006).

Considerando los trabajos en los que se emplean datos de empresas españolas, Urra-Urbieta, Mohedano-Suanes y Safón-Cano (2009), respecto del intervalo 2003-2005, y Bravo-Urquiza, Abad-Navarro y Laffarga-Briones (2015), en el intervalo 2004-2010, rechazan la significatividad de la rentabilidad, mientras que Fernández-Sánchez, Luna-Sotorrío y Baraibar-Díez (2015), en el intervalo 2004-2011, sí registran significatividad, pero emplean RoE (rentabilidad sobre fondos propios) en lugar de RoA (rentabilidad sobre el activo). En los tres casos no se considera el retardo.

En nuestro estudio solo muestra poder explicativo sobre la variable dependiente en 2008, con una significatividad al 10%, y, además, aparece con signo contrario al esperado. Algunos autores (Olmedo-Cifuentes y Martínez-León, 2011) indican que las medidas de posición financiera y creación de valor se debilitan como factor explicativo en los periodos de crisis económica, aunque en nuestro caso también resulta débil tanto antes como después de la crisis.

Los estadísticos principales de esta variable (véase el apartado 5.6 del capítulo quinto) tal vez puedan aportar alguna explicación. La media crece de 2005 a 2006 (4,366 a 5,142) y comienza a decrecer en 2007 (5,135) para empezar a deslizarse a la baja, llegando en 2014 a 1,781 y alcanzando su mínimo en 2015 (0,643), en que registra un valor atípico debido al Grupo Prisa, como ya se ha explicado; y en 2016 se inicia la recuperación (1,628) de la rentabilidad media. La secuencia de este parámetro parece ceñirse bien a la situación económica, pues inicia un decrecimiento ya en 2007 que se agudiza en los años de crisis e inicios de la recuperación, para volver al crecimiento pasada aquella. La *dispersión* de esta variable, medida por la desviación típica, no ofrece variaciones de importancia en el subperiodo previo a la crisis e inicio de la misma; así, partiendo del valor 3,815 en 2005, se mueve en torno a 4,380 entre 2006 y 2011, para comenzar a elevarse apreciablemente, fruto del efecto de la crisis en los resultados de los distintos grupos analizados, alcanzando el máximo en 2013 (6,316). Cabría pues aventurar si la

causa de la escasa significatividad de esta variable pudiera ser debida a su no suficiente variabilidad de los registros y ello dificultase la discriminación de su efecto sobre la reputación. Y, sobre todo, a que tiene una correlación muy baja con la Reputación, durante todo el periodo y siempre no significativa.

Por su parte, el *Tamaño (T)* corporativo, medido a través del logaritmo del número de empleados, aparece de forma significativa en tres años (en 2011 al 1%, en 2014 al 5% y en 2016 al 10%), con coeficientes de signo positivo. Se presume que la mayor dimensión empresarial puede tener un efecto positivo sobre las valoraciones reputacionales de los distintos grupos de interés, en especial en los subperiodos de crisis y salida de la crisis. Pero la investigación disponible, reflejada en la Tabla 9 y en la sección 5.3, registra discrepancias. En algunos trabajos aparece como elemento que afecta significativamente a la percepción de la reputación (Fernández-Sánchez, Luna-Sotorrío y Baraibar-Díez, 2015; Bravo-Urquiza, Abad-Navarro y Laffarga-Briones, 2015; Melo y Garrido-Morgado, 2011; Musteen, Datta y Kemmerer, 2010; Williams, Schnake y Fredemberger, 2005; Fombrun y Shanley, 1990). Por el contrario, en otros no es significativo (Aguilera-Caracuel, Guerrero-Villegas y García-Sánchez, 2017; Love, Lim y Bednar, 2017; Brammer, Millintong y Pavelin, 2009; Urra-Urbieta, Mohedano-Suanes y Safón-Cano, 2009; Delgado-García, De Quevedo-Puente, y De la Fuente-Sabaté, 2010; Brammer y Pavelin, 2006; Flanagan y O'Shaughnessy, 2005; Basdeo et al., 2006). En referencia a estudios sobre empresas españolas, tanto Delgado-García, De Quevedo-Puente y De la Fuente-Sabaté (2010), con datos del intervalo 2000-2007, como Urra-Urbieta, Mohedano-Suanes y Safón-Cano (2009), considerando el intervalo 2003-2005, no encuentran significatividad para el tamaño, mientras que, para datos más recientes, Bravo-Urquiza, Abad-Navarro y Laffarga-Briones (2015), en el intervalo 2004-2010, y Fernández-Sánchez, Luna-Sotorrío y Baraibar-Díez (2015), en el intervalo 2004-2011, sí detectan significatividad en dicha variable. Ahora bien, ninguno de estos trabajos utiliza el Número de Empleados como medida del tamaño, sino el Activo Total y las Ventas.

En nuestro caso, la base de datos de referencia presenta unos tamaños corporativos elevados, y, además, la escasa dispersión de esta variable de control a lo largo del periodo investigado (véase el apartado 5.6 del capítulo quinto) refleja un colectivo muy homogéneo, y ello parece dificultar su labor de discriminación.

Por último, el intento por nuestra parte de dar entrada en la especificación y estimación del modelo a un factor que recogiese la calidad de la oferta comercial a través de una variable *proxy*, como la *Variación de la Facturación*, no parece haber dado resultados importantes, pues no muestra poder explicativo sobre la reputación, salvo en 2015, en que la significatividad es del 10%, y con un coeficiente positivo, conforme a lo esperado. Medir dicha calidad se debiera apoyar en aspectos tales, entre otros, como la innovación en el diseño de producción, en los canales de distribución, en el servicio postventa, etc. Ahora bien, debido a la dificultad de evaluar tal tipo de actuaciones, se escogió como tal variable *proxy* la variación anual porcentual de la facturación, por entender que podía ser un buen reflejo de aquella, con la posibilidad, además, de obtener registros cuantitativos con la fácil apelación a los datos contables. Parece que tal regresor no ha sido capaz en esta investigación de discriminar su presunta importancia en las percepciones reputacionales de los distintos *stakeholders*. La elección de esta variable explicativa del comportamiento reputacional aparece en Urra-Urbieta, Mohedano-Suanes y Safón-Cano (2009), y tampoco muestra significatividad.

7.3. ESTIMACIÓN CON DATOS DE PANEL: ANÁLISIS Y DISCUSIÓN DE RESULTADOS Y COMPARACIÓN CON LOS DE SECCIÓN CRUZADA

En este apartado se va a efectuar un análisis de los resultados respecto de las regresiones con datos de panel, así como una comparación con los obtenidos en los análisis de sección cruzada.

7.3.1. Sectores de actividad

Así, en primer lugar, las Tablas 28 y 29 presentan de manera sintética la información sobre los resultados debidos a la aplicación de esta técnica respecto de la variable Sector de Actividad, recogidos en la Tabla 20 del capítulo anterior. La Tabla 28 muestra la frecuencia sectorial de significatividades, o halos sectoriales, ordenados los sectores de mayor a menor frecuencia y según los subperiodos; también se incluyen las significatividades en el análisis del periodo completo. Por su parte, la Tabla 29 resume la información de la frecuencia de significatividades sectoriales por cuatrienio, y también en el análisis del periodo completo.

Tabla 28. Estimación con datos de panel. Frecuencia de significatividades (halos), por sectores

Sector	Subperiodos	Total	Total Periodo
Distribución	2005-2008** 2009-2012*** 2013-2016*	3	***
Utilities	2005-2008*** 2009-2012*** 2013-2016**	3	***
Transp. Viaj.	2005-2008*** 2009-2012*** 2013-2016*	3	***
Seguros	2009-2012*** 2013-2016***	2	***
Banca	2009-2012*** 2013-2016*	2	**
Electr. Cons.	2005-2008** 2009-2012***	2	***
Hoteles	2009-2012*** 2013-2016***	2	***
Energía	2009-2012*** 2013-2016***	2	***
Ingeniería	2005-2008* 2009-2012***	2	***
Construcc.	2009-2012***	1	--

* Significativo al 10%; ** Significativo al 5%; *** Significativo al 1%.

Fuente: elaboración propia

Tabla 29. Estimación con datos de panel. Frecuencia de significatividades(halos), por cuatrienios

Cuatrienios	Sectores	Total
2005-2008	Distribución, Utilities, Electrónica de Consumo, Transporte de Viajeros, Ingeniería.	5
2009-2012	Seguros, Banca, Construcción, Distribución, Utilities, Electrónica de Consumo, Hoteles, Energía, Transporte de Viajeros, Ingeniería.	10
2013-2016	Seguros, Banca, Distribución, Utilities, Hoteles, Energía, Transporte de Viajeros.	7
Total Periodo	Seguros, Banca, Distribución, Utilities, Electrónica de Consumo, Hoteles, Energía, Transporte de Viajeros, Ingeniería.	9

Fuente: elaboración propia

Se comprueba que hay tres sectores –Distribución, Utilities y Transporte de Viajeros– que muestran su impacto sobre la reputación en los tres cuatrienios investigados. En el otro extremo aparece la Construcción, con una sola aparición (2009-2012) en el cuatrienio de crisis. Con una posición intermedia, dos cuatrienios, aparecen el resto de los sectores –Seguros, Banca, Electrónica de Consumo, Hoteles, Energía e Ingeniería–. Se puede observar que, de un total de 23 registros de significatividad cuatrienal, 10, es decir, casi la mitad, aparecen en el subperiodo de crisis (2009-2012).

Por otra parte, si se considera la estimación referente al conjunto del periodo, todos los sectores, salvo Construcción, presentan significatividad, y además muy alta, al 1%, salvo Banca (5%).

Como ya se ha indicado, a la vista de que disponemos de información de sección cruzada y por datos de panel, puede resultar de interés efectuar una comparación de los resultados obtenidos en cada uno de estos dos métodos de estimación (Tablas 30 y 31).

Así, en la Tabla 30 se comparan por subperiodos, para cada sector considerado, los resultados obtenidos en significatividades mediante las estimaciones de sección cruzada con los registrados aplicando datos de panel. En concreto, respecto de la sección cruzada, si un sector resulta significativo en al menos un año del subperiodo, se considera que es

significativo en el mismo; no obstante, entre paréntesis figura para cada sector el número de significatividades encontradas en los años de cada subperiodo.

Por su parte, en la Tabla 31 se comparan por subperiodos los sectores significativos, tanto según la estimación en sección cruzada como mediante la técnica de datos de panel. Como en la tabla anterior, respecto de sección cruzada, se considera que un sector es significativo en un subperiodo si al menos presenta significatividad en un año del mismo; e, igualmente como en la tabla anterior, en cada subperiodo, tras el nombre de cada sector, figura entre paréntesis en número de ocasiones en que muestra significatividad.

Observando ambas tablas, y haciendo referencia en primer lugar a la frecuencia de significatividades sectoriales por subperiodos (Tabla 30), en el caso de datos de panel Distribución, Utilities y Transporte de Viajeros se sitúan a la cabeza, con apariciones en los tres subperiodos, mientras que en sección cruzada, salvo Construcción, Electrónica de Consumo e Ingeniería, el resto aparece en los tres subperiodos. En datos de panel la Construcción luce el último puesto con un solo registro, y Seguros, Banca, Hoteles, Energía e Ingeniería con dos, mientras que en sección cruzada la Construcción, Electrónica de Consumo e Ingeniería aparecen con dos registros cada uno.

Ahora bien, si en sección cruzada se consideran únicamente los sectores que parecen al menos dos veces en cada subperiodo, entonces Hoteles tiene presencia en los tres subperiodos, mientras que Seguros, Distribución, Energía, Transporte de Viajeros e Ingeniería la tienen en dos, y Banca, Construcción, Utilities y Electrónica de Consumo solo en uno. En este caso, Construcción coincide en los resultados de los dos tipos de estimaciones con presencia en un solo subperiodo, y Seguros, Energía e Ingeniería con presencia en dos periodos. No obstante, debe tenerse en cuenta que se han aplicado dos técnicas diferentes, por lo que los resultados no tienen por qué ser coincidentes. Además, como ya se ha indicado, los resultados de datos de panel para los dos últimos subperiodos deben ser tomados con cautela, dadas las reservas sobre la adecuación del estimador empleado.

Tabla 30. Estimación de sección cruzada y de datos de panel. Frecuencia de significatividades sectoriales, por subperiodos y técnica de análisis

Sector	Subperiodos Sección Cruzada	Total	Subperiodos Datos de panel	Total
Seguros	2005-2008 (1) 2009-2012 (3) 2013-2016 (2)	3	2009-2012 2013-2016	2
Banca	2005-2008 (1) 2009-2012 (2) 2013-2016 (1)	3	2009-2012 2013-2016	2
Construcción	2005-2008 (1) 2009-2012 (2)	2	2009-2012	1
Distribución	2005-2008 (2) 2009-2012 (2) 2013-2016 (1)	3	2005-2008 2009-2012 2013-2016	3
Utilities	2005-2008 (1) 2009-2012 (3) 2013-2016 (1)	3	2005-2008 2009-2012 2013-2016	3
Electr. de Consumo	2005-2008 (2) 2009-2012 (1)	2	2005-2008 2009-2012	2
Hoteles	2005-2008 (2) 2009-2012 (2) 2013-2016 (2)	3	2009-2012 2013-2016	2
Energía	2005-2008 (1) 2009-2012 (3) 2013-2016 (2)	3	2009-2012 2013-2016	2
Transporte de Viajeros	2005-2008 (2) 2009-2012 (2) 2013-2016 (1)	3	2005-2008 2009-2012 2013-2016	3
Ingeniería	2005-2008 (2) 2009-2012 (2)	2	2005-2008 2009-2012	2

En la segunda columna se ha indicado entre paréntesis el número de ocasiones en que cada sector de actividad es significativo en cada subperiodo

Fuente: elaboración propia

Tabla 31. Estimación de sección cruzada y de datos de panel. Frecuencia de significatividades sectoriales, por cuatrienios y técnica de análisis

Cuatrienios	Técnica	Sectores	Total
2005-2008	<i>Datos de Panel</i>	Distribución, Utilities, Electrónica de Consumo, Transporte de Viajeros, Ingeniería.	5
	<i>Sección Cruzada</i>	Seguros (1), Banca (1), Construcción (1), Distribución (2), Utilities (1), Electrónica de Consumo (2), Hoteles (2), Energía (1), Transporte de Viajeros (2), Ingeniería (2).	10
2009-2012	<i>Datos de Panel</i>	Seguros, Banca, Construcción, Distribución, Utilities, Electrónica de Consumo, Hoteles, Energía, Transporte de Viajeros, Ingeniería.	10
	<i>Sección Cruzada</i>	Seguros (3), Banca (2), Construcción (2), Distribución (2), Utilities (3), Electrónica de Consumo (1), Hoteles (2), Energía (3), Transporte de Viajeros (2), Ingeniería (2).	10
2013-2016	<i>Datos de Panel</i>	Seguros, Banca, Distribución, Utilities, Hoteles, Energía, Transporte de Viajeros.	7
	<i>Sección Cruzada</i>	Seguros (2), Banca (1), Distribución (1), Utilities (1), Hoteles (2), Energía (2), Transporte de Viajeros (1).	7

En la tercera columna se ha indicado entre paréntesis el número de ocasiones en que según la estimación en sección cruzada cada sector de actividad es significativo en cada subperiodo

Fuente: elaboración propia

En relación con la frecuencia cuatrienal de significatividades sectoriales (Tabla 31), en el subperiodo previo a la crisis (2005-2008) el análisis de datos de panel registra cinco sectores significativos, mientras que según sección cruzada todos los sectores tienen presencia, siquiera en una ocasión; pero si consideramos únicamente los que están presentes al menos en dos ocasiones, la coincidencia es mayor, pues hay resultados comunes en cuatro de ellos: Distribución, Electrónica de Consumo, Transporte de Viajeros e Ingeniería. Utilities es significativa en todo el subperiodo según datos de panel, pero con una única presencia según sección cruzada. Por su parte, el sector Hoteles, que en sección cruzada (Tabla 17) se muestra significativo para los años 2006 y 2008, según

datos de panel no muestra efecto en este cuatrienio. Así mismo, los efectos diferenciales detectados en 2008 según la Tabla 17 en Seguros, Banca, Construcción y Energía, no se detectan en la estimación de datos de panel. No obstante estas diferencias, dado el empleo de diferentes técnicas, estimamos que la coincidencia dentro de este subperiodo en cuatro sectores entre la significatividad en datos de panel y la detectada al menos en dos ocasiones en sección cruzada resulta relevante para indicar la existencia de halos sectoriales; habida cuenta, además, de la consistencia en este cuatrienio de la estimación de datos de panel mediante efectos aleatorios.

En cuanto al subperiodo de crisis (2009-2012), es el que luce significatividades en los diez sectores con ambas técnicas; ahora bien, si, como en el cuatrienio anterior, consideramos en sección cruzada al menos dos significatividades, la coincidencia no es total, aunque sigue siendo importante, en nueve sectores, quedando fuera Electrónica de Consumo. Puede decirse que en este subperiodo la estimación de datos de panel mejora los resultados de sección cruzada para los años 2009 y 2012, pues recordemos (Tabla 18) que en 2009 no se detectaba ningún sector significativo, y en 2012 solo lo eran los sectores de Seguros, Utilities y Energía (los dos primeros a un nivel de significación del 10%). Ahora bien, dado que en este subperiodo, como en el siguiente, existen reservas sobre la idoneidad del estimador empleado según datos de panel, las anteriores consideraciones deben ser tomadas con cautela.

Por último, respecto del tercer subperiodo, de salida de la crisis (2013-2016), los sectores con significatividad en datos de panel, y con presencia significativa en sección cruzada, coinciden –siete, en concreto todos menos Construcción, Electrónica de Consumo, e Ingeniería –, aunque respecto de esta última técnica, únicamente tres sectores –Seguros, Hoteles y Energía– tienen presencia significativa en más de una ocasión. Debe tenerse en cuenta que en los resultados de la estimación de sección cruzada (Tabla 19) no se detectaba ningún efecto sectorial en 2014 ni en 2015, mientras que en 2013 solo eran significativos los tres sectores mencionados, Seguros, Hoteles y Energía, y en 2016 lo eran los siete sectores significativos también en datos de panel.

En síntesis, aunque al ser diferentes las dos técnicas econométricas aplicadas los resultados obtenidos no tienen por qué coincidir, existen algunas similitudes que consideramos relevantes. En especial, respecto del subperiodo de crisis podemos decir

que existe coincidencia en mostrarlo como aquel en que aparecen más halos, pues en sección cruzada registra el mayor número de significatividades (veintidós, especialmente diez en 2010 y nueve en 2011), y también es en el que, en datos de panel, hay más sectores con significatividad (10); además, es también el subperiodo en que hay mayor coincidencia en los resultados según una y otra técnica. Ello refuerza la idea de que los grupos de interés posan su foco sectorial en los años difíciles.

7.3.2. Variables de control

Considerando ahora los resultados respecto de las variables de control en la estimación con datos de panel, nos referiremos a la Tabla 20, y para la comparación con los resultados de sección cruzada, se van a tener en cuenta tanto las tablas 17, 18 y 19 del anterior capítulo, como el subapartado 7.2.2 del capítulo actual.

Así, en la estimación con datos de panel, como ya se indicó, el *Tamaño* y la *Responsabilidad Corporativa* exhiben significatividad en relación con la Reputación tanto para el periodo completo como para cada uno de los subperiodos, siempre con signo positivo en los coeficientes respectivos.

Ahora bien, respecto de la segunda variable, si se compara con los resultados de la estimación en sección cruzada, se observa que existe una alta coincidencia. En efecto, la Responsabilidad Corporativa es significativa en todos los años, exceptuando 2011, siempre con signo positivo; además, los mayores valores de los coeficientes aparecen en el último año del subperiodo de crisis (2012) y en los años de salida de la crisis, lo cual es bastante similar a lo mostrado en la estimación con datos de panel, pues en esta se observa cómo en el tercer subperiodo el coeficiente de esta variable –también positivo– tiene el mayor valor junto a la más alta significatividad. Por tanto, la conclusión obtenida respecto de la estimación en sección cruzada, en el sentido de que esta variable es la de mayor consideración por parte de los *stakeholders* para valorar la reputación de las compañías, y ello especialmente durante la salida de la crisis, queda corroborada aquí.

Sin embargo, respecto de la variable Tamaño los resultados no son coincidentes, pues en sección cruzada, aunque es la tercera variable de control con mayor significatividad en relación con la Reputación, dicha significatividad –con coeficientes también positivos–

solo se da en tres años, en concreto 2011 en el subperiodo de crisis, y 2014 y 2016 en el de salida de la crisis.

En cuanto al *Liderazgo*, la estimación con datos de panel muestra significatividad –con coeficientes positivos– tanto en el periodo completo como en los dos primeros subperiodos, pero no en el tercero. Si se observan los resultados de la estimación en sección cruzada, esta variable es significativa y de coeficiente positivo en todos los años del primer cuatrienio y también en los tres primeros años del segundo, pero pierde significatividad en 2012 y sigue sin recuperarla a lo largo del cuatrienio de salida de la crisis. Como puede observarse, existe gran coincidencia: coeficientes significativos y positivos en general en los dos primeros subperiodos, pero cese total de significación en el tercero, aunque para el conjunto del periodo debe considerarse una variable estimable en la explicación de la reputación empresarial.

Respecto de las variables *Rentabilidad (RoA_{t-1})* y *Variación de la Facturación*, en la estimación con datos de panel no resultan ser significativas para explicar la Reputación ni en el periodo completo ni en ninguno de los subperiodos. En cuanto a los resultados de la estimación en sección cruzada, vemos que estas variables tienen una pobrísima capacidad para explicar la reputación, pues solo tienen coeficiente significativo en un año cada una. En este sentido, los resultados de aplicar una u otra técnica resultan altamente coincidentes.

Sintetizando los resultados respecto de las variables de control en la estimación con datos de panel, teniendo en cuenta la comparación con los obtenidos en sección cruzada, puede afirmarse que, a pesar de que estas dos técnicas econométricas tienen características diferentes, los resultados convergen en gran medida: así, respecto de la Responsabilidad Corporativa, en ambas técnicas se muestra su relevancia a la hora de explicar la reputación empresarial, y por tanto la importancia que le conceden los *stakeholders*, en especial en el subperiodo posterior a la crisis; en cuanto al Liderazgo, existe también coincidencia en manifestar su relevancia, y en que esta decae en el último cuatrienio; asimismo existe coincidencia en mostrar la nula o casi nula relevancia de la Rentabilidad y la Variación de la Facturación; únicamente respecto del Tamaño las discrepancias son claras, pues la gran relevancia que parece apreciarse en la estimación con datos de panel no resulta corroborada por los resultados de sección cruzada.

7.4. CUMPLIMIENTO DE LAS HIPÓTESIS

Una vez presentados en el sexto capítulo los resultados de los dos tipos de estimaciones efectuadas en este trabajo, y tras analizar y discutir tales resultados en los anteriores apartados del presente capítulo, ha llegado el momento de considerar el cumplimiento o no de las dos hipótesis planteadas en el quinto capítulo.

Así, en relación con la primera,

H.1: la reputación de las empresas españolas presenta un “halo sectorial”, esto es, la reputación está influida por el sector de actividad al que pertenece la empresa.

Teniendo en cuenta la estimación de sección cruzada, debe considerarse que:

- por una parte, como ya se ha indicado, de los doce periodos anuales considerados, el contraste conjunto de la significatividad sectorial rechaza la hipótesis nula en cinco de ellos (2006, 2008, 2010, 2011 y 2016), luego en esos años la variable Sector de Actividad tiene capacidad explicativa conjunta sobre la reputación; por tanto, puede afirmarse que existen halos sectoriales;
- por otra, considerando ahora la significatividad individual de los sectores, en nueve de los doce años existe capacidad explicativa de la variable Reputación (halos) por parte de, al menos, un sector de actividad, en ocho son significativos como mínimo dos sectores, y en cuatro la significatividad se presenta en siete o más sectores, con lo que parece confirmarse la existencia de halos sectoriales en la explicación de la reputación empresarial en el ámbito español;
- un hallazgo adicional que corrobora lo anterior es que los años con mayor número de sectores significativos se dan en épocas de mayor incertidumbre, donde la información es más escasa y se percibe como más dudosa, y por tanto los *stakeholders* menos informados son más propensos a los sesgos cognitivos, entre ellos el “halo sectorial”; Así sucede en 2008, previo a la crisis, 2010 y 2011, de plena crisis, y 2016, año de gran incertidumbre y que reflejan un elevado número de significatividades sectoriales.

En cuanto a la estimación con datos de panel, los registros aportados por la aplicación de dicha técnica, aunque deben ser considerados con cautela debido a las posibles reservas sobre la idoneidad del estimador empleado, en principio coinciden en detectar halos sectoriales, pues:

- en cuanto a la significatividad conjunta de los sectores de actividad, no se rechaza ni en el periodo completo ni en ninguno de los subperiodos, por tanto los sectores son conjuntamente significativos;
- además, a nivel sectorial individual, considerando el periodo total (2005-2016), nueve sectores son significativos, y por subperiodos, el de precrisis ofrece significatividades sectoriales individuales en cinco sectores, en el de crisis son significativos todos los sectores, concentrando, pues, los halos en este cuatrienio, y en el de salida de la crisis lo son siete sectores.

Estos resultados muestran claramente que no se puede rechazar H.1.

Con respecto a la segunda,

H.2: el *“halo sectorial” en la reputación de las empresas españolas permanece en el tiempo.*

Para considerar el cumplimiento de esta hipótesis nos vamos a referir a los resultados obtenidos mediante la estimación en sección cruzada, pues al detectar las significaciones sectoriales (halos) año por año, permite establecer su posible permanencia a lo largo del tiempo.

Dichos resultados sugieren las siguientes consideraciones:

En primer lugar, ningún sector aparece de forma continua como generador de halo en el periodo total analizado (2005-2016) –de hecho, en tres de los doce años ningún sector tiene capacidad explicativa sobre la Reputación–, aunque todos se manifiestan como significativos en algunos de esos años. Hay tres sectores (Seguros, Energía y Hoteles) que registran una elevada presencia temporal (seis de los doce años), acompañada de apreciables registros de significatividad; todo ello mostrando presencia en los tres

subperiodos temporales analizados, pero con predominio en el inicio y consolidación de la crisis, y presentando una distancia apreciable sobre el sector de referencia para el caso de los dos primeros.

Hay tres sectores (Distribución, Utilities y Transporte de Viajeros) también con frecuentes apariciones anuales –cinco–, mostrando distancias apreciables sobre la referencia, buenos registros de significatividad y presencia predominante en el inicio y consolidación de la crisis. Por último, los restantes sectores (Banca, Ingeniería, Electrónica de Consumo y Construcción) aparecen como significativos en cuatro y tres ocasiones de los doce años investigados.

Con base en las consideraciones anteriores, y guiados por un criterio de prudencia, no podemos afirmar que en sentido estricto exista un “halo sectorial permanente” respecto de la reputación de las empresas españolas, lo cual nos lleva a rechazar H.2. No obstante, como se ha podido observar, los resultados obtenidos, al menos en algunos sectores, nos llevan a matizar este rechazo. Así, el grupo formado por Seguros, Utilities y Energía presenta “halos sectoriales” en todos los subperiodos, pero preferentemente en el de crisis, en concreto en tres años del cuatrienio; resulta pues, difícil, para estos grupos de compañías, rechazar la existencia de un “halo sectorial” persistente al menos en ese subperiodo, aunque no sea totalmente permanente. Algo similar puede afirmarse para Transporte de Viajeros, Banca e Ingeniería, que, de los cuatro años en que registran significatividades, estas se concentran en 2008, 2010 y 2011. Por tanto, estimamos que para estos sectores H.2 quedaría parcialmente confirmada.

Y, tal vez, como ya se ha indicado, pudiera inferirse de los resultados de esta investigación que los halos sectoriales no solo están presentes, sino que se intensifican en los periodos de fuerte incertidumbre con respecto a la actividad empresarial.

7.5 RESUMEN Y CONCLUSIONES DEL CAPÍTULO

El actual capítulo presenta el análisis y discusión de los resultados, expuestos en el capítulo anterior, que se han obtenido mediante la aplicación de los procedimientos de

sección cruzada y de datos de panel sobre el periodo investigado, fraccionado, como se explicó, en tres cuatrienios (precrisis, crisis y salida de la crisis). Posteriormente, se considera el cumplimiento o no de las hipótesis planteadas.

Respecto de los resultados de la estimación en sección cruzada, se ha iniciado la exposición en referencia a los sectores de actividad y, más tarde, sobre las variables de control.

Para los sectores de actividad individuales, se ofrecen la frecuencia anual y la frecuencia sectorial de significatividades. Con respecto a la primera, los años 2008, 2010, 2011 y 2016 lucen un nivel elevado que se mueve entre 7 y 10 sectores, con la sorpresa del año 2009 en que no aparece ninguno. El caso de 2016, ya en salida de la crisis, fue causado por las fuertes perturbaciones financieras que se generaron en dicho año por China, la burbuja inmobiliaria, el Brexit y la crisis en entidades italianas y alemanas, que se añadieron a la incertidumbre en nuestro país. El resto de años, salvo 2014 y 2015, presentan alguna significatividad. Para complementar el análisis se vincula el número de halos con determinados índices de confianza e incertidumbre (Centro de Investigaciones Sociológicas CIS y Banco de España), aventurándose una relación no lineal entre incertidumbre y halos sectoriales reputacionales. En condiciones de baja incertidumbre – años 2005-2007 y 2012-2015–, los *stakeholders* no prestan interés a la pertenencia de las empresas a los diferentes sectores, y por tanto los halos son inexistentes o escasos; pero ante una elevación de la incertidumbre –2008 o 2016– o con incertidumbre alta –2010 y 2011–, la información escasa o menos confiable, e incluso las dificultades para interpretarla, hacen que los *stakeholders* valoren enormemente la pertenencia de las empresas a sus respectivos sectores, y por tanto aparezcan fuertes halos sectoriales; ahora bien, ante una incertidumbre extrema –2009–, las referencias sectoriales colapsan y los halos desaparecen.

Atendiendo a la frecuencia de significatividades por sectores, Seguros, Hoteles y Energía se muestran en la cabeza, con presencia de halos en la mitad de los años del periodo completo, mientras Electrónica de Consumo y Construcción aparecen en los últimos puestos, con coeficientes significativos únicamente en tres años.

Otra aportación ha consistido en la elaboración y análisis de un *ranking* de los sectores de actividad según su contribución a explicar la reputación corporativa, expresada en los coeficientes de las regresiones, reflejando las distancias respecto del sector “Medios de Comunicación”, tomado como referencia debido a que habitualmente aparece como de los peor considerados. Así, se obtiene que el sector Energía es el que más se aleja, en positivo, de la referencia, seguido de Seguros, Utilities y Distribución, mientras Construcción y Banca ocupan los peores lugares en el diferencial.

Una verificación del *ranking* obtenido se efectúa mediante la comparación con los resultados registrados por *RepTrak Pulse España* en sus informes anuales, mostrando más coincidencias que discrepancias. Así, de once sectores considerados (incluido Medios de Comunicación), existe fuerte coincidencia de clasificación en seis de ellos, en otros dos hay aparentes discrepancias, pero explicables, y únicamente en tres las discrepancias son claras: en dos casos una alta clasificación en nuestro análisis contrasta con muy bajos puestos en *RepTrak*, y en otro caso sucede lo contrario. Ahora bien, el hecho de que *RepTrak*, a diferencia de MERCO España, base de nuestros análisis, trabaje con un único *stakeholder* –público en general–, sus informes se inicien en 2010, y haya modificado en ocasiones los componentes de los sectores, pueden contribuir a explicar estas discrepancias. Por tanto, observamos que el *ranking* obtenido a partir de nuestro análisis tiene cierta robustez.

Para las *variables de control* se observa que la Responsabilidad Corporativa luce un muy elevado poder explicativo sobre la Reputación, mientras el Liderazgo resulta significativo en el intervalo 2005-2011, perdiendo luego esa capacidad. El resto de las variables explicativas, a saber, Rentabilidad, Tamaño y Variación de la Facturación, no presentan potencial explicativo; el caso más sorprendente es el de la Rentabilidad (RoA retardado en un año), que registra en una sola ocasión (2008) significatividad, con signo negativo.

La estimación vía datos de panel se presenta ofreciendo las significatividades por sectores y por intervalos temporales, tanto para los subperiodos como el periodo completo (2005-2016). Por subperiodos, Distribución, Utilities y Transporte de Viajeros ocupan los primeros lugares apareciendo en los tres cuatrienios, mientras en último lugar aparece la Construcción, con un solo cuatrienio (2009-2012) de aparición de significatividad. La más elevada presencia de sectores significativos por cuatrienios aparece en el segundo

(crisis: 2009-2012), con diez, seguido del segundo (salida de la crisis: 2013-2016) con siete.

Si se comparan estos resultados con los de sección cruzada, se comprueba que, en la frecuencia de significatividades por sectores, en el análisis de datos de panel, Distribución, Utilities y Transporte de Viajeros tienen apariciones en los tres subperiodos, mientras que en sección cruzada, salvo Construcción, Electrónica de Consumo e Ingeniería, el resto aparece en los tres subperiodos. La Construcción ocupa el último puesto en ambas técnicas de estimación.

Atendiendo a las frecuencias de significatividades sectoriales por cuatrienios se observa que el subperiodo anterior a la crisis se registra la mayor discrepancia, ya que en sección cruzada lucen los diez sectores, mientras que en datos de panel solo aparecen cinco. Gran coincidencia se muestra en el subperiodo de crisis, pues es el que luce significatividades en los diez sectores con ambas técnicas, y en nueve si respecto de sección cruzada solo se tienen en cuenta los sectores con al menos dos significatividades.

Por tanto, aun con diferentes técnicas, los resultados muestran similitudes que estimamos relevantes. En especial, respecto del subperiodo de crisis existe coincidencia en mostrarlo como aquel en que aparecen más halos, pues en sección cruzada registra el mayor número de significatividades, y también es en el que, en datos de panel, hay más sectores significativos; además, es también en el que hay mayor coincidencia en los resultados. Ello refuerza la idea de que los grupos de interés posan su foco sectorial en los años difíciles.

Respecto de los resultados en las variables de control según datos de panel, y comparando con los obtenidos en sección cruzada, puede afirmarse que, pese a tratarse de dos técnicas econométricas diferentes, convergen en gran medida: así, respecto de la Responsabilidad Corporativa, en ambas se muestra su relevancia a la hora de explicar la reputación, y por tanto la importancia que le conceden los *stakeholders*, especialmente en el subperiodo posterior a la crisis; en cuanto al Liderazgo, existe también coincidencia en manifestar su relevancia, y en que esta decae en el último cuatrienio; asimismo existe coincidencia en mostrar la nula o casi nula relevancia de la Rentabilidad y la Variación de la Facturación; únicamente respecto del Tamaño las discrepancias son claras, pues la gran relevancia que

parece apreciarse en la estimación con datos de panel no resulta corroborada por los resultados de sección cruzada.

A la vista de la información presentada y analizada en los Capítulos Sexto y Séptimo, la opinión sobre las dos Hipótesis planteadas en el Capítulo Quinto nos muestra las siguientes conclusiones:

Respecto a la primera hipótesis, H.1, no se rechaza, pues los resultados obtenidos parecen confirmar la existencia de halos referidos a los sectores de actividad con respecto a la variable Reputación, y además el mayor número de halos se concentra en épocas de mayor incertidumbre.

En relación con la segunda hipótesis, H.2, no puede afirmarse de forma estricta que tales halos sean permanentes a lo largo de todo el periodo de análisis, pero hay sectores que manifiestan permanencia en alguno de los subperiodos con alto nivel de incertidumbre, especialmente en el de crisis.

Una conclusión importante de este Capítulo, clave en el análisis de los halos sectoriales que venimos efectuando, es que la incertidumbre –económica, política y social– genera dichos halos como una respuesta de los *stakeholders* frente a la misma. Es decir, a mayor incertidumbre, mayor número de significatividades/halos.

CUARTA PARTE: CONCLUSIONES

OCTAVO CAPÍTULO: CONCLUSIONES. CONTRIBUCIONES, LIMITACIONES DEL ESTUDIO Y LINEAS FUTURAS DE INVESTIGACIÓN

8.1. CONCLUSIONES

Con respecto al primer objetivo secundario:

OS.1: Llegar al conocimiento de los riesgos que afectan principalmente a las empresas en la actualidad, y cómo pueden ser gestionados.

El proceso de globalización ha generado un importante incremento de los flujos de capitales, mercancías, servicios y personas, entre partes del mundo que con anterioridad se encontraban escasamente conectadas. Ello ha propiciado una mayor variedad de los tipos de riesgos que afectan a las empresas, así como un incremento de la relevancia de algunos de ellos. Las empresas, para responder a tales mutaciones, han debido adaptar la gestión de riesgos.

Esta gestión abarca una secuencia que se desarrolla de forma similar en el tratamiento de cualquier riesgo. Se inicia con su correcta *identificación*; continúa con la *evaluación*, tratando de determinar la probabilidad de aparición y el coste de su posible materialización; le sigue la *decisión* de asumirlo, total o parcialmente, o no asumirlo; la secuencia finaliza con el *control y seguimiento*, y la *recuperación* en caso de que sea posible.

Los riesgos han sido clasificados en dos grandes bloques: Financieros y no Financieros. El primer bloque comprende el Riesgo de Crédito, el Riesgo País, el Riesgo de Mercado y el Riesgo de Liquidez; todos ellos tienen una relación directa con la situación y estructura financiera de la empresa. Por su parte, el segundo abarca riesgos que no se encuentran directamente relacionados con la actividad financiera de la compañía, como el Riesgo Estratégico, el Riesgo Geopolítico, el Riesgo Operacional y el Riesgo

Reputacional, aunque todos ellos pueden tener impacto financiero en caso de su materialización.

El perfil de riesgos de una empresa concreta vendrá determinado por su posicionamiento en el sector al que pertenezca, su diversificación geográfica y productiva, su reputación y sus modos de aprovisionamiento, producción, comercialización y gestión del resto de recursos.

Un eficiente sistema integrado de gestión de riesgos en las organizaciones demanda una serie de etapas:

- confección de un Mapa de Riesgos, para identificar los riesgos existentes, su frecuencia y su severidad, de acuerdo con el perfil de riesgos propio de la empresa;
- determinación de la posición óptima deseable respecto de cada uno de los riesgos identificados;
- implementación de la decisión de aceptar, reducir o eliminar cada riesgo;
- por último, seguimiento y control de los riesgos y confección de un informe periódico dirigido a la dirección de la compañía.

Respecto del segundo objetivo secundario:

OS.2: Establecer de manera precisa las características específicas de la reputación corporativa.

La reputación se forma por la opinión dinámica que sobre el comportamiento, pasado y presente, de la organización empresarial tienen los grupos de interés con ella relacionados. Es necesario diferenciarla de constructos similares como *identidad*, *imagen*, *marca*, *responsabilidad corporativa* y *legitimidad* que, a veces, son confundidos con la misma.

Así, las características propias de la reputación son:

- En primer lugar, es una *valoración colectiva* efectuada por un conjunto de *stakeholders* o *grupos de interés* –consumidores o usuarios, trabajadores, directivos,

analistas financieros, competencia, periodistas económicos, líderes de opinión, reguladores públicos, etc.—; por tanto, tiene carácter *multistakeholder*. Además, se basa en las percepciones de dichos grupos sobre la trayectoria de la compañía evaluada, condicionada por sus experiencias en la relación con ella (productos, información, servicio postventa), sus políticas de comunicación (*branding*, publicidad, relaciones públicas, etc.), así como el filtrado por parte de los medios de comunicación y otros agentes (internet, redes sociales, líderes de opinión).

- En segundo lugar, se considera el *atractivo* que la compañía ofrece a los *stakeholders*, con base en un abanico de atributos de corte económico-financiero, social, laboral, medioambiental, ético y de buen gobierno, e, incluso, emocionales, reflejando el carácter *multidimensional* de la reputación.
- Por último, esa valoración tiene un claro objetivo comparativo, relativo al *grupo de compañías* que compiten con la evaluada.

Por tanto, la reputación corporativa es un constructo latente, *multidimensional*, no observable directamente, con lento proceso de acumulación, y que refleja la visión colectiva sobre el atractivo de la empresa para un conjunto de “grupos de interés” o *stakeholders*; además, puede ser un predictor del comportamiento futuro de la compañía.

Con respecto al tercer objetivo secundario:

OS.3: Determinar la vinculación entre la reputación corporativa y la creación de valor empresarial.

Siendo la reputación corporativa un recurso “estratégico”, y valioso en sí, debe contribuir de forma relevante a la generación de valor empresarial. Ahora bien, para que esta afirmación alcance plena validez debe ser corroborada de forma empírica. Por ello, el estudio empírico de la relación entre reputación corporativa y creación de valor resulta una cuestión de gran importancia, pues si se comprueba que los recursos destinados a aquella generan un retorno que incrementa la creación de valor, se estará aportando una información clave para el reconocimiento de la importancia de la reputación dentro de las políticas y estrategias empresariales.

Un asunto importante respecto de la “creación de valor” podría sintetizarse en la pregunta: ¿creación de valor para quién, o para quiénes? La respuesta correcta a la misma desde un punto de vista teórico podría ser: “creación de valor para el conjunto de los grupos de interés” Pero ¿cómo se mide esa creación de valor? La respuesta no es sencilla. Por ello, se suele establecer una relación entre la reputación y los resultados de tipo financiero como medida “práctica” de creación de valor.

Los estudios empíricos analizados en esta investigación encuentran en general una relación positiva entre reputación y creación de valor, y ello con diversas medidas para estas dos variables, diversas muestras y periodos, y distintos métodos de análisis, lo cual sugiere que efectivamente la reputación contribuye de forma positiva a la generación de valor en la empresa. Esa creación de valor se materializa en capacidad para atraer a clientes y trabajadores, acceso favorable a fuentes de recursos, obtención de precios superiores y creación de barreras de entrada, facilitar la creación de alianzas, reducir el riesgo, amortiguar las acciones del activismo accionarial, mayor confianza por parte de los proveedores y menores plazos de recuperación en el caso de producirse una crisis reputacional. Además, existe una relación biunívoca entre ambas variables, esto es, la reputación contribuye a la generación de valor, y a su vez esta hace incrementar la reputación.

En relación con el cuarto objetivo secundario:

OS.4: Establecer de manera precisa la naturaleza del riesgo reputacional en la empresa, sus características constitutivas y las formas en que puede ser gestionado.

La relación favorable entre reputación y creación de valor puede verse alterada por la aparición de un evento negativo que afecte al prestigio corporativo, diremos, entonces, que se ha materializado un “riesgo reputacional”. Dicha materialización puede caracterizarse por las siguientes peculiaridades:

- suele estar vinculado a fallos en la operativa diaria de las compañías;
- puede generarse en cualquier dependencia de la organización;
- tiene un carácter espontáneo e imprevisible;

- su impacto puede ser sistémico;
- y el deterioro reputacional no puede ser transferido.

La evaluación del riesgo reputacional puede efectuarse “a priori” –*matriz de riesgos y rankings de reputación*– y “a posteriori” –*análisis de eventos*–. En este último caso, se puede recurrir, bien al cálculo del “coste reputacional” de eventos pasados –variación de la diferencia entre valor bursátil y patrimonio neto de la compañía antes y después del evento, o comparación entre la pérdida de valor en el mercado (*loss of market value*) y el coste monetario total (*loss amount*)–, bien al análisis de rendimientos anormales.

Una adecuada gestión del riesgo reputacional debe incluir una secuencia de medidas como:

- Integración en la política y gestión global de riesgos de la compañía.
- Fijación de los roles de responsabilidad en el gobierno de su gestión (Comités, Alta Dirección y Consejo de Administración).
- Determinación de los grupos de interés estratégicos desde la perspectiva de este riesgo.
- Implantación de herramientas para establecer el mapa de riesgos reputacionales, estimando su probabilidad de aparición y coste, y priorizando los que pueden significar una mayor amenaza.
- Elaboración de un plan de actuación para minorar las probabilidades de aparición de tales eventos.
- Confección de planes de contingencia para responder a la materialización del riesgo y la crisis que puede generar.
- Seguimiento periódico de los indicadores de desempeño económico, social, medioambiental y de comunicación, vigilando las brechas entre las expectativas de los grupos de interés estratégicos y el comportamiento de la empresa.
- Presentación de informes periódicos a la Alta Dirección y al Consejo de Administración.
- Comparación de la estrategia de control y seguimiento con las de la competencia, en orden a identificar oportunidades de mejora.

Con respecto al quinto objetivo secundario:

OS.5: Llegar a un conocimiento completo de los métodos existentes para medir la reputación corporativa.

El amplio abanico de métodos y modelos para intentar medir la reputación entendemos que puede ser clasificado atendiendo a dos criterios principales, que se entrecruzan, a saber: por un lado, la utilización de modelos de clasificación –cualitativos– o de modelos causales –cuantitativos–; y por otro, el carácter global o parcial del análisis.

Considerando este segundo criterio, carácter global o parcial, podemos decir que los *procedimientos globales* tratan de valorar la reputación atendiendo a todos los factores que la condicionan. Estos, a su vez, se dividen en:

- los que, habitualmente, a través de encuestas a los distintos grupos de interés, buscan fijar una *clasificación reputacional* de los elementos objeto del análisis,
- y los que especifican un *modelo causal cuantitativo*, que relaciona funcionalmente la reputación, medida generalmente por procedimientos de tipo cualitativo, con sus posibles dimensiones explicativas.

La perspectiva cualitativa se materializa en los denominados *monitores de reputación*, apoyados en encuestas dirigidas a grupos de interés específicos, a los que se solicita su valoración de una serie de aspectos de las compañías investigadas que se considera determinan su silueta reputacional. Es la aproximación más utilizada, pero incluso los monitores de reputación mejor contruidos plantean diversas limitaciones: suelen considerar un grupo reducido de empresas; la ponderación asignada a las valoraciones de los diferentes grupos de interés es subjetiva; el carácter de “indicador único” resulta discutible, dadas las distintas, e incluso contrapuestas, percepciones y demandas de los diferentes grupos de interés; y puede darse el “efecto viscosidad”, esto es, una cierta resistencia a cambios drásticos en la valoración de la reputación empresarial a lo largo del tiempo.

En cuanto a la aproximación mediante modelos causales, se apoya en la aplicación de procedimientos cuantitativos diversos –análisis de regresión, regresión con datos de panel, ANOVA, análisis discriminante, regresión logística, análisis de ecuaciones estructurales, etc.– que tratan de obtener la relación entre la reputación corporativa, medida normalmente por procedimientos cualitativos, y una serie de variables que se considera explican a la misma, como pueden ser las estrategias de mercado, las políticas laborales, sociales y medioambientales, las características del Consejo de Administración, las peculiaridades del primer ejecutivo, la estructura de la propiedad, las políticas de comunicación, la calidad de los productos, el desempeño financiero de las compañías, etc.

Los procedimientos basados en este enfoque deben hacer frente a algunas dificultades, como son: el gran número de factores que afectan a las percepciones reputacionales; además, varios de esos factores tienen carácter cualitativo, con la consiguiente dificultad para encontrar datos y métricas fiables; puede haber relación circular entre la reputación y algunos de esos factores; la dificultad para la medición del “factor riesgo”; y el importante efecto del “impacto mediático y de red”, difícil de incorporar a los modelos.

Por su parte, el *enfoque parcial* no busca una evaluación completa o global, sino que valora el comportamiento de las organizaciones atendiendo, exclusivamente, a una parte de los criterios manejados por los métodos globales. Sean, por ejemplo, las mejores empresas para trabajar, las mejores empresas para las mujeres trabajadoras, las mejores empresas para minorías, que en la terminología anglosajona son conocidas como “*The best companies for...*”. Es decir, es una valoración en función del desempeño de las organizaciones en ciertos aspectos concretos de carácter reputacional.

Respecto del sexto objetivo secundario:

OS.6: Establecer de forma precisa las características del “efecto halo”, y cómo se presenta el “halo sectorial” en la reputación corporativa.

El denominado “*efecto halo*” (*halo effect*) puede calificarse como una distorsión o sesgo cognitivo que provoca la generalización, no consciente, al todo, de un rasgo particular

(positivo o negativo) del sujeto analizado. En definitiva, es una generalización ilógica acompañada, habitualmente, de información insuficiente sobre la persona o el asunto tratado. Se materializa un juicio previo sobre la cuestión demandada, es decir, un prejuicio, que puede favorecer o perjudicar al individuo –persona, empresa, producto, o institución– objeto de la opinión. En definitiva, es un comportamiento involuntario que afecta a la interpretación de la realidad.

Un ejemplo, bien conocido, de este sesgo cognitivo en la evaluación reputacional de las empresas es el denominado “*halo financiero*” el cual incide sobre las opiniones de los directivos y profesionales del mundo empresarial sondeados cuando sobrevaloran, o infravaloran, los aspectos económicos y de solvencia de las compañías investigadas, respecto de las facetas no financieras de las mismas, como pueden ser el comportamiento social y laboral, la trayectoria medioambiental, la transparencia o la calidad de su gobierno corporativo. Las imágenes de marcas muy conocidas y prestigiadas pueden generar, también, un efecto halo. Igualmente ocurre con el origen-país de la compañía – que la literatura anglosajona denomina *country-of-origin effect (COO)* o *place-of-origin-effect (POO)*– y supone una percepción particular de los productos y servicios ofertados, fruto de la imagen del espacio geográfico de referencia

Se ha planteado asimismo la posible existencia de un “*halo sectorial*” en la percepción de la reputación empresarial por parte de los *stakeholders*, en el sentido de que aquella pueda estar condicionada por la percepción del sector a la que pertenece el elemento investigado. Se trataría, por tanto, de un factor distorsionante de las evaluaciones de reputación en el espacio empresarial, bajo la forma de un posible prejuicio, negativo o positivo, al juzgar la reputación de una compañía según su pertenencia a determinados sectores de actividad. En definitiva, parece existir una transferencia de la reputación del sector a las empresas que lo conforman. Se esperaría que este “halo” fuese más fuerte, por una parte, en circunstancias de menor información o mayor incertidumbre –crisis económicas, por ejemplo– o en colectivos con menor acceso a la información –e.g. el público en general– y por otra parte, cuando la reputación “sectorial” sea especialmente favorable o desfavorable. Debe tenerse en cuenta además que en los procedimientos de medición de la reputación corporativa con enfoque cualitativo, basados en encuestas, al menos una parte del colectivo encuestado suele pertenecer al público en general,

posiblemente menos informado, con lo que se incrementa la posibilidad de aparición del “halo sectorial”.

Parece, por tanto, de interés, investigar este tipo de halo, esto es, analizar el efecto de la pertenencia sectorial como posible factor explicativo en la medición reputacional. Sin embargo, a pesar de que el fenómeno de la “interdependencia reputacional” en colectivos de compañías ha sido considerado y estudiado en el mundo académico, tanto desde un punto de vista general como para sectores específicos, y de que entidades no académicas dedicadas a evaluar la reputación corporativa consideran los sectores de actividad como importantes condicionantes de la misma, sin embargo, en lo que abarca nuestro conocimiento, hasta el presente el sector de actividad no ha sido considerado en las investigaciones académicas como una variable relevante en la explicación de la reputación corporativa. La existencia de este *gap* de conocimiento es la principal razón que nos ha movido a realizar la presente investigación.

En relación con el séptimo objetivo secundario:

OS.7: Establecer la existencia de un “halo sectorial” en el caso de la evaluación de la reputación de las empresas españolas.

Este objetivo está ligado a la primera hipótesis que hemos planteado:

H.1: *la reputación de las empresas españolas presenta un “halo sectorial”, esto es, la reputación está influida por el sector de actividad al que pertenece la empresa.*

Por tanto, la consecución de este objetivo viene determinada por el contraste de dicha hipótesis.

Para ello se ha efectuado un estudio empírico mediante un procedimiento de tipo causal cuantitativo. Se inicia dicho estudio mediante la especificación de un modelo que explica el comportamiento de la variable *Reputación* a través de diez variables representativas de los sectores de actividad, y cinco variables de control: *Rentabilidad*, retardada un año, *Tamaño*, *Variación de la Facturación*, *Liderazgo* y *Responsabilidad Corporativa*. Se ha tomado una muestra de una cuarentena de grupos empresariales españoles, pertenecientes a once sectores de actividad económica, en el periodo 2005-2016, separado en tres

cuatrienios sucesivos (2005-2008 previo a la crisis, 2009-2012 crisis y 2013-2016 salida de la crisis). La base de datos para la estimación del modelo procede del Monitor Empresarial de Reputación Corporativa (MERCOR), la Información Financiera anual (CNMV) de las empresas y las páginas web de las mismas.

En primer lugar se han calculado los estadísticos principales de la variable a explicar y las variables de control, así como las matrices de correlación entre las mismas. Se observa que a lo largo de los doce años investigados aparece, en media, una secuencia creciente de la *Reputación*, que viene acompañada de un comportamiento similar de la *Responsabilidad Corporativa* y el *Liderazgo*, aunque estos comportamientos deben ser considerados con cautela, ya que corresponden a la variación en el tiempo de índices relativos. Por otra parte, la *Rentabilidad* luce una trayectoria decreciente, acompañada por la caída de la *Facturación*. Respecto de las correlaciones, igualmente a lo largo de los doce años considerados (2005-2016), se manifiesta un alto y significativo nivel de correlación entre la *Reputación* y las variables *Responsabilidad Corporativa* y *Liderazgo* –variables que entran a formar parte del índice de reputación empleado–, acompañadas por el *Tamaño*, aunque con menor intensidad. Pese a lo esperado, la *Rentabilidad* no luce niveles apreciables de relación con la *Reputación*.

A continuación se han aplicado dos tipos de análisis cuantitativo, uno de sección cruzada y otro de datos de panel.

De la información obtenida con la aplicación de ambas técnicas, se comprueba que, con respecto a la primera, sección cruzada, de los doce periodos anuales considerados, el contraste conjunto de significatividad sectorial muestra que en cinco de ellos el conjunto de sectores resulta significativo para explicar la reputación, luego hay presencia de halos sectoriales; por otra parte, considerando la significatividad individual de los sectores, en nueve de ellos existe capacidad explicativa de la variable Reputación (halos) por, al menos, un sector de actividad, en ocho son significativos como mínimo dos sectores, y en cuatro la significatividad se presenta en siete o más sectores; adicionalmente, los años con mayor número de sectores significativos se dan en épocas de mayor incertidumbre, con información más escasa y percibida como más dudosa, y por tanto los *stakeholders* menos informados son más propensos a los sesgos cognitivos.

Con respecto a los registros aportados por la segunda técnica, datos de panel, aunque deben ser considerados con cautela debido a las posibles reservas sobre la idoneidad del estimador empleado, en principio coinciden en detectar halos sectoriales, pues en cuanto a la significatividad conjunta de los sectores de actividad, no se rechaza ni en el periodo completo ni en ninguno de los subperiodos, y a nivel sectorial individual, nueve sectores son significativos en el periodo total (2005-2016), y por subperiodos, muestra significatividades sectoriales individuales en cinco de los sectores en el subperiodo de precrisis, significatividad de todos los sectores en el de crisis y de siete sectores en el de salida de la crisis.

Estos resultados inducen a no rechazar H.1; por tanto, podemos afirmar que en las empresas españolas la reputación está influida por el sector de actividad al que pertenece la empresa, y en consecuencia presenta “halo sectorial”.

Con respecto al octavo objetivo secundario:

OS.8: Establecer si el “halo sectorial” en la evaluación de la reputación de las empresas españolas se mantiene en el tiempo.

Este objetivo está ligado a la segunda hipótesis planteada:

H.2: el *“halo sectorial” en la reputación de las empresas españolas permanece en el tiempo.*

Atendiendo a los resultados de la estimación en sección cruzada, que muestran las significaciones sectoriales año por año, ningún sector genera halos de forma continua a lo largo del periodo total analizado. Por tanto, no puede afirmarse de forma estricta que el “halo sectorial” se mantiene en todo el periodo de investigación 2005-2016, y en consecuencia se rechaza H2; ahora bien, hay sectores que manifiestan permanencia en alguno de los subperiodos con alto nivel de incertidumbre. Así, Seguros, Utilities y Energía presentan “halos sectoriales” en todos los subperiodos, pero preferentemente en el de crisis, en concreto en tres años de este último; por tanto, resulta difícil para estos sectores rechazar la existencia de un “halo” persistente al menos en ese subperiodo. Consideraciones similares pueden hacerse respecto de Transporte de Viajeros, Banca e Ingeniería, cuyas significatividades se concentran en 2008, 2010 y 2011. Por tanto,

estimamos que para estos sectores H.2 quedaría parcialmente confirmada. Y, como ya se ha indicado, nuestros resultados indican que los halos sectoriales se intensifican en los periodos de fuerte incertidumbre con respecto a la actividad empresarial.

Hasta aquí las conclusiones basadas en la consecución los objetivos planteados en la tesis. Ahora bien, entendemos que, más allá de la consecución de los mencionados objetivos, los resultados de nuestra investigación han proporcionado hallazgos adicionales interesantes, que, en nuestra opinión, deben ser puestos en valor. Por ello, añadimos otras tres conclusiones.

Respecto de la relación entre incertidumbre y halos sectoriales:

De la vinculación examinada entre los halos sectoriales reputacionales y determinados índices de confianza e incertidumbre, se propone una relación no lineal entre el número de halos y el nivel de incertidumbre, del siguiente modo: en años de baja incertidumbre los *stakeholders* no prestan atención a la pertenencia de las empresas a los diferentes sectores, y por tanto los halos son inexistentes o escasos; pero ante una elevación de la incertidumbre, o con incertidumbre alta, con información más escasa o menos confiable, e incluso dificultades para interpretarla, los *stakeholders* valoran enormemente la pertenencia de las empresas a sus respectivos sectores, y por tanto aparecen fuertes halos sectoriales; ahora bien, ante una incertidumbre extrema, las referencias sectoriales colapsan y los halos desaparecen.

Con respecto al “ranking sectorial” derivado de este estudio:

De la comparación entre el *ranking* de los sectores de actividad elaborado con base en los resultados de nuestro estudio según los coeficientes sectoriales en las regresiones, correspondiendo a las distancias respecto del sector “Medios de Comunicación”, y el elaborado por *RepTrak Pulse España* en sus informes anuales, se concluye que entre ambos, a pesar de los distintos colectivos considerados, la diferente cobertura temporal y

las ocasionales variaciones en la composición de los sectores en el caso de *RepTrak*, existen más coincidencias que discrepancias. Así, de once sectores considerados (incluido Medios de Comunicación), en seis de ellos existe fuerte coincidencia de clasificación, en otros dos hay discrepancias explicables, y únicamente en tres las discrepancias son claras: en dos de ellos una alta clasificación en nuestro análisis contrasta con muy bajos puestos en *RepTrak*, y en el otro caso resulta lo contrario. Por tanto, el *ranking* obtenido a partir de nuestro análisis tiene cierta robustez.

En relación con las variables de control:

Considerando los resultados obtenidos respecto de las variables de control mediante las dos técnicas aplicadas, sección cruzada y datos de panel, puede afirmarse que, pese a tratarse de dos técnicas econométricas diferentes, sus resultados convergen en gran medida: así, respecto de la Responsabilidad Corporativa, en ambas se muestra su capacidad para explicar la reputación, y por tanto la relevancia que los *stakeholders* le otorgan, en especial en el subperiodo posterior a la crisis; en cuanto al Liderazgo, existe también coincidencia en mostrar su relevancia, y en que esta decae en el último cuatrienio; asimismo existe coincidencia en mostrar la nula o casi nula capacidad de la Rentabilidad y la Variación de la Facturación; únicamente respecto del Tamaño las discrepancias son claras, pues la gran relevancia que parece apreciarse en la estimación con datos de panel no resulta corroborada por los resultados de sección cruzada.

8.2. CONTRIBUCIONES

8.2.1. En general

A pesar de que el fenómeno de la “reputación colectiva” ha sido analizado en el mundo académico, y de que diversas entidades no académicas dedicadas a evaluar la reputación corporativa consideran los sectores de actividad como importantes condicionantes de la misma, sin embargo este factor de explicación de la reputación corporativa ha sido poco estudiado. Parece razonable entender que el sector de pertenencia de una compañía puede

condicionar la percepción que, al menos, algunos grupos de interés desarrollan sobre ella. Además, esta percepción puede venir afectada por sesgos cognitivos que se generan por: los comentarios de los medios de comunicación y los mensajes en las redes sociales, las políticas de comunicación corporativa, las imágenes sociales, favorables o desfavorables, o la mera información / desinformación de los encuestados.

Este trabajo ha aportado un conocimiento sobre el “halo sectorial” en cuanto a la reputación de las compañías, es decir, el grado de aceptación que manifiestan los *stakeholders* con base en sus percepciones, acertadas o desacertadas, sobre la actuación de aquellas según el sector de actividad al que pertenecen. Y ha establecido los sectores que parecen soportar un halo de forma más intensa, así como las circunstancias en que dicho halo parece manifestarse con más intensidad.

Así, en el análisis de sección cruzada, para el periodo de referencia (2005-2016), aparecen tres sectores (Seguros, Hoteles y Energía) con elevada presencia anual explicativa sobre la reputación, mientras que los de Construcción, Electrónica de Consumo, Ingeniería y Banca lucen una presencia mínima como factores de explicación reputacional. Por otra parte, los años de inicio de la crisis y crisis plena son los que registran una más elevada frecuencia explicativa del constructo reputacional desde la perspectiva sectorial.

Los registros aportados por la aplicación de la metodología de datos de panel corroboran ese rol sectorial al ofrecer significatividades sectoriales individuales (halos) en cinco de los sectores en el subperiodo de precrisis, de todos ellos en el subperiodo de crisis, y de siete en el de salida de la crisis. Como puede observarse, existe coincidencia en las dos técnicas sobre la concentración de halos sectoriales en el subperiodo de crisis.

Se confirma, por tanto, que el sector de actividad es un factor que incide sobre la reputación corporativa a través de las percepciones de los grupos de interés, pero no su aparición continuada en el tiempo. Ello aporta un incremento del conocimiento sobre la formación y desarrollo de un recurso intangible clave en la gestión empresarial como es la reputación.

8.2.2. Para la comunidad académica

Se ha corroborado que el sector de pertenencia de las compañías es un factor explicativo de la reputación y que tal factor puede venir afectado de sesgos cognitivos en función del grado de información/desinformación de los grupos de interés consultados. Tales sesgos pueden distorsionar el efecto sobre el perfil reputacional de aquellas y parecen presentarse especialmente en periodos en que la incertidumbre (económica, social o política) está muy presente.

8.2.3. Para los grupos de interés

Para los inversores el rol del sector de pertenencia de la empresa aparece como un factor de importancia, a la hora de contemplar la reputación corporativa de las compañías posibles objetivos de su inversión. El posible sesgo cognitivo que incorporen los registros de reputación puede distorsionar, también, el posicionamiento de otros *stakeholders* como analistas financieros, sindicatos, asociaciones de consumidores, periodistas de información económica, y público en general. Ello debe ser tenido en cuenta también por los inversores en la valoración de los posibles objetivos de inversión. Por otra parte, las empresas que publican *rankings* de reputación corporativa deberían ser conscientes de la distorsión que puede producir el halo sectorial, especialmente en tiempos de incertidumbre, y tratar de corregirlo en sus mediciones.

8.2.4. Para los gestores de empresas

La silueta reputacional del sector en que se desenvuelven las compañías, y los posibles sesgos de percepción de la misma, puede desfigurar las estrategias de gestión de aquellas por parte de sus equipos directivos. La ya mencionada “reputación colectiva” es una circunstancia a no olvidar por los gestores de empresas, en el sentido de que la reputación del sector afecta a la reputación individual de su empresa, y, en consecuencia, deben ver a las demás empresas del sector no sólo como competidores, sino también como “aliados reputacionales”. Por lo tanto, deberían realizar esfuerzos colectivos de mejora en este ámbito, especialmente ante crisis de reputación.

8.3. LIMITACIONES DEL ESTUDIO

Una evidente limitación del estudio es el número relativamente reducido tanto de empresas analizadas como de sectores considerados. En cuanto a las primeras, hemos debido limitarnos, por una parte, a la información proporcionada por MERCOR Empresas sobre las compañías españolas para las que se obtiene el índice de reputación, y por otra a los datos disponibles sobre los valores de las variables de control. En cuanto a los segundos, hemos considerado que un “sector de actividad” debía agrupar, como mínimo, a dos compañías. Hubiera sido deseable que para este estudio se hubiera podido disponer de datos suficientes para incluir más sectores, pero no ha sido posible.

Otra limitación se refiere al periodo considerado, doce años, de 2005 a 2016. Ello se debe al planteamiento escogido, esto es, observar cómo podrían comportarse los halos sectoriales en tres épocas características, una de bonanza, otra de crisis y otra de salida de dicha crisis. Estimamos que este planteamiento ha sido exitoso dados los hallazgos obtenidos, y que no es posible reproducirlo con datos posteriores, ya que, aunque podría considerarse un trienio de relativa bonanza (2017-2018-2019), la crisis que comenzó con la pandemia de la Covid-19 y siguió con la guerra en Ucrania no parece que pueda darse por concluida, sin olvidar el conflicto en Gaza, y por supuesto faltaría un periodo de recuperación. No obstante, podría concebirse un estudio con otro planteamiento, examinando simplemente lo que ha sucedido desde 2017 hasta ahora respecto del factor “sector de actividad” en la percepción reputacional respecto de las empresas españolas.

Una tercera limitación se ha debido a la técnica econométrica de estimación con datos de panel, pues en el segundo y tercer subperiodos, y en el periodo completo, los estimadores de efectos aleatorios, que han sido los empleados, no son consistentes, aunque, debido a la necesidad de incorporar variables ficticias (los sectores de actividad) cuyo valor no varía en el tiempo, eran los únicos que podían aplicarse.

8.4. LÍNEAS FUTURAS DE INVESTIGACIÓN

Este trabajo abre un amplio abanico de líneas de investigación futuras.

Así, una posible línea de investigación consiste en ampliar al periodo abarcado, considerando el intervalo temporal posterior a 2016. Podría plantearse un estudio sobre bases diferentes a las del actual, analizando lo sucedido en los años recientes respecto del factor “sector de actividad” en la percepción reputacional. Por ello, sería recomendable repetir el análisis efectuado siempre que exista la posibilidad de trabajar a futuro con periodos temporales que recojan distintas coyunturas económicas y/o políticas. El estudio de un subperiodo que recogiese el que contenga a la crisis de la Covid-19, junto con la guerra de Ucrania y el conflicto de Gaza, demandaría un posterior subperiodo temporal de comparación que reflejase una coyuntura estable de recuperación.

Otra posibilidad de investigación es la extensión a otros territorios del análisis del posible halo sectorial respecto de la reputación empresarial, por ejemplo en otros países, o incluso a nivel mundial.

Una interesante posibilidad abierta por los resultados de este estudio es profundizar en la relación entre los halos reputacionales sectoriales y variables indicativas de confianza / incertidumbre, como la confianza de los consumidores o la incertidumbre sociopolítica.

Otras líneas de investigación de interés serían analizar la relación de los halos sectoriales reputacionales con variables próximas a la reputación, como la legitimidad organizativa.

BIBLIOGRAFÍA

- Abad, P., Benito, S. y López, C. (2014). A comprehensive review of Value at Risk methodologies. *The Spanish Review of Financial Economics*, 12(1), 15-32.

- Agnihotri, A. (2014). Mass-Media-Based Corporate Reputation and Firms' Market Valuation. Evidence from Emerging Markets. *Corporate Reputation Review*, 17(3), 206-218.

- Aguilera-Caracuel, J., Guerreo-Villegas, J. y García-Sánchez, E. (2017). Reputation of multinational companies. Corporate social responsibility and internationalization. *European Journal of Management and Business Economics*, 26(3), 329-346.

- Alissa, A., Begonha, D.B., Braga, D., Espírito Santo, H., Boehm, J., Candina, J., Vieira, B. y Richter, W. (2023) How to enhance the cybersecurity of operational technology environments. *McKinsey & Company*, March 23.
<https://www.mckinsey.com/capabilities/risk-and-resilience/our-insights/cybersecurity/how-to-enhance-the-cybersecurity-of-operational-technology-environments>

- Alloza, E.; Carreras, A. y Carreras, A. (2013). *Reputación corporativa*. Madrid: LID Editorial Empresarial.

- Altman, E. y Hotchkiss, E. (1993). *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: a Complete Guide to Predicting and Avoiding Distress and Profiting for Bankruptcy*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

- Amit, R. y Schoemaker, P. (1993). Strategic Assets and Organizational Rent. *Strategic Management Journal*, 14(1), 33-46.

- Análisis e Investigación (2022, 2021, 2020, 2019, 2018, 2017, 2016, 2014, 2013, 2010). El proceso de elaboración de Merco España. Madrid: Análisis e Investigación.
<https://www.analiseinvestigacion.com>.

- Anginer, D., Mansi, S., Warburton, J. y Yıldızhan, C. (2011). Firm Reputation and the Cost of Debt Capital. MPRA Paper No. 64965, <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/64965/>.
- Aon Corporation. (2023, 2021, 2019, 2017, 2015, 2013, 2011, 2009, 2007). *Aon's Global Risk Management Survey*. <https://www.aon.com>.
- Aragonés, J.R. y Blanco, C. (2000). Valor en Riesgo. Aplicación a la gestión empresarial. Madrid: Pirámide.
- Arbelo, P. y Pérez, P. (2001). La reputación empresarial como recurso estratégico: Un enfoque de recursos y capacidades. *XI Congreso Nacional de la Asociación Científica de Economía y Dirección de la Empresa. ACEDE. 2001. 9-13.* <https://www.acede@ccee.ucm.es>.
- Arellano, M. (2003). *Panel Data Econometrics*. Oxford, UK: Oxford University Press.
- Arellano, M. (1987). Computing Robust Standard Errors for Within-Groups Estimators. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 49(4), 431-434.
- Argandoña, A. (2011). La teoría de *stakeholders* y la creación de valor. *XIX Congreso de EBEN España*, Barcelona.
- Arslan M. y Seker, K. (2014). Web Based Reputation Index for Turkish Universities. *International Journal of e-Education, e-Business, e-Management, and e-Learning*, 4(3), 197-202.
- Bachiller-Cacho, A., Lafuente-Félez, A. y Salas-Fumás, V. (1982). *Gestión económico-financiera del circulante*. Madrid: Ediciones Pirámide.
- Bailey, T., Greis, J., Watters, M. y Welle, J. (2022). Software bill of materials: Managing software cybersecurity risks. *McKinsey & Company*, September 19.

<https://www.mckinsey.com/capabilities/risk-and-resilience/our-insights/cybersecurity/software-bill-of-materials-managing-software-cybersecurity-risks>.

- Bak, P.M. (2010). Sex Differences in the Attractiveness Halo Effect in the Online Dating Environment. *Journal of Business and Media Psychology*, 1(1), 1-7. <https://www.journal-bmp.de>.

- Baker, S.R, Bloom, N. y Davis, S.J. (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636.

- Baker, S.R, Bloom, N., Davis, S.J., Kost, K., Sammon, M. y Viratyosin, T. (2020). The Unprecedented Stock Market Reaction to COVID-19. *Review of Asset Pricing Studies*, 10(4), 742-758.

- Ball, R. y Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 68(2), 159-178.

- Balmer, J., Greyser, S. y Worcester, R. (2009). Reflections on Corporate Reputations. *Management Decision*, 47(4), 573-589.

- Bao, T., Hommes, C. y Makarewicz, T. (2017). Bubble formation and (in)efficient markets in learning-to-forecast and optimize experiments. *Economic Journal*, 127(605), F581-F609.

- Baraibar-Díez, E. y Luna-Sotorrío, L. (2012). Transparencia social e hipótesis del impacto social. Análisis en el IBEX 35. *Universia Business Review*, Cuarto Trimestre, 108-123.

- Barnés, H.G. (2016). La tercera ola de la recesión: la ONU alerta de que viene la crisis definitiva. *El Confidencial*, 30/09/2016. https://www.elconfidencial.com/alma-corazon-vida/2016-09-23/tercera-ola-crisis-onu_1264054/

- Barnett, M. y Hoffman, A. (2008). Beyond Corporate Reputation: Managing Reputational Interdependence. *Corporate Reputation Review*, 11(1), 1-9.

- Barnett, M., Jermier, J.M. y Lafferty, B.A. (2006). Corporate Reputation: The definitional landscape. *Corporate Reputation Review*, 9(1), 26-38.

- Barnett, M. y Leih, S. (2018). Sorry to (Not) Burst Your Bubble. The Influence of Reputation Rankings on Perceptions of Firms. *Business & Society*, 57(5), 962-978.

- Barnett, M. y Luna-Sotorrío, M. (2003). Unringing the Bell: Can Industries Reverse Unfavorable Institutional Shifts Triggered by Their Own Mistakes? *Southern Management Association. 2003 Meeting- Proceedings*. doi: [10.2139/ssrn.624161](https://doi.org/10.2139/ssrn.624161).

- Barney, J.B. (2001). Is the Resource-Based “View” a Useful Perspective for Strategic Management Research? Yes. *The Academy of Management Review*, 26(1), 41-56.

- Barney, J.B. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-107.

- Barney, J.B. (1986). Strategic factor markets: expectations, luck and business strategy. *Management Science*, 32(10), 1231-1241.

- Barney, J.B., Ketchen, D.J. y Wright, M. (2011). The future of resource-based theory: Revitalization or decline. *Journal of Management*, 37(5), 1299-1315.

- Basdeo, D., Smith, K., Grimm, C., Rindova, V. y Derfus, P. (2006). The Impact of Markets Actions on Firm Reputation. *Strategic Management Journal*, 27(12), 1205-1219.

- Basel Committee on Banking Supervision - BCBS. (2019). Supervisory Review Process. Risk Management. December-15. Basel, Switzerland: Bank for International Settlements.

- Basel Committee on Banking Supervision - BCBS. (2004). International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. A Revised Framework. June. Basel, Switzerland: Bank for International Settlements.

- Basel Committee on Banking Supervision - BCBS. (2003). Sound Practice for the Management and Supervision of Operational Risk. February. Basel, Switzerland: Bank for International Settlements.

- Basel Committee on Banking Supervision - BCBS. (2001). Working Paper on the Regulatory Treatment of Operational Risk. September. Basel, Switzerland: Bank for International Settlements.

- Bebbington, J., Larrinaga-González, C. y Moneva-Abadía, J.M. (2008). Legitimizing reputation/the reputation of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21(3), 371-374.

- Beck, U. (2008). *La sociedad del riesgo mundial*. Barcelona: Paidós Ibérica.

- Beck, U. (1998). *La sociedad del riesgo*. Barcelona: Paidós Ibérica.

- Becker, K. (2009). Positioning Strategies against Nations with Perceived Quality Advantages. *Journal of Transnational Management*, 14(1), 74-99.

- Berg, D., Ketchen, D., Boyd, B. y Bergh, J. (2010). New Frontiers of the Reputation-Performance Relationship: Insights from Multiple Theories. *Journal of Management*, 36(3), 620-632.

- Bernstein, P. (1996). *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk*. New York, NY: John Wiley and Sons.

- Betts, S. y Taran, Z. (2004). The “Brand Halo” Effect on Durable Goods Prices: Brand Reliability and the Used Car Market. *Academy of Marketing Studies Journal*, 8(1), 7-19.

- Biell, L. y Muller, A. (2013). Sudden Crash or Long Torture: The Timing of Market Reaction to Operational Loss Events. *Journal of Banking & Finance*, 37(7), 2628-2638.

- Bierwag, G.O. (1991). *Análisis de la duración. La gestión del riesgo del tipo de interés*. Madrid: Alianza Editorial.

- Binder, J. (1998). The Event Study Methodology since 1969. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 11(2), 111-137.

- Board of Governors of the Federal Reserve System. (1996). Supervision and Regulation (SR) letter 96-51. 1996.
https://www.federalreserve.gov/supervisionreg/topics/legal_risk.htm.

- Bouchet, M.H., Fishkin, C.A. y Goguel, A. (2018). Country Risk in the Age of Globalization: Cycles and Dynamics. A Review of Literature. En Bouchet, M.H., Fishkin, C.A., y Goguel, A. (Eds.): *Managing Country Risk in an Age of Globalization: A Practical Guide to Overcoming Challenges in a Complex World*, 53-92. Cham, Switzerland: Palgrave Macmillan.

- Bowman, R. (1983). Understanding and conducting event studies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 10(4), 561-584.

- Boyd, B.K., Bergh, D.D. y Ketchen, D.J. Jr. (2010). Reconsidering the reputation-performance relationship: A resource-based view. *Journal of Management*, 36(3), 588-609.

- Brammer, J., Millintog, A. y Pavelin, S. (2009). Corporate Reputation and Women on the Board. *British Journal of Management*, 20, 17-29.

- Brammer, J. y Pavelin, S. (2006). Corporate Reputation and Social Performance: The Importance of Fit. *Journal of Management Studies*, 43(3), 435-455.

- Brand Finance. Global 500. (2020). *The annual report on the world's most valuable Brands*. <https://www.brandfinance.com>.

- Bravo-Urquiza, F., Abad-Navarro, C. y Laffarga-Briones, J. (2015). La junta directiva y la reputación de la empresa: un análisis empírico. *Academia, Revista Latinoamericana de Administración*, 28(3), 359-379.
- Bromley, D. (2002). Comparing Corporate Reputation: League, Tables, Quotients, Benchmarks, or Case Studies. *Corporate Reputation Review*, 5(1), 35-50.
- Brown, B. y Perry, S. (1994). Removing the Financial Performance Halo from Fortune's "Most Admired" Companies. *Academy of Management Journal*, 37(5), 1347-1359.
- Brown, M., Trautmann, T. y Vlahu, R. (2014). Understanding Bank-Run Contagion. *European Central Bank Working Paper Series* N° 1711, August.
- Browne, A. (2020). How the Coronavirus is Accelerating Deglobalization. *Bloomberg*, 29/02. <https://www.bloomberg.com/news/newsletters/2020-02-29/why-deglobalization-is-accelerating-bloomberg-new-economy>.
- Brunnermeier, M.K. y Oehmke, M. (2012). Bubbles, financial crises, and systemic risk. *NBER Working Paper 18398*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Cabello, M. y Bennett, R. (2023). Banking crisis: Silicon Valley Bank's collapse and a timeline of the financial fallout that followed. *Bankrate*, April 06. <https://www.bankrate.com/banking/bank-failures-latest-updates-silicon-valley-signature-bank/>.
- Cabral, L. (2016). Media exposure and corporate reputation. *Research in Economics*, 70(4), 735-740.
- Caldara, D. y Iacoviello, M (2022). Measuring Geopolitical Risk. *American Economic Review*, 112(4), 1194-1225.
- Calvo-Iriarte, E. (2011). *El Buen Gobierno Corporativo en el contexto de la Responsabilidad Social Corporativa*. Madrid: ESIC Editorial.

- Cankir, B, Arslan, M. y Seker, S. (2015). Web Reputation Index for XU030 Quoted Companies. *Journal of Industrial and Intelligent Information*, 3(2), 110-113.

- Cao, Y., Myers, J.N., Myers, L.A. y Omer, T.C. (2015). Company Reputation and the Cost of Equity Capital. *Review of Accounting Studies*, 20(1), 42-81

- Carbó Valverde, S. y Rodríguez Fernández, F. (2016). El sector bancario español ante las turbulencias financieras de 2016. *Cuadernos de Información Económica*, 251, Marzo/Abril, 17-24.

- Carreras, E., Alloza, A. y Carreras, A. (2013). *Reputación Corporativa*. Madrid: LID Editorial.

- Carroll, C.E. y McCombs, M. (2003). Agenda-setting Effects of Business News on the Public Images and Opinions about Mayor Corporations. *Corporate Reputation Review*, 6(1), 36-56.

- Carter, S.M. y Ruefli, T.W. (2006). Intra-Industry Reputation Dynamics under a Resource-Based Framework: Assessing the Durability Factor. *Corporate Reputation Review*, 9(1), 3-25.

- Caruana, A. (1997). Corporate reputation: concept and measurement, *Journal of Product & Brand Management*, 6(2), 109-118.

- Caruana, A. y Chircop, S. (2000). Measuring Corporate Reputation: A Case Example. *Corporate Reputation Review*, 3(1), 43-57.

- Casado Molina, A. y Salazar de Funes, P. (2017). Reputación corporativa de marcas globales del sector de la cerveza: el caso Heineken. *adResearchESIC*, 15(15), 92-107.

- Castaño-Ramírez, A. D. y Arias-Sánchez, S. (2021). Efecto de la responsabilidad social corporativa en la reputación de las organizaciones: una revisión sistemática. *Revista Universidad y Empresa*, 23(40), 1-25.

- Castilla-Polo, F., Sánchez-Hernández, M., Gallardo-Vázquez, D. y Ruiz Rodríguez, M.C. (2016). Diseño de un modelo de reputación para cooperativas oleícolas. *Revista de Contabilidad*, 19(1), 154-167.

- Castriota, S. y Delmastro, M. (2015). The Economics of Collective Reputation: Evidence from the Wine Industry. *American Journal of Agricultural Economics*, 97(2), 469-489.

- Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS). (2021). Índice de Confianza del Consumidor, Estudio nº 3315, Marzo.
http://www.cis.es/export/sites/default/Archivos/ICC/2021/ICC_03-21_3315.pdf.

- Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS). (2016). Índice de Confianza del Consumidor, Estudio nº 3160, Noviembre. https://www.cis.es/cis/export/sites/default/-Archivos/ICC/2016/ICC_11-16_3160.pdf.

- Chang-Hyun, J. y Jung-Yong, L. (2019). The Halo Effect on CSR Activity: Types of CSR Activity and Negative Information Effects. *Sustainability*, 11(7), 1-20.

- Checkley, K. (2003). *Manual para el análisis del Riesgo de Crédito*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.

- Chernev, A. y Blair, S. (2015). Doing Well and Doing Good: The Benevolent Halo of Corporate Social Responsibility. *Journal of Consumer Research*, 41(6), 1412-1425.

- Chun R. y Davies G. (2006). The Influence of Corporate Character on Customer and Employees. Exploring Similarities and Differences. *Journal of the Academy of Marketing Sciences*, 34(2), 138-146.

- Cleary, S. y Malleret, T. (2007). *Global Risk: Business Success in Turbulent Times*. New York: Palgrave Macmillan.

- Cole, S. (2012). The Impact of Reputation on Market Value. *World Economics*, 13(3), 47-68.

- Comisión de las Comunidades Europeas. (2001). *Libro Verde: Fomentar un marco europeo para la responsabilidad social de las empresas*. Bruselas. 18-7-2001. COM (2001).
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52001DC0366&from=ES>

- Comisión Nacional del Mercado de Valores – CNMV. (2020). Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (febrero 2015 - revisado en junio 2020). Madrid: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO). (2017). *Enterprise Risk Management. Integrated Framework (ERM)*. <https://www.coso.org>.

- Conte, F. (2018). Understanding the Influence of CEO Tenure and CEO Reputation on Corporate Reputation: An Exploratory Studie in Italy. *International Journal of Business and Management*, 13(3), 54-66.

- Coombs, W.T. y Holladay, S.J. (2006). Unpacking the halo effect: reputation and crisis management. *Journal of Communication Management*, 10(2), 123-137.

- Corb, H. (2012). *Interest Rate Swaps and Other Derivatives*. New York, NY: Columbia University Press.

- Corrado, C. (1989). A nonparametric test for abnormal security price performance in event studies. *Journal of Financial Economics*, 23(2), 385-395.

- Cortada de Kohan, N. (2008). Los sesgos cognitivos en la toma de decisiones. *International Journal of Psychological Research*, 1(1), 68-73.

- Covi, G., Gorpe, M. y Kok, Ch. (2019). CoMap: mapping contagion in the euro area banking sector. *European Central Bank Working Paper Series* N° 2224, January 2019.

- Crouhy, M., Galai, D. y Mark, R. (2023). *The Essentials of Risk Management, Third Edition*. New York: McGraw Hill.

- Csiszar, E. y Heidrich, G. (2006). The Question of Reputational Risk: Perspectives from an Industry. *Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, 31(3), 382-394.

- Cuesta-Cambra, U. (2013). Fundamentos psicosociales de la reputación *on line*: Propuesta de un modelo y un caso de análisis. *Estudios sobre el Mensaje Periodístico*. Vol. 19, núm. especial, abril, 691-700. Madrid: Servicio de Publicaciones de la Universidad Complutense.

- Cummins, J., Lewis, Ch. y Wei, R. (2006). The market value impact of operational loss event for US banks and insurers. *Journal of Banking and Finance*, 30(10), 2605-2634.

- Daza-Izquierdo, J. (2015). Análisis de la relación circular entre reputación corporativa y creación de valor económico patrimonial. *Perspectiva Empresarial*, 2(1), 85-95.

- De Jong, F. (2007). Event Studies Methodology. Lecture notes written for the course Empirical Finance and Investments Cases. Tilburg University, Tilburg, Netherlands.

- De Jong, F., Kemna, A. y Kloek, T. (1992). A contribution to event study methodology with an application to the Dutch stock market. *Journal of Banking and Finance*, 16(1), 11-36.

- De la Cuesta, M., Pardo, E. y Paredes, J. (2015). Identificación de indicadores relevantes del desempeño RSE mediante la utilización de técnicas multicriterio. *Innovar*, 25(55), 75-88.

- De la Fuente-Sabaté, J. y De Quevedo-Puente, E. (2003). Empirical analysis of the relationship between corporate reputation and financial performance: A survey of the literature. *Corporate Reputation Review*, 6(2), 161-177.

- De Quevedo-Puente, E. (2003). *Reputación y creación de valor: Una relación circular*. Madrid: Thomson.

- De Quevedo-Puente, E., De la Fuente-Sabaté, J. y Delgado-García, J. (2007). Corporate Social Performance and Corporate Reputation: Two Interwoven Perspectives. *Corporate Reputation Review*, 10(1), 60-72.

- Deephouse, D. (1997). How do Reputation Affects Corporate Performance? The Effect of Financial and Media Reputation on Performance. *Corporate Reputation Review*, 1(1), 68-72.

- Deephouse, D.L. y Carter, S.M. (2005). An examination of differences between organizational legitimacy and organizational reputation. *Journal of Management Studies*, 42(2), 329-360.

- Deephouse, D.L., Newburry, W. y Soleimani, A. (2016). The effects of institutional development and national culture on cross-national differences in corporate reputation. *Journal of World Business*, 51(3), 463-473.

- Delgado-García, J., De Quevedo-Puente, E. y De la Fuente-Sabaté, J. (2010). The impact of ownership structure on corporate reputation: evidence for Spain. *Corporate Governance: An International Review*, 18(6), 540-556.

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

- Derun, I. y Misaka, H. (2018). Stakeholder perception of financial performance in corporate reputation formation. *Journal of International Studies*, 11(3), 112-123.

- Dharmadasa, P, y Chanaka, W. (2017). Impact of Country-of-Origin Effect (COE) on Consumer Purchase Intentions. *Arabian Journal of Business and Management Review*, 7(1), 74-86.

- Díez-Martín, F., Blanco-González, A. y Díez-de-Castro, E. (2021). Measuring a scientifically multifaceted concept. The jungle of organizational legitimacy. *European Research on Management and Business Economics*, 27(1), 100-131.
- Díez-Martín, F., Blanco-González, A. y Miotto, G. (2022). The impact of state legitimacy on entrepreneurial activity. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 18(2), 935–955.
- Díez-Martín, F., Miotto, G. y Cachón-Rodríguez, G. (2022). Organizational legitimacy perception: Gender and uncertainty as bias for evaluation criteria. *Journal of Business Research*, 139, 426-436, doi: [10.1016/J.JBUSRES.2021.09.073](https://doi.org/10.1016/J.JBUSRES.2021.09.073).
- Dillon, W., Mulani, N. y Frederick, D. (1984). Removing Perceptual Distortions in Product Space Analysis. *Journal of Marketing Research*, 21(2), 184-193.
- Dion, K.K., Berscheid, E. y Walster, E. (1972). What is beautiful is good. *Journal of Personality and Social Psychology*, 24(3), 285-290.
- Dion, K.K., Pak, A. y Dion, K.L. (1990). Stereotyping Based on Physical Attractiveness: a sociocultural perspective. *Journal of Cross-Cultural Psychology*, 21(2), 378-398.
- Doldán-Tie, F. y Rodríguez-López, M. (Coords.). (2002). *La Gestión del Riesgo de Crédito: métodos y modelos de predicción de la insolvencia empresarial*. Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA).
- Dowling, G. (2016). Defining and Measuring Corporate Social Reputations. *Annals in Social Responsibility*, 2(1), 18-28.
- Dowling, G. (2006). How Corporate Reputations Create Corporate Value. *Corporate Reputation Review*, 9(2), 134-143.
- Dowling, G. (2001). *Creating Corporate Reputation. Identity, Image, and Performance*. Oxford; UK: Oxford University Press.

- Dowling, G. (1988). Measuring corporate images: A review of alternative approaches. *Journal of Business Research*, 17(1), 27-34.
- Dowling, G. y Gardberg, N. (2012). Keeping Score: The Challenges of Measuring Corporate Reputation. *The Oxford Handbook of Corporate Reputation*, 34-68. Oxford, UK: Oxford University Press.
- Dudycha, G. (1942). A Note of the “Halo Effect” in Ratings. *The Journal of Social Psychology*, 15(2), 331-333.
- Dunbar, R. y Schwalbach, J. (2000). Corporate Reputation and Performance in Germany. *Corporate Reputation Review*, 3(2), 115-123.
- Dutot, V. y Castellano, S. (2015). Designing a Measurement Scale for E-Reputation. *Corporate Reputation Review*, 18(4), 294-313.
- Eberl, M. y Schwaiger, M. (2005). Corporate Reputation: Disentangling the Effects on Financial Performance. *European Journal of Marketing*, 39(7/8), 838-854.
- Eccles, R.G., Newquist, S.C. y Schatz, R. (2007). Reputation and its risks. *Harvard Business Review*, 85 (2), 104-114.
- Eccles, R.G. y Vollbracht, M. (2006). Media Reputation of the Insurance Industry: An Urgent Call for Strategic Communication Management. *The Geneva Papers on Risk and Insurance. Issues and Practice*, 31(3), 395-408.
- Eckert, C. y Gatzert, N. (2017). Modeling operational risk incorporating reputation risk: An integrated analysis for financial firms. *Insurance: Mathematic and Economics*, nº 72, 122-137.
- El Baz, J. y Ruel, S. (2021). ¿Can supply chain risk management practices mitigate the disruption impacts on supply chains’ resilience and robustness? Evidence from an

empirical survey in a COVID-19 outbreak era. *International Journal of Production Economics*, Vol. 233, 107972.

- Elizondo, A. (2003). *Medición integral del riesgo de crédito*. México: Editorial Limusa.

- Escudero, L. (Coord.). (2006). *Mitos y realidades de la Responsabilidad Social Corporativa en España. Un enfoque multidisciplinar*. Pamplona: Thomson.

- Espitia Escuer, M.A. (1986). El ratio 'q' como instrumento de análisis financiero. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 16(49), 133-156.

- Ettenson, R. y Knowles, J. (2008). Don't confuse reputation with brand. *MIT Sloan Management Review*, 49(2), 19-21.

- Euromoney. (2020). Globalisation unwound - Has covid-19 killed globalisation? *Euromoney*, 14/05. <https://www.economist.com/leaders/2020/05/14/has-covid-19-killed-globalisation?>

- Fama, E., Fisher, L., Jensen E. y Roll R. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, 10(1), 1-21.

- Fanjul, E. (2020). El coronavirus, ¿nuevo impulso a la desglobalización? Blog Elcano, 12/III/2020, Real Instituto Elcano. <https://blog.realinstitutoelcano.org/el-coronavirus-nuevo-impulso-a-la-desglobalizacion/>

- Feeley, T. (2002). Comment on Halo Effects in Rating and Evaluation Research. *Human Communication Research*, 28(4), 578-586.

- Fems, B., Emelianova, O. y Sethi, S. (2008). In His Own Words: The Effectiveness of CEO as Spokesperson on CSR-Sustainability Issues - Analysis of Data from the Sethi CSR Monitor©. *Corporate Reputation Review*, 11(2), 116-129.

- Feria-Domínguez, J. (2005). *El riesgo de mercado: su medición y control*. Zaragoza: Delta Publicaciones.

- Fernández-Laviada, A. (2007). *La gestión del riesgo operacional*. Madrid: Limusa y Ediciones 2010.

- Fernández-Sánchez, J.L. y Luna-Sotorrío, L. (2007). The Creation of Value through Corporate Reputation. *Journal of Business Ethics*, 76(3), 335-346.

- Fernández-Sánchez, J.L., Luna-Sotorrío, L. y Baraibar-Díez, E. (2015). The relationship between corporate social responsibility and corporate reputation in a turbulent environment: Spanish evidence of the Ibex35 firms. *Corporate Governance*, 15(4), 563-575.

- Fernández-Sánchez, J.L., Luna-Sotorrío, L. y Baraibar Díez, E. (2012). Can Corporate Reputation Protect Companies' Value? Spanish Evidence of the 2007 Financial Crash. *Corporate Reputation Review*, 15(4), 228-239.

- Ferruz-González, S.A. (2017). Conceptualización de la Reputación Corporativa. Nuevo enfoque y propuesta. *Revista de la Asociación Española de Investigación de la Comunicación*, 4(7), 130-137.

- Fiordelisi, F., Soana, M. y Schwizer, P. (2014). Reputational losses and operational risk in banking. *The European Journal of Finance*, 20(2), 105-124.

- Flanagan, D. y O'Shaughnessy, K.C. (2005). The Effect of Layoffs on Firm Reputation. *Journal of Management*, 31(3), 445-463.

- Flanagan, D., O'Shaughnessy, K. C. y Palmer, T. (2011). Re-Assessing the Relationship between the Fortune Reputation Data and Financial Performance: Overwhelming Influence or Just a Part of the Puzzle? *Corporate Reputation Review*, 14(1), 3-14.

- Fombrun, C.J. (2016). Reputation, Value and Financial Performance. Reputation Institute, October 2016.

- Fombrun, C.J. (2012). The building blocks of corporate reputation: Definitions, antecedents, consequences. En Pollok, T.G. y Barnett, M.L. (Eds.): *The Oxford Handbook of Corporate Reputation*, 94-103. Oxford. UK: Oxford University Press.

- Fombrun, C.J. (2007). List of lists: a compilation of international corporate reputation ratings. *Corporate Reputation Review*, 10 (2), 144-153.

- Fombrun, C.J. (1996). *Reputation. Realizing Value from the Corporate Image*. Boston, MA: Harvard Business School Press.

- Fombrun, C.J., Gardberg, N. y Sever, J. (2000). The reputation quotient: a multi-stakeholder measure of corporate reputation. *Journal of Brand Management*, 7(4), 241-255.

- Fombrun, C.J., Ponzi, L. y Newburry, W. (2015). Stakeholder Tracking and Analysis: The RepTrak® System for Measuring Reputation. *Corporate Reputation Review*, 18(1), 3-24.

- Fombrun, C.J. y Shanley, M. (1990). What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy. *Academy of Management Journal*, 33(2), 233-258.

- Fombrun, C.J. y Van Riel, C. (2004). *Fame and Fortune: How Successful Companies Build Winning Reputation*. New York, NY: Pearson.

- Fombrun, C.J. y Van Riel, C. (1997). The reputational landscape. *Corporate Reputation Review*, 1(1), 5-13.

- Fong Reinoso, C. (2005). *La teoría de recursos y capacidades. Fundamentos microeconómicos*. Guadalajara (México): Universidad de Guadalajara.

- Foreman, P., Whetten, D. y Mackey, A. (2012). An identity-based view on reputation, image, and legitimacy: Clarifications and distinctions among related constructs. En Pollok, T.G. y Barnett, M.L. (Eds.): *The Oxford Handbook of Corporate Reputation*. Chapter 9, 179-200. Oxford, UK: Oxford University Press.

- Freeman, R.E. (1984). *Strategic management: A Stakeholder Approach*. New York, NY: Harpercollins.

- Freeman, R.E., Wicks, A.C. y Parmar, B. (2004). Stakeholder Theory and “The Corporate Objective Revisited”. *Organization Science*, 15(3), 364-369.

- Frigo, M. y Anderson, R. (2011). What is Strategic Risk Management? *Strategic Finance*, April, 21-22 y 61.

- Frost, Ch., Allen, D., Porter, J. y Bloodworth (2002). *Manual de gestión de riesgos operativos*. Bilbao: Ediciones Deusto.

- Fryxell, G. y Wang, J. (1994). The Fortune Corporate Reputation Index: Reputation for What? *Journal of Management*, 20(1), 1-14.

- Gabbioneta, C., Ravasi, D. y Mazzola, P. (2007). Exploring the Drivers of Corporate Reputation: A Study of Italian Securities Analysts. *Corporate Reputation Review*, 10(2), 99-123.

- Gai, P., Haldane, A. y Kapadia, S. (2011). Complexity, concentration and contagion. *Journal of Monetary Economics*, 58(5), 453-470.

- Gangi, F., Mustilli, M. y Varrone, M. (2019). The impact of corporate social responsibility (CSR) knowledge on corporate financial performance: evidence from the European banking industry. *Journal of Knowledge Management*, 23(1), 110-134.

- García de los Salmones Sánchez, M., Pérez Ruiz, A. y Rodríguez del Bosque Rodríguez, I. (2009). Análisis del valor de la marca de las entidades financieras: El efecto halo y el modelo de elección discreta. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 15(2), 25-42.

- García-Gallego, J.M., Chamorro-Mera, A. y García-Galán, M.M. (2015). The region-of-origin effect in the purchase of wine: The moderating role of familiarity. Spanish

Journal of Agricultural Research, 13(3), e0103, 1-11. <https://doi.org/10.5424/sjar/2015133-7581>.

- García-Madariaga, J. y Rodríguez-Rivera, F. (2017). Corporate social responsibility, customer satisfaction, corporate reputation, and firm's market value: Evidence for automobile industry. *Spanish Journal of Marketing-ESIC*, 21(1), 39-53.

- García-Madariaga, J. y Rodríguez-Rivera, F. (2010). Corporate Social Responsibility and the Classical Theory of the Firm: Are both theories irreconcilable? *Innovar*, 20 (37), 5-19.

- García-Merino, J.D., Rodríguez-Castellanos, A., Vallejo-Alonso, B. y Arregui-Ayastuy, G. (2008). Importancia y valoración de los intangibles: la percepción de los directivos. *Estudios de Economía Aplicada*, 26(3), 27-55.

- García-Merino, J.D., García-Zambrano, L. y Rodríguez-Castellanos, A. (2014). Impact of Relational Capital on Business Value. *Journal of Information & Knowledge Management*, 13(1), 1450002-1 - 1450002-8.

- García-Rodríguez, F.J. (2004). La reputación empresarial a partir de la perspectiva basada en los recursos y capacidades: Una revisión teórica de su potencialidad competitiva. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 10(2), 13-27.

- García-Rodríguez, F.J. (2003). Reputación y rentabilidad en la empresa hotelera española. *Estudios Turísticos*, 158, 127-144.

- García-Zambrano, L., García-Merino, J.D. y Rodríguez-Castellanos, A. (2012). Impacto de la inversión en capital humano sobre el valor empresarial. *Academia, Revista Latinoamericana de Administración*, (51), 15-26.

- García-Zambrano, L. y Rodríguez-Castellanos, A. (2017). Capital intelectual, competencias y resultados empresariales en el caso español. *Memorias*, 15(27), 105-118.

- Gardberg, N. (2006). Reputatie, Reputation, Réputation, Reputazione, Ruf: A Cross-Cultural Qualitative Analysis of Construct and Instrument Equivalence. *Corporate Reputation Review*, 9(1), 39-61.

- Gardberg, N. y Fombrun, C. (2002). The Global Reputation Quotient Project: First Step towards a Cross-Nationally Valid Measure of Corporate Reputation. *Corporate Reputation Review*, 4(4), 303-307.

- GARP (2014). *GARP Financial Risk Manager (FRM)*. Boston, MA: Pearson.

- Gaudenzi, B., Confente, I. y Christopher, M. (2015). Managing Reputational Risk: Insights from a European Survey. *Corporate Reputation Review*, 18(4), 248-260.

- Ghirelli, C., Pérez, J.J. y Urtasun, A. (2019). A new economic policy uncertainty index for Spain. *Economics Letters*, 182, 64-67. doi: [10.1016/j.econlet.2019.05.021](https://doi.org/10.1016/j.econlet.2019.05.021).

- Gillet, R., Hübner, G. y Plunus, S. (2010). Operational risk and reputation in the financial industry. *Journal of Banking and Finance*, 34(1), 224-235.

- Godfrey, P., Merrill, C. y 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.

- Grant, R. (2002). *Dirección Estratégica. Conceptos, Técnicas y Aplicaciones*. Madrid. Civitas Ediciones.

- Grant, A., Haider, Z. y Mieszala, J.C. (2022). How to build geopolitical resilience amid a fragmenting global order. *McKinsey & Company*, September 8. <https://www.mckinsey.com/business-functions/risk-and-resilience/our-insights/how-to-build-geopolitical-resilience-amid-a-fragmenting-global-order>.

- Grant, A., Haider, Z. y Raufuss, A. (2023). Black swans, gray rhinos, and silver linings: Anticipating geopolitical risks (and openings). *McKinsey & Company*, February 24.

<https://www.mckinsey.com/capabilities/risk-and-resilience/our-insights/black-swans-gray-rhinos-and-silver-linings-anticipating-geopolitical-risks-and-openings>.

- Grañó–Calvete, M. (2023). *Mujer y Liderazgo 2023. Situación global y estereotipos que persisten*. *OBS Business School*. Barcelona.

<https://www.obsbusiness.school/actualidad/informes-de-investigacion/informe-obs-mujer-y-liderazgo-2023>

- Grcic, J. (2008). The Halo Effect Fallacy. *E-Logos. Electronic Journal for Philosophy*, 15(1), 1-6. <https://e-logos.vse.cz/artkey/elg-200801-0014.php>.

- Groenland, E. (2002). Qualitative Research to Validate the RQ-Dimensions. *Corporate Reputation Review*, 4(4), 308-315.

- Gropp, R., Lo Duca, M. y Vesala, J. (2006). Cross-Border Bank Contagion Europe. *European Central Bank Working Paper Series* N° 662, Julio 2006.

- Guidry R. y Patten, D. (2010). *Newsweek's* measure of corporate environmental reputation and the “financial halo effect”. *Social and Environmental Accountability Journal*, 30(1), 4-12.

- Halff, G. (2013). The Presentation of CEOs in Economic Downturn. *Corporate Reputation Review*, 16 (2), 234-243.

- Hannington, T. (2006). *Cómo medir y gestionar la reputación de su empresa*. Barcelona: Ediciones Deusto.

- Hannington, T. (2004). *How to Measure and Manage Your Corporate Reputation*. Aldershot, UK: Gower Publishing Limited.

- Hausman, J.A. (1978). Specification test in econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251-1271.

- Hausman, J.A. y Taylor, W.E. (1981). Panel Data and Unobservable Individual Effects. *Econometrica*, 49(6), 1377-1398.

- Heidinger, D. y Gatzler, N. (2018). Awareness Determinants and Value of Reputation Risk Management: Empirical Evidence from the Banking and Insurance Industry. Working Paper. February 2018. *School of Business, Economics and Society. Friedrich-Alexander Universitat. Erlanger-Nurnberg. Germany.*

- Heil, D. (2011). What is reputation, really? *Corporate Reputation Review*, 14(4), 262-272.

- Helm, S. (2007a). One reputation or many? Comparing stakeholders' perceptions of corporate reputation. *Corporate Communications: An International Journal*, 12(3), 238-254.

- Helm, S. (2007b). The Role of Corporate Reputation in Determining Investor Satisfaction and Loyalty. *Corporate Reputation Review*, 10(1), 22-37.

- Helm, S. (2005). Designing a formative measure for corporate reputation. *Corporate Reputation Review*, 8(2), 95-109.

- Helm, S. y Toldorf, J. (2013). How Does Corporate Reputation Affect Customer Loyalty in a Corporate Crisis? *Journal of Contingencies and Crisis Management*, 21(3), 144-152.

- Highhouse, S., Brooks, M. y Gregarus, G. (2009). An Organizational Impression Management Perspective on the Formation of Corporate Reputation. *Journal of Management*, 35(6), 1481-1493.

- Hickman T, y Lawrence, K. (2010). The halo effect of goodwill sponsorship versus the pitchfork effect of supporting the enemy. *Journal of Sponsorship*, 3(3), 265-276.

- Hillenbrand, C. y Money, K. (2007). Corporate Responsibility and Corporate Reputation: Two Separate Concepts or Two Sides of the Same Coin? *Corporate Reputation Review*, 10(4), 261-277.

- Hillson, D. (2016). *The Risk Management Handbook*. London, UK: Kogan Page.

- Hoffmann, C., Brønn, P. y Fieseler, C. (2016). A Good Reputation: Protection against Shareholder Activism. *Corporate Reputation Review*, 19(1), 35-46.

- Hommes, C.H. y Vroegop, J. (2019). Contagion between asset markets: A two market heterogeneous agents' model with destabilizing spillover effects. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 100(C), 314-333.

- Hood, J. y Nawaz, M. (2004). Political Risk Exposure and Management in Multi-national Companies: Is There a Role for the Corporate Risk Manager? *Risk Management*, 6, 7-18.

- Hoopes, D.G., Madsen, T.L. y Walker, G. (2003). 'Guest editors' introduction to the special issue: Why is there a resource-based view? Toward a theory of a competitive advantage. *Strategic Management Journal*, 24(Special Issue), 889-902.

- Hopkin, P. (2017). *Fundamentals of Risk Management*. London, UK: Kogan Page.

- Hull, J.C. (2012). *Risk Management and Financial Institutions*. Hoboken, NJ: John Wiley and Sons.

- IE Business School y Foro de Reputación Corporativa. (2011). *Reputación Corporativa. Introducción a la gestión de los riesgos reputacionales*. Madrid: Foro de Reputación Corporativa.

- Iglesias Argüelles, V., Vázquez Casielles, R. y Del Río Lanza, A. (2003). La influencia de la marca en la evaluación del producto. Consideraciones sobre el efecto halo. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 12(3), 25-40.

- Innerarity, D. (2020). *Pandemocracia: una filosofía de la crisis del coronavirus*. Madrid: Galaxia Gutenberg.

- International Monetary Fund (IMF). (2016). *World Economic Outlook: Too Slow for Too Long*. Washington, April.
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/World-Economic-Outlook-April-2016-Too-Slow-for-Too-Long-43653>.
- ISO (2009). ISO Guide 73:2009(en) - Risk management - Vocabulary.
<https://www.iso.org/obp/ui/#iso:std:iso:guide:73:ed-1:v1:en>.
- Ivanov, D. y Dolgui, A. (2020). Viability of intertwined supply networks: extending the supply chain resilience angles towards survivability. A position paper motivated by COVID-19 outbreak. *International Journal of Production Research*, 58(10), 2904-2915.
- Jacquemin, A. (1987). *The New Industrial Organization*. Oxford, UK: Oxford University Press.
- James, H. (2023). Crises of Uncertainty. *Project Syndicate*, Mar 30.
<https://www.project-syndicate.org/commentary/banking-crisis-governance-uncertainty-new-test-for-multilateralism-by-harold-james-2023-03>.
- Jiménez, A. (2016). La economía española se estancará en 2016 y 2017: difícil papeleta para el nuevo Gobierno. *El Blog Salmón*, 18/4/2016.
<https://www.elblogsalmon.com/entorno/la-economia-espanola-se-estancara-en-2016-y-2017-dificil-papeleta-para-el-nuevo-gobierno>.
- Jiménez, J.I., Ruiz, G. y Torres, J.J. (2000). *La gestión del riesgo financiero*. Madrid: Pirámide.
- Jiménez Torres, N.H. y San Martín Gutiérrez, S. (2010). El efecto del país de origen en la compra de automóviles importados. *Pecunia*, Monográfico, 53-68.
- Jin, C.H. y Lee, J.Y. (2019). The Halo Effect on CSR Activity: Types of CSR Activity and Negative Information Effects. *Sustainability*, 11(7), 1-20.

- Jones, B., Jones, G. y Little, P. (2000). Reputation as Reservoir: Buffering Against Loss in Time of Economic Crisis. *Corporate Reputation Review*, 3(1), 21-29.

- Kahneman, D. (2011). *Thinking, Fast and Slow*. New York, NY: Farrar, Strauss and Giroux.

- Kahneman, D. y Tversky, A. (1984). Choices, values, and frames. *American Psychologist*, 39(4), 341-350.

- Kahneman, D. y Tversky, A. (1973). The psychology of prediction. *Psychological Review*, 80(4), 237-251.

- Kahneman, D. y Tversky, A. (1972). Subjective Probability: A judgment of representativeness. *Cognitive Psychology*, 3(3), 430-454.

- Kammer, K., Azour, J., Selassie, A.A., Goldfajn, I. y Rhee, Ch. (2022). How War in Ukraine Is Reverberating Across World's Regions. *International Monetary Fund*, March 15. https://blogs.imf.org/2022/03/15/how-war-in-ukraine-is-reverberating-across-worlds-regions/?utm_medium=email&utm_source=govdelivery.

- Keeley, J., English, T., Irons, J. y Henslee, A. (2013). Investigating halo and ceiling effects in student evaluations of instruction. *Educational and Psychological Measurement*, 73(3), 440-457.

- Knop-Muszynski, R., Ordovas-Miquel, R. y Vidal-Villalon, J. (2013). *Medición de riesgos de mercado y crédito*. Madrid: Delta Publicaciones.

- Koulafetis, P. (2017). *Modern Credit Risk Management. Theory and Practice*. London, UK: Palgrave Macmillan.

- KPMG (2019). Vientos de cambio. La gestión de riesgos en el mundo digital. KPMG Newsletter, febrero. <https://kpmg.com/es/>

- Kupers, R. (2018). Resilience in complex organizations. En *The Global Risk Report 2018*, 54-55. Ginebra (Suiza). World Economic Forum.

- Larkin, J. (2003). *Strategic Reputation Risk Management*. Houndmills, NY: Palgrave / Macmillan.

- Larrinaga-González, C., Bebbington, J. y Moneva-Abadía, J. (2008). Corporate social reporting and reputation risk. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21(3), 337-361.

- Lee, J. y Roh, J. (2012). Revisiting corporate reputation and firm performance link. *Benchmarking: An International Journal*, 19(4/5), 649-664.

- Leuthesser, L., Kohli, C.S. y Harich, K. (1995). Brand equity: the halo effect measure. *European Journal of Marketing*, 29(34), 56-66.

- Liu, X., Vredenburg, H. y Steel, P. (2019). Exploring the Mechanisms of Corporate Reputation and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Academy of Management Proceedings*, 2019(1) 17903. [doi:10.5465/AMBPP.2019.193](https://doi.org/10.5465/AMBPP.2019.193).

- Lloyd, S. (2011). Triangulation Research to Inform Corporate Reputation. Theory and Practice. *Corporate Reputation Review*, 14(3), 221-233.

- López, V.A. e Iglesias, S. (2010). Reputación y rendimiento sostenible en PYMES. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 19(1), 87-106.

- López, A. e Iglesias, F. (2006). Percepciones directivas del recurso reputación. Estudio empírico de sus relaciones con el rendimiento empresarial. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 28, 139-160.

- López-Cerezo, J. y Lujan-López, J. (2000). *Ciencia y Política del Riesgo*. Madrid: Alianza Editorial.

- Louhichi, W. y Zreik, O. (2015). Corporate Risk Reporting: A Study of the Impact of Risk Disclosure on Firm Reputation. *Economics Bulletin*, 35(4), 2395-2408

- Love, E., Lim, J. y Bednar, M. (2017). The Face of the Firm: The Influence of CEO's on Corporate Reputation. *Academy of Management Journal*, 60(4), 1462-1481.

- MacKinlay, A.C. (1997). Event Studies in Economic and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 1997, 13-39.

- Macrae, V. (2015). *Mastering Interest Rate Risk Strategy*. Upper Saddle River, NJ: FT Publishing International.

- Madden, T., Roth, M. y Dillon, W. (2012). Global Product Quality and Corporate Social Responsibility Perceptions: A Cross-National Study of Halo Effects. *Journal of International Marketing*, 20(1), 42-57.

- Maden, C., Arikan, E., Telci, E. y Kantur, D. (2012). Linking corporate social responsibility to corporate reputation: a study on understanding behavioral consequences. 8th International Strategic Management Conference. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 58, 655-664.

- Maheswaran, D. (1994). Country of Origin as a Stereotype: Effects of Consumer Expertise and Attribute Strength on Products Evaluation. *Journal of Consumer Research*, 21(2), 354-365.

- Maheswaran, D. y Yi Chen, C. (2008). Nation Equity: Country of Origin Effects and Globalization. En Kotabe, M. y Helsen, K. (Eds): *The SAGE Handbook of International Marketing*, 91-113. London, UK: Sage Publications.

- Maheswaran, D., Yi Chen, C. y He, J. (2013). Nation Equity: Integrating the Multiple Dimensions of Country-of-Origin Effects. *Review of Marketing Research*, 10, 153-189. [https://doi.org/10.1108/S1548-6435\(2013\)0000010010](https://doi.org/10.1108/S1548-6435(2013)0000010010).

- Malouff, J., Emmerton, A. y Schutte, N. (2013). The Risk of a Halo Bias as a Reason to Keep Students Anonymous During Grading. *Teaching of Psychology*, 40(3), 233-237.

- Management Solutions. (2021). Trust and reputation: proactive management of reputational risk. Management Solutions.
<https://www.managementsolutions.com/sites/default/files/publicaciones/eng/reputational-risk.pdf>.

- Mandelli, A. y Cantoni, L. (2010). Social Media Impact on Corporate Reputation: Proposing a new methodological approach. *Cuadernos de Información*, 27(II), 61-74.

- Mariconda, S. y Lurati, F. (2014). Being Known: A Literature Review on Media Visibility, Public Prominence and Familiarity with Implications for Reputation Research and Management. *Corporate Reputation Review*, 17(3), 219-236.

- Martín de Castro, G. (2008). *Reputación empresarial y ventaja competitiva*. Madrid: ESIC Editorial.

- Martín de Castro, G., Navas-López, J. y López-Sáez, P. (2006). Business and Social Reputation: Exploring the Concept and Main Dimension of Corporate Reputation. *Journal of Business Ethics*, 63(4), 362-370.

- Martín de Castro, G., Navas-López, J., López-Sáez, P. y Delgado-Verde, M. (2009). La reputación corporativa y las alianzas en el contexto de las industrias emergentes. El caso de las empresas biotecnológicas españolas. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 18(4), 139-154.

- Martínez García de Leaniz, P. y Rodríguez del Bosque Rodríguez, I. (2016). Corporate Image and Reputation as Drivers of Customer Loyalty. *Corporate Reputation Review*, 19(2), 166-178.

- Martínez-León, I. y Olmedo-Cifuentes, I. (2010). Revisión teórica de la reputación en el entorno empresarial. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 13(44), 59-77.

- Martínez-León, I. y Olmedo-Cifuentes, I. (2009). La medición de la reputación empresarial: Problemática y propuesta. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 15(2), 127-142.
- McKinsey & Company. (2023). What is cybersecurity? McKinsey & Company, April 3. <https://www.mckinsey.com/featured-insights/mckinsey-explainers/what-is-cybersecurity?>
- McMaster, M., Netleton, C., Tom, C., Xu, B., Cao, C. y Quiao, P. (2020). Risk Management. Rethinking Fashion Supply Chain Management for Multinational Corporations in Light of the COVID-19 Outbreak. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(8), 1-16.
- McMillan, G. y Joshi, M. (1997). How Do Reputations Affect Corporate Performance? Sustainable Competitive Advantage and Firm Performance: The Role of Intangible Resources. *Corporate Reputation Review*, 1(1), 81-85.
- Melewar, T. y Jenkins, E. (2002). Defining the corporate identity construct. *Corporate Reputation Review*, 5(1), 76-90.
- Melo, T. y Garrido-Morgado, A. (2012). Corporate Reputation: A Combination of Social Responsibility and Industry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19(1), 11-31.
- Merco Empresas y Líderes (2016). El proceso de elaboración de Merco España. Mayo. [Methodology-and-verification-report-merco-companies-es-2016.pdf](#).
- Merco Empresas y Líderes. Resultados Merco Empresas y Líderes España. 2016. 16ª Edición. www.merco.info.
- Miralles-Marcelo, J., Miralles-Quirós, M. y Daza-Izquierdo, J. (2014). Reputación corporativa y creación de valor para el accionista. *Universia Business Review*, Cuarto trimestre. 44, 16-33.

- Moliner, M., Fandos, J., Monferrer, D. y Estrada, M. (2019). Crisis de la entidad, efecto halo y lealtad. *Cuadernos de Gestión*, 20(1), 155-180.

- Montero, R. (2011). Efectos fijos o aleatorios: test de especificación. Documentos de Trabajo en Economía Aplicada. Universidad de Granada.
<https://www.ugr.es/~montero/matematicas/especificacion.pdf>.

- Moosa, I.A. (2007). Operational Risk: A Survey. *Financial Markets Institutions & Instruments*, 16(4), 167-200.

- Munoz, J.M. (Edit.). (2013). *Handbook on Geopolitics of Business*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing Limited.

- Murphy, D., Shrieves R. y Tibbs, S, (2009). Determinants of the Stock Price Reaction to Allegations of Corporate Misconduct: Earnings, Risk, and Firm Size Effects. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(1), 55-83.

- Musteen, M., Datta, D. y Kemmerer, B. (2010). Corporate Reputation: Do Board Characteristics Matter? *British Journal of Management*, 21(2), 498-510

- Natale, A., Poppensieker, T. y Thun, M. (2022). From risk management to strategic resilience. *McKinsey & Company*, March 9. <https://www.mckinsey.com/business-functions/risk-and-resilience/our-insights/from-risk-management-to-strategic-resilience>.

- Navarro, F. (2008). *Responsabilidad Social Corporativa: Teoría y práctica*. Madrid: ESIC Editorial.

- Navmoska, I. y Lavie, D. (2019). When an Industry Peer is Accused of Misconduct: Contagion vs. Competition Effects on Blameless Firms. *Academy of Management Proceedings*, Vol. 2019, N°1, Published Online 1 August 2019.
<https://journals.aom.org/doi/pdf/10.5465/AMBPP.2019.218>.

- Neef, D. (2003). *Managing Corporate Reputation & Risk: A Strategic Approach Using Knowledge Management*. Oxford, UK: Butterworth-Heinemann.

- Neilson, G., Martin, K. y Powers, E. (2008). The Secrets to Successful Strategy Execution. *Harvard Business Review*, 86(6), 60-70.

- Nesvetailova, S. y Palan, R. (2008). A Very North Atlantic Credit Crunch: Geopolitical Implications of The Global Liquidity Crisis. *Journal of International Affairs*, 62(1), 165-185.

- Neter, J., Wasserman, W. y Kutner, M.H. (1990). *Applied Linear Statistical Models. Regression, Analysis of Variance and Experimental Designs*. Homewood, Ill: R.D. Irwin.

- Newbury, W. (2012). Waving the Flag: The Influence of Country of Origin on Corporate Reputation. En Pollok, T.G. y Barnett, M.L. (Eds.): *The Oxford Handbook of Corporate Reputation*, 240-259. Oxford, UK: Oxford University Press.

- Newbury, W. (2010). Reputation and Supportive Behavior: Moderating Impacts of Foreignness, Industry and Local Exposure. *Corporate Reputation Review*, 12(4), 388-405.

- Nisbett, R.E. y Wilson, T.D. (1977). The halo effect: Evidence for unconscious alteration of judgments. *Journal of Personality and Social Psychology*, 35(4), 250-256.

- Nufer, G. y Alesi, N. (2018). The Halo Effect in Sports. *International Journal of Business and Social Science*, 9(2), 31-44.

- Olcese, A., Rodríguez, M., Alfaro, J. (2008). *Manual de la empresa responsable y sostenible*. Madrid: McGraw Hill.

- Olmedo-Cifuentes, J. y Martínez-León, J.M. (2011). Medida de la reputación empresarial en PYMEs de servicios. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 20(3), 77-102.

- Orlitzky, M. y Benjamin, J. D. (2001). Corporate Social Performance and Firm Risk: A Meta-Analytic Review. *Business and Society*, 40, 369-396.
<http://dx.doi.org/10.1177/000765030104000402>
- Orlitzky, M. y Swanson, D. (2012). Assessing Stakeholder Satisfaction: Toward a Supplemental Measure of Corporate Social Performance as Reputation. *Corporate Reputation Review*, 15(2), 119-137.
- Pakhchanyan, S. (2016). Operational Risk Management in Financial Institutions: A Literature Review. *International Journal of Financial Studies*, 4(4), 20, 1-21.
- Pallarés-Renau, M. y López-Font, L. (2017). Merco y RepTrak Pulse: Comparación cualitativa de atributos, variables y públicos. *Icono 14 Revista Científica de Comunicación y Tecnologías Emergentes*, 15(2), 235-255.
- Palmrose, Z., Richarson, V. y Scholz, S. (2004). Determinants of market reactions to restatement announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 37(1), 59-89.
- Pamuksuz, U. y Mourad, M. (2016). Analysis of Executive Reputation in Social Media Networks. *Thirty Seventh International Conference of Information Systems*, Dublin.
- Paruchuri, S. y Misangyi, V. (2015). Investor Perceptions of Financial Misconduct: The Heterogeneous Contamination of Bystander Firms. *Academy of Management Journal*, 58(1), 169-194.
- Pérez-Cornejo, C., De Quevedo-Puente, E. y Delgado-García, J.-B. (2023). The role of national culture as a lens for stakeholder evaluation of corporate social performance and its effect on corporate reputation. *Business Research Quarterly*, 26(4) 282-296.
- Perry, J. y Fontnouvelle, P. (2005). Measuring Reputational Risk: The Market Reaction to Operational Loss Announcements. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.861364>.
- Peteraf, M.A. (1993). The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource Based View. *Strategic Management Journal*, 14(3), 179-191.

- Peters, T. y Waterman, R. (1982). *En busca de la excelencia. Lecciones de las empresas mejor gestionadas de Estados Unidos*. Barcelona: Folio.
- Peterson, P. (1989). Event Studies: A Review of Issues and Methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 28(3), 36-66.
- Petkova, A. (2014). How to Judge What Can't Be Seen and Touched? The Contingent Effect of Media Reputation on Young Firms' Access to Venture Capital. *Corporate Reputation Review*, 17(4), 273-289.
- Pinedo-Palomero, I. (2017). *La reputación corporativa digital. Propuesta metodológica de un modelo de medición*. Tesis Doctoral. Madrid: Universidad Complutense de Madrid.
- Platonova, E., Asutay, M., Dixon, R. y Mohammad, S. (2018). The Impact of Corporate Social Responsibility Disclosure on Financial Performance: Evidence from the GCC Islamic Banking Sector. *Journal of Business Ethics*, 151(2), 451-471.
- Población-García, F. (2013). *La gestión del riesgo en empresas industriales*. Madrid: Delta Publicaciones.
- Podnar, K. y Golob, U. (2017). The Quest for the Corporate Reputation Definition: Lessons from the Interconnection Model of Identity, Image and Reputation. *Corporate Reputation Review*, 20(3-4), 186-192.
- Ponzi, L.J., Fombrun, C.J. y Gardberg, N.A. (2011). RepTrak (TM) Pulse: Conceptualizing and validating a short-form measure of corporate reputation. *Corporate Reputation Review*, 14(1), 15-35.
- Porter, M.E. (2008). The Five Competitive Forces That Shape Strategy. *Harvard Business Review*, 86(1), 78-93.
- Porter, M.E. (1999). *Ventaja competitiva. Creación y Sostenimiento de un Desempeño Superior*. México: CECOSA.

- Porter, M.E. (1996). What is Strategy? *Harvard Business Review*, November-December, 61-78.

- Porter, M.E. (1987). *Estrategia Competitiva. Técnicas para el análisis de los sectores industriales y de la competencia*. Mexico: CECSA.

- Power, M. (2005). The invention of operational risk. *Review of international Political Economy*, 12(4), 577-599.

- Power, M. (2004). The risk management of everything. *The Journal of Risk Finance*, 5(3), 58-65.

- Prahalad, C.K. y Hamel, G. (1990). The Core Competence of the Corporation. *Harvard Business Review*, May-June, 79-91.

- PwC. (2016). 19th Annual Global CEO Survey. Redefining business success in a changing world. <https://www.pwc.com/gx/en/ceo-survey/2016/landing-page/pwc-19th-annual-global-ceo-survey.pdf>.

- Quintana-García, C., Benavides-Chicón, C.G. y Marchante-Lara, M. (2021). Does a green supply chain improve corporate reputation? Empirical evidence from European manufacturing sectors. *Industrial Marketing Management*, 92, January, 344-353

- Rayner, J. (2003). *Managing Reputational Risk. Curbing Threats, Leveraging Opportunities*. IIA Risk Management Series. Chichester, UK: John Wiley & Sons.

- Reputation Institute. (2019, 2018, 2017, 2016, 2015, 2014, 2013, 2012, 2011, 2010). RepTrak Pulse España. Las empresas con mejor reputación en España. <https://www.reputationinstitute.com>.

- Reputation Institute. (2014, 2012, 2010, 2009, 2008) Global RepTrak. The World's Most Reputable Companies. <https://www.reputationinstitute.com>.

- Reputation Institute. (2018b). 7 Ways Auto Manufacturers Can Drive Reputation Forward. December. <https://www.reputationinstitute.com>.
- Reputation Institute. (2018a). How The Insurance Sector Can Insure its Own Reputation. November. <https://www.reputationinstitute.com>.
- Reputation Institute. (2017c). ¿La reputación del sector bancario sigue en crisis? España. Mayo. <https://www.reputationinstitute.com/research?page=3>.
- Reputation Institute. (2017b). Industry Reputation - Benefit or Burden. April. <https://www.reputationinstitute.com>.
- Reputation Institute. (2017a). Seguros, un sector con oportunidad de mejorar. España. Enero. <https://www.reputationinstitute.com>.
- Reputation Institute. (2015a). How Do Consumers View the Banking Industry Worldwide? March. <https://www.reputationinstitute.com>.
- Reputation Institute. (2015b). Defining and Managing Reputation Risk. A Framework for risk managers. Guide 2015. <https://www.reputationinstitute.com>.
- Rhee, M., y Haunschild, P.R. (2006). The liability of good reputation: A study of product recalls in the U.S. automobile industry. *Organization Science*, 17(1), 101-117.
- Rindova, V. y Martins, L. (2012). Show me the money: A multi-dimensional view of reputation as an intangible asset. En Barnett, M. y Pollock, T. (Eds.): *The Oxford Handbook of Corporate Reputation*, 1033-1049. Oxford, UK: Oxford University Press.
- Rindova, V., Williamson, I., Petkova, A. y Sever, J. (2005). Being Good or Being Known: An Empirical Examination of the Dimensions, Antecedents and Consequences of Organizational Reputation. *Academy of Management Journal*, 48(6), 1033-1049.

- Roberts, K.J. (1998). Defining the corporate identity construct. *Corporate Reputation Review*, 1(4), 386-392.

- Roberts, P. y Dowling, G. (2002). Corporate Reputation and Sustained Superior Financial Performance. *Strategic Management Journal*, 23(12), 1077-1093.

- Roberts, P. y Dowling, G. (1997). The value of a firm's corporate reputation: How reputation helps attain and sustain superior profitability. *Corporate Reputation Review*, 1(1-2), 72-75.

- Robson, C. (1993). *Real world research*. Oxford; UK: Blackwell.

- Rodríguez-Castellanos, A. (2022a). "Covid-19, complejidad e incertidumbre: reflexiones sobre gestión empresarial para una economía humanista". En Gil-Lafuente, A. M. (Coordinad.): *Incidencias económicas de la pandemia. Problemas y oportunidades*, 147-172. Barcelona: Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras.

- Rodríguez-Castellanos, A. (2022b). "Crisis, complejidad e incertidumbre". En Gil-Lafuente, A. M. (Coordinad.): *Ciencia y actividad económica: propuestas y realidades (Trabajos correspondientes al II Ciclo de Conferencias Internas)*, 67-107. Barcelona: Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras.

- Rodríguez-Castellanos, A. (2019). Complejidad, incertidumbre y crisis financiera. En Gil-Lafuente, A. M. (Coordinad.): *Complejidad financiera: mutabilidad e incertidumbre en instituciones, mercados y productos*, 111-138. Barcelona: Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras.

- Rodríguez Castellanos, A. (2016). "Fundamentos científicos de la economía de la empresa". Apuntes del curso "Fundamentos Metodológicos de la Investigación en Dirección y Economía de la Empresa" en el Master en Dirección Empresarial desde la Innovación y la Internacionalización, Universidad del País Vasco, Bilbao, 1-50.

- Rodríguez-Castellanos, A. y San-Martín-Albizuri, N. (2020). Covid-19, globalización, complejidad e incertidumbre: algunas reflexiones sobre gestión empresarial en tiempos de crisis y más allá. *Revista GEON (Gestión, Organizaciones y Negocios)*, 7(2), 1-17.

- Rodríguez-Castellanos, A. y San-Martín-Albizuri, N. (2011). El análisis del riesgo país: un asunto de interés renovado. *Boletín de Estudios Económicos*, nº 202, abril, 29-48.

- Rodríguez-Castellanos, A., San-Martín-Albizuri, N. y Delgado-Guzmán, J. A. (2022). (Des)globalización, complejidad e incertidumbre: consecuencias para la gestión empresarial. Ponencia presentada a la XXIX International Conference of AEDEM, Santo Domingo (República Dominicana), 4-6 de septiembre.

- Rose, C. y Thomsen, S. (2004). The Impact of Corporate Reputation on Performance: Some Danish Evidence. *European Management Journal*, 22(2), 201-210.

- Rosenberg, M. (2023). *Strategy and Geopolitics: Understanding Global Complexity in a Turbulent World*. Bradford, UK: Emerald Publishing Limited.

- Rosenzweig, P. (2007). *The Halo Effect and ... the Eight Other Business Delusions that Deceive Managers*. New York, NY: Simon & Schuster.

- Ross, A. (2005). *Reputation: Risk of risks*. London, UK: The Economist Intelligence Unit. <https://databreachinsurancequote.com/wp-content/uploads/2014/10/Reputation-Risks.pdf>.

- Rouviere, E. y Soubeyran, R. (2011). Competition vs. quality in an industry with imperfect traceability. *Economics Bulletin*, 31(4), 3052-3067.

- Ruiz, B, Esteban, A. y Gutiérrez, S. (2014). Reputación bancaria durante la crisis económica. Comparación entre las principales entidades financieras desde la perspectiva del cliente. *Universia Business Review*, Tercer trimestre 2014, 16-34.

- San-Martín-Albizuri, N. y Rodríguez-Castellanos, A. (2021). Relevancia de China en las finanzas mundiales. *Ola financiera*, 14(38), 172-215.

- San-Martín-Albizuri, N. y Rodríguez-Castellanos, A. (2018). Measuring Country Risk: A Topic of Renewed Interest. En Khosrow-Pour, M. (Ed.): *Risk and Contingency Management: Breakthroughs in Research and Practice*, 81-98). Hershey, PA: IGI Global.
- Sandu, M. (2015). Reputation - an Important Element for Automotive Industry Profit? *Procedia Economics and Finance*, 32, 1035 -1041.
- Santandreu, E. (2001). *Manual de Gestión del Circulante*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- Šapić, S., Kocić, M. y Radaković, K. (2018). The Effect of a Product's Country of Origin on the Customer Loyalty Creation Process. *Teme - Journal for Social Sciences*, 42(4), 1297-1317.
- Scandizzo, S. (2011). A Framework for the Analysis of Reputational Risk. *The Journal of Operational Risk*, 6(3), 41-63.
- Schaarschmidt, M., Walsh, G. e Ivens, S. (2021). Digital war for talent: How profile reputations on company rating platforms drive job seekers' application intentions. *Journal of Vocational Behavior*, 131, 103644. <https://doi.org/10.1016/j.jvb.2021.103644>.
- Schanz, K. (2009). Maintaining Stakeholders Trust in Difficult Times: Some Fundamentals Reflections in Light of the Credit Crisis. *The Geneva Papers on Risk and Insurance. Issues and Practice*, 34(2), 260-270.
- Schneider, G. y Troeger, V. (2006). War and the world economy stock market reactions to international conflicts. *Journal of Conflict Resolution*, 50(5), 623-645.
- Schultz, M., Hatch, M. y Adams, N. (2012). Managing Corporate Reputation through Corporate Branding. En Pollok, T.G. y Barnett, M.L. (Eds.): *The Oxford Handbook of Corporate Reputation*, 420-439. Oxford, UK: Oxford University Press.

- Schultz, M., Mouritsen, J. y Gabrielsen, G. (2001). Sticky Reputation: Analyzing a Ranking System. *Corporate Reputation Review*, 4(1), 24-41.

- Schwaiger, M. (2004) Components and Parameters of Corporate Reputation - An Empirical Study. *Schmalembach Business Review*, 56(1), 46-71.

- Schwaiger, M., Raithel, S., Rinkenburger, R. y Schloderer, M. (2011). Measuring the Impact of Corporate Reputation on Stakeholder Behaviour. Institute for Market-based Management (IMM) Ludwig-Maximilians-Universität München.

- Segura, J. (1993). *Teoría de la Economía Industrial*. Madrid: Civitas.

- Seong, J., White, O., Woetzel, J., Smit, S., Devesa, T., Birshan, M. y Samandari, H. (2022). Global flows: The ties that bind in an interconnected world. *McKinsey & Company*, November 15. <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/global-flows-the-ties-that-bind-in-an-interconnected-world>.

- Sharpe, W.F. (1976). *Teoría de cartera y del mercado de capitales*. Bilbao: Deusto.

- Sharpe, W.F. (1964). Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.

- Sharpe, W.F. (1963). A simplified model for portfolio analysis. *Management Science*, 9(2), 277-293.

- Sirzad, N. (2022). A review on online reputation management and online reputation components. *Dogus Üniversitesi Dergisi*, 23(1), 219-242.

- Smith, N.C., Read, D. y López-Rodríguez, S. (2010). Consumer Perceptions of Corporate Social Responsibility: The CSR Halo Effect. INSEAD Working Paper N° 2010/16/INSEAD Social Innovation Centre. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1577000> o <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1577000>.

- Smith, K.V. (1984). *Guía del Capital Circulante*. Barcelona: Ediciones Deusto.

- Soana, M.G. (2011). The relationship between corporate social performance and corporate financial performance in the banking sector. *Journal of Business Ethics*, 104(1), 133-148.

- Soldevilla García, E. (1998a). *Futuros sobre tipos de interés a largo plazo*. Madrid: Pirámide.

- Soldevilla García, E. (1998b). *Opciones sobre futuros sobre tipos de interés a largo plazo*. Madrid: Pirámide.

- Soldevilla García, E. (1997). *Opciones y Futuros sobre tipos de interés a corto plazo*. Madrid: Pirámide.

- Soldevilla García, E. (1995). Metodología de investigación de la Economía de la Empresa. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 1(1), 13-63.

- Soprano, A., Crielaard, B., Piacenza, F. y Ruspantini, D. (2009). *Measuring Operational and Reputational Risk. A Practitioner's Approach*. Chichester, UK: Wiley.

- Sornette, D. y Cauwels, P. (2015). Financial bubbles: mechanisms and diagnostics. *Review of Behavioral Economics*, 2(3), 279-305.

- Sosa Escudero, W. (1999). Tópicos de Econometría Aplicada (notas de clase). Trabajo docente nº 2, septiembre 1999, Universidad Nacional de La Plata.

- Sturm, P. (2013). Operational and Reputational Risk in the European Banking Industry: The Market Reaction to Operational Risk Events. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 85, 191-206.

- Susaeta, L., Pin, J. y Belizón, M. (2008). Factores determinantes de la reputación del CEO. Un análisis sectorial entre las principales empresas españolas. IESE, Documento de Investigación, DI-772, Barcelona.

- Szylar, C. (2013). *Handbook of Market Risk*. John Wiley and Sons. <https://doi.org/10.1002/9781118572979>.

- Szwajca, D. (2018). Dilemmas of Reputation Risk Management: Theoretical Study. *Corporate Reputation Review*, 21(4), 165-178.

- Taleb, N. N. (2007). *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. New York, NY: Random House.

- Taleb, N.N. (2012). *Antifragile: things that gain from disorder*. New York, NY: Random House.

- Tamplin, T. (2023). Value at Risk (VAR). Finance Strategists, May 8. <https://www.financestrategists.com/wealth-management/investment-risk/value-at-risk-var/>

- Thaler, R. (2015). *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*. New York, NY: W.W. Norton & Company, Inc.

- Thaler, R. y Sunstein, C. (2008). *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth and Happiness*. New Haven, CT: Yale University Press.

- The Economist. (2022). The tricky restructuring of global supply chains. *The Economist*, 19/03. <https://www.economist.com/leaders/2022/06/16/the-tricky-restructuring-of-global-supply-chains>.

- Thorndike, E.L. (1920). A constant error in psychological ratings. *Journal of Applied Psychology*, 4(1), 25-29.

- Tirole, J. (1990). *La Teoría de la Organización Industrial*. Barcelona: Ariel Economía.

- Tischer, S. y Hildebrand, L. (2014). Linking corporate reputation and shareholder value using the publication of reputation rankings. *Journal of Business Research*, 67(5), 1007-1017.

- Todd, R. (2022). *Collective Illusions: Conformity, Complicity, and the Science of Why We Make Bad Decisions*. New York, NY: Hachette Books.

- Tonello, M. (2007). Reputation Risk. A Corporate Governance Perspective. The Conference Board Research Report No. R-1412-07-WG New York, NY.

- Trotta, A. y Cavallaro, G. (2012). Measuring Corporate Reputation: A Framework for Italian Banks. *International Journal of Economics and Finance Studies*, 4(2), 1309-8055.

- Turban, D. y Cable, D. (2003). Firm reputation and applicant pool characteristics. *Journal of Organizational Behavior*, 24(6), 733-751.

- Tversky, A. y Kahneman, D. (1981). The Framing of Decisions and the Psychology of Choice. *Science*, New Series, 211, 453-458.

- Tversky, A. y Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(19), 545-566.

- Urra-Urbieta, J.A., Mohedano-Suanes, A. y Safón-Cano, V. (2009). El papel de la reputación del Consejero Delegado en la reputación de la empresa española. *Revista Venezolana de Gerencia*, 14(48), 518-536.

- Uslaner, E.N. (2010). Trust and the Economic Crisis of 2008. *Corporate Reputation Review*, 13(2), 110-123.

- Vallejo García, M. (2014). *La reputación corporativa en empresas aseguradoras: Análisis y evaluación de factores explicativos*. Madrid: Instituto de Ciencias del Seguro y Fundación Mapfre.

https://www.fundacionmapfre.org/documentacion/publico/es/catalogo_imagenes/grupo.cmd?path=1077442

- Vecchio, P., Laubacher, R., Ndou, V. y Passiante, G. (2011). Managing Corporate Reputation in the Blogosphere: The Case of Dell Computer. *Corporate Reputation Review*, 14(2), 133-144.
- Verma, S. y Gustafsson, A. (2020). Investigating the emerging COVID-19 research trends in the field of business and management: A bibliometric analysis approach. *Journal of Business Research*, 118, September 2020, 253-261.
- Vidaver-Cohen, D., Gómez, C. y Colwell, S. (2015). Country of Origin Effects and Corporate Reputation in Multinational Firms: Exploratory Research in Latin America. *Corporate Reputation Review*, 18(3), 131-155.
- Vig, S., Dumicic, K. y Klopotan, I. (2017). The Impact of Reputation on Corporate Financial Performance: Median Regression Approach. *Business Systems Research*, 8(2), 40-58.
- Vilariño-Sanz, A. (2016). *Riesgos de Mercado. Fundamentos, modelos y aplicaciones*. Madrid: Garceta, Grupo Editorial.
- Villafañé, J. (2013). *La Buena Empresa. Propuesta para una teoría de la reputación corporativa*. Madrid: Pearson.
- Villafañé, J. (2004). *La Buena Reputación. Claves del valor intangible de las empresas*. Madrid: Pirámide.
- Vizcaíno, M. (2010). Riesgo de Reputación: Revisión teórica y aproximación a su valoración. *Revista Galega de Economía*, 19(1), 199-216.
- Vlastelica, T., Kostic, S.C., Okanovic, M. y Milosavljevic, M. (2018). How Social Corporate Responsibility Affects Corporate Reputation: Evidence from an Emerging Market. *Journal of East European Management Studies*, 23(1), 10-20.

- Walker, K. (2010). A Systematic Review of the Corporate Reputation Literature: Definition, Measurement, and Theory. *Corporate Reputation Review*, 12(4), 357-387.

- Walsh, G. y Wiedmann, K. (2004). A Conceptualization of Corporate Reputation in Germany: An Evaluation and Extension of RQ. *Corporate Reputation Review*, 6(4), 304-312.

- Walster, E., Aronson, V., Abrahams, D. y Rottmann, L. (1966). Importance of Physical Attractiveness in Dating Behavior. *Journal of Personality and Social Psychology*, 4(5), 508-516.

- Wang, Y., Berens, G. y Van Riel, C. (2012). Competing in the Capital Market with a Good Reputation. *Corporate Reputation Review*, 15(3), 198-221.

- Wartick, S. (2002). Measuring Reputation. Definition and Data. *Business & Society*, 41(4), 371-392.

- Wartick, S. (1992). The relationship between intense media exposure and change in corporate reputation. *Business & Society*, 31(1), 33-49.

- Way, B., Khan, F. y Veitch, B. (2013). Is Reputational Risk Quantifiable? *The International Conference on Marine Safety and Environment*, 1, 7-14. Johor Bahru, Malaysia: Universiti Teknologi Malaysia Marine Technology Centre.

- Weng, P. y Chen, W. (2017). Doing good or choosing well? Corporate reputation, CEO reputation, and corporate financial performance. *The North American Journal of Economics and Finance*, 39, 223-240.

- Wernerfelt, A. (1984). A resource based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171-180.

- Whetten, D.A. y Mackey, A. (2002). A Social Actor Conception of Organizational Identity and Its Implications for the Study of Organizational Reputation. *Business & Society*, 41 (4), 393-414.

- White, H. (1980). A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity. *Econometrica*, 48(4), 817-838.

- White, O., Buehler, K., Smit, S., Greenberg, E., Mysore, M., Jain, R., Hirt, M., Govindarajan, A. y Chewning, E. (2022). War in Ukraine: Twelve disruptions changing the world. *McKinsey & Company*, May, 9.
<https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/war-in-ukraine-twelve-disruptions-changing-the-world>.

- Williams, R.J., Schnake, M.E. y Fredenberger, W. (2005). The Impact of Corporate Strategy on a Firm's Reputation. *Corporate Reputation Review*, 8 (3), 187-197.

- Winfree, J. y McCluskey, J. (2005). Collective Reputation and Quality. *American Journal of Agricultural Economics*, 87(1), 206-213.

- Winn, M., Macdonald, P. y Zietsma, Ch. (2008). Managing Industry Reputation: The Dynamic Tension between Collective and Competitive Reputation Management Strategies. *Corporate Reputation Review*, 11(1), 33-35.

- Xifra, J. (2020). Comunicación corporativa, relaciones públicas y gestión del riesgo reputacional en tiempos del Covid-19 (2020). *El Profesional de la Información*, 29(2), e, 1-18. <https://doi.org/10.3145/epi.2020.mar.20>

- Zhang, X. (2018). Developing a New Measure of Media Reputation. *Corporate Reputation Review*, 21(1), 71-83.

- Zhou, N. y Wang, H. (2020). Foreign subsidiary CSR as a buffer against parent firm reputation risk. *Journal of international Business Studies*, 51, 256-282.

Páginas web consultadas

- Análisis & Investigación S.L.: www.analisseinvestigacion.com
- Aon Corporation: www.aon.com
- American Marketing Association: www.ama.org
- Banco de España: www.bde.es
- Bank for International Settlements (BIS): www.bis.org
- Britain's Most Admired Companies: www.managementtoday.co.uk/bmac
- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. www.coso.org
- Corporate Excellence. Centre for Reputation Leadership:
www.corporateexcellence.org
- Deloitte Touche Tohmatsu Limited: www.deloitte.com
- Economist Intelligence Unit. The Economist: www.eiu.com
- Edelman: www.edelman.com
- Edelman Trust Barometer. Expectations for CEOs. 2018:
www.edelman.com/trustbarometer
- European Central Bank: www.ecb.com
- Fortune's Global World's Most Admired Companies:
<https://www.kornferry.com/insights/articles/fortune-worlds-most-admired-companies-2022>
- Índice de Confianza del Consumidor (Centro de Investigaciones Sociológicas-CIS):
https://www.cis.es/cis/opencms/ES/13_Indicadores/Indicadores/ICC/listadoindicadores.jsp
- Interbrand Best Global Brands: <https://interbrand.com/best-global-brands/>
- KPMG International Cooperative: www.kpmg.com
- Monitor Empresarial de Reputación Corporativa (MERCOR): www.mercor.info/es/
- PriceWaterhouseCoopers: www.pwc.com
- Reputation Institute: www.reputationinstitute.com
- Reputation Institute *RepTrak Pulse*: <https://www.reptrak.com/global-reptrak-100/>
- The American Consumer Satisfaction Index – ASCI; <https://www.theacsi.org/>
- The Global Risk Report: www.weforum.org/reports/the-global-risk-report
- World Economic Forum: www.weforum.org
- World Economic Forum Global Risks Report: www.weforum.org/reports/the-global-risks-report

- World's Most Admired Companies:

<https://www.kornferry.com/insights/articles/fortune-worlds-most-admired-companies-2019>

ANEXO: BASE DE DATOS

RP	I_RP	RoA t-1	T	I_T	F	LID	I_LID	RC/MT	I_RC/L_MT	SEC1	SEC2	SEC3	SEC5	SEC6	SEC7	SEC8	SEC9	SEC10	SEC11	SEC13	Año	Grupos /Sectores	
4260	8,35702	1,39	18821	9,84273	0,18	2115	7,65681	4998	8,51679	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	Mapfre
1000	6,90776	12,86	934	6,83948	0,17	1200	7,09008	1250	7,13090	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	Mutua Madrileña
2407	7,78614	9,59	685	6,52942	0,05	1427	7,26333	3551	8,17498	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	Sanitas Seguros
3069	8,02911	2,05	667	6,50279	0,11	1665	7,41758	2867	7,96102	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	DKV Seguros
6800	8,82468	0,94	90744	11,41580	0,17	4721	8,45978	8158	9,00675	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	BBVA
6772	8,82055	0,60	128408	11,76297	0,41	6576	8,79118	7383	8,90694	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	Santander
5919	8,68592	0,60	27805	10,23297	0,22	3644	8,20084	10000	9,21034	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	CaixaBank
3174	8,06275	0,74	10967	9,30265	0,09	3700	8,21609	5259	8,56770	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	BANESTO
4093	8,31703	1,09	13720	9,52661	0,09	1996	7,59890	5270	8,56979	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	Popular
4112	8,32166	0,55	3712	8,21933	0,15	2381	7,77528	5022	8,52158	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	Bankinter
2893	7,97005	0,81	9000	9,10498	0,09	2120	7,65917	4919	8,50086	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	Sabadell
4437	8,39773	0,01	12579	9,43978	0,01	2789	7,93344	7923	8,97753	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	Bankia
3041	8,01994	2,67	27015	10,20415	0,19	1200	7,09008	2306	7,74327	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	Acciona
2535	7,83795	6,33	67416	11,11864	0,11	1571	7,35947	3639	8,19946	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	FCC
4365	8,38137	3,79	110940	11,61674	0,12	5549	8,62137	4166	8,33471	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	ACS
4604	8,43468	3,55	57247	10,95513	0,24	3072	8,03008	3739	8,22657	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	Ferrovial
1468	7,29166	2,97	12067	9,39822	0,18	1459	7,28551	2805	7,93916	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	Sacyr
8809	9,08353	15,31	47000	10,75790	0,02	10000	9,21034	6050	8,70781	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	Inditex
2458	7,80710	8,05	5847	8,67368	0,06	1442	7,27379	1250	7,13090	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	Mango
4511	8,41427	5,83	57000	10,95081	0,21	2893	7,97005	6729	8,81418	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	Mercadona
10000	9,21034	5,55	92481	11,43476	0,05	8947	9,09907	7142	8,87375	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	El Corte Ingles
3193	8,06872	3,80	23241	10,05367	0,03	1550	7,34601	4100	8,31874	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	Eroski
4790	8,47429	4,66	17009	9,74150	0,14	3723	8,22229	6653	8,80282	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2005	Iberdrola

4124	8,32458	3,52	27294	10,21442	0,33	1586	7,36897	5311	8,57754	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2005	Endesa
4191	8,34069	6,31	6756	8,81819	0,36	1937	7,56890	4518	8,41582	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2005	Gas Natural
1408	7,24993	3,88	1355	7,21156	0,30	1200	7,09008	4428	8,39570	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2005	REE
3704	8,21717	6,05	36538	10,50611	0,20	1629	7,39572	3322	8,10832	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2005	AGBAR
2560	7,84776	4,55	4482	8,40782	0,08	1200	7,09008	1250	7,13090	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2005	BSH Electrodom.
2327	7,75234	4,46	67309	11,11705	0,24	1200	7,09008	3232	8,08086	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2005	Prosegur
2983	8,00068	3,35	14088	9,55308	0,01	1200	7,09008	5216	8,55949	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2005	NH Hoteles
1411	7,25205	1,71	15403	9,64232	0,10	1823	7,50824	3584	8,18423	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2005	Meliá Hoteles
2615	7,86902	17,52	4093	8,31703	0,10	1532	7,33433	3393	8,12947	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2005	Vocento
2868	7,96137	7,41	9636	9,17326	0,09	2078	7,63916	3968	8,28602	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2005	Grupo Prisa
7272	8,89179	5,59	35909	10,48874	0,25	5587	8,62820	6968	8,84908	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2005	Repsol
3116	8,04431	9,62	10912	9,29762	0,30	1514	7,32251	3015	8,01136	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2005	Cepsa
1000	6,90776	6,11	2109	7,65397	0,10	1200	7,09008	1250	7,13090	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2005	CLH
4618	8,43772	4,21	24348	10,10020	0,01	2113	7,65586	5761	8,65887	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2005	IAG-iberia
3062	8,02682	-5,82	15062	9,61993	0,07	1605	7,38088	4448	8,40021	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2005	RENFE- Operad.
3421	8,13769	6,92	7831	8,96585	0,23	1788	7,48885	3046	8,02158	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2005	Abertis
4200	8,34284	6,83	7584	8,93380	-0,05	2764	7,92443	4346	8,37701	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2005	INDRA
1000	6,90776	2,41	11082	9,31308	0,16	1200	7,09008	1250	7,13090	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2005	Abengoa
3151	8,05548	6,37	8188	9,01042	0,32	1440	7,27240	3400	8,13153	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2005	Gamesa
2479	7,81561	2,45	78455	11,27028	0,13	1410	7,25134	3159	8,05801	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2005	C. Mondragón
4370	8,38252	1,43	25144	9,97785	0,45	2730	7,91206	4384	8,38572	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	Mapfre
1564	7,35500	12,91	1212	7,10003	0,27	1832	7,51316	2976	7,99834	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	Mutua Madrileña
2778	7,92949	11,12	953	6,85961	0,11	2039	7,62021	3260	8,08948	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	Sanitas Seguros
3312	8,10531	2,69	686	6,53088	0,13	2145	7,67089	2122	7,66011	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	DKV Seguros
7228	8,88572	1,03	98553	11,49835	0,05	5142	8,54520	6301	8,74846	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	BBVA
7224	8,88516	0,83	123731	11,72587	0,17	7363	8,90422	6506	8,78048	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	Santander
6792	8,82350	0,96	27402	10,21837	0,24	4810	8,47845	10000	9,21034	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	CaixaBank
3344	8,11492	0,74	9500	9,15905	0,11	4085	8,31508	2898	7,97178	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	BANESTO

3946	8,28046	1,20	14056	9,55080	-0,25	2660	7,88608	4097	8,31801	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	Popular	
4058	8,30845	0,45	4438	8,39796	0,15	3358	8,11910	3642	8,20029	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	Bankinter
3168	8,06086	0,86	1066	6,97167	0,13	2583	7,85671	3496	8,15937	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	Sabadell
4724	8,46041	0,01	12943	9,46831	0,18	2895	7,97074	8808	9,08342	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	Bankia
4368	8,38206	3,13	32434	10,38696	0,29	3411	8,13476	2818	7,94378	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	Acciona
2972	7,99699	5,35	92565	11,43567	0,33	2174	7,68432	3281	8,09590	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	FCC
4056	8,30795	3,57	123652	11,72523	0,14	4289	8,36381	2363	7,76769	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	ACS
4896	8,49617	1,81	88902	11,39529	0,38	4081	8,31410	3548	8,17414	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	Ferrovial
2914	7,97728	2,94	15101	9,62251	0,11	1459	7,28551	1688	7,43130	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	Sacyr
9980	9,20834	15,57	69000	11,14186	0,21	10000	9,21034	5557	8,62281	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	Inditex
2312	7,74587	9,15	6454	8,77246	0,06	2163	7,67925	1091	6,99485	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	Mango
4738	8,46337	5,83	57000	10,95081	0,17	3916	8,27283	5602	8,63088	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	Mercadona
10000	9,21034	5,47	105172	11,56335	0,07	7624	8,93906	4302	8,36684	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	El Corte Ingles
3246	8,08518	3,98	32652	10,39366	0,08	2088	7,64396	2532	7,83676	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	Eroski
5880	8,67931	4,60	16923	9,73643	-0,07	4297	8,36567	5561	8,62353	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	Iberdrola
5028	8,52278	6,78	26985	10,20304	0,12	5501	8,61269	4390	8,38708	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	Endesa
3930	8,27639	6,03	6686	8,80777	0,21	2615	7,86902	2839	7,95121	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	Gas Natural
2418	7,79070	3,47	1284	7,15774	0,10	1801	7,49610	3641	8,20001	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	REE
3702	8,21663	6,05	12827	9,45931	-0,18	2130	7,66388	2363	7,76769	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2006	AGBAR
2844	7,95297	13,00	4709	8,45723	0,14	1850	7,52294	1010	6,91771	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2006	BSH Electrodom.
2450	7,80384	6,31	76765	11,24850	0,17	1500	7,31322	655	6,48464	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2006	Prosegur
2810	7,94094	3,28	14205	9,56135	0,11	2022	7,61184	3997	8,29330	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2006	NH Hoteles
1270	7,14677	3,23	16484	9,71015	0,07	1899	7,54908	3518	8,16565	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2006	Meliá Hoteles
2454	7,80547	13,31	4774	8,47094	0,10	1965	7,58325	2364	7,76811	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2006	Vocento
2638	7,87778	7,40	12007	9,39325	0,89	2203	7,69758	2528	7,83518	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2006	Grupo Prisa
7304	8,89618	7,04	36994	10,51851	0,08	6328	8,75274	6292	8,74703	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2006	Repsol
3270	8,09255	12,04	11096	9,31434	0,00	2367	7,76938	2521	7,83241	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2006	Cepsa
1460	7,28619	8,64	2001	7,60140	0,00	1500	7,31322	928	6,83303	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2006	CLH

3622	8,19478	11,17	23901	10,08168	0,19	2497	7,82285	2980	7,99968	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2006	IAG-Iberia
2952	7,99024	-4,98	14512	9,58273	0,06	1976	7,58883	3092	8,03657	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2006	RENFE- Operad.
3738	8,22631	6,08	11616	9,36014	0,75	2217	7,70391	2820	7,94449	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2006	Abertis
4390	8,38708	8,25	9915	9,20180	0,37	2891	7,96936	4199	8,34260	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2006	INDRA
1470	7,29302	2,34	13608	9,51841	0,32	1500	7,31322	612	6,41673	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2006	Abengoa
3696	8,21501	3,87	4604	8,43468	0,37	1941	7,57096	2449	7,80344	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2006	Gamesa
2202	7,69712	2,19	83601	11,33381	0,21	1875	7,53636	500	6,21461	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2006	C. Mondragón
4741	8,46400	2,37	29740	10,30025	0,13	3138	8,05134	4261	8,35726	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	Mapfre
2913	7,97694	13,92	1900	7,54961	0,05	2279	7,73149	3183	8,06558	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	Mutua Madrileña
3400	8,13153	14,48	833	6,72503	0,12	2533	7,83716	3599	8,18841	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	Sanitas Seguros
3760	8,23217	5,08	700	6,55108	0,09	2925	7,98105	1963	7,58223	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	DKV Seguros
7909	8,97576	1,20	111913	11,62548	0,13	5476	8,60813	7753	8,95584	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	BBVA
8408	9,03694	0,99	131819	11,78919	0,16	7837	8,96661	6258	8,74162	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	Santander
8245	9,01736	1,50	28570	10,26011	0,12	5236	8,56331	9999	9,21024	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	CaixaBank
3395	8,13006	1,37	9923	9,20261	0,14	3919	8,27359	4240	8,35232	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	BANESTO
4021	8,29929	1,19	14015	9,54788	0,13	2991	8,00336	3566	8,17920	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	Popular
4385	8,38594	0,45	4530	8,41848	0,15	2624	7,87246	3537	8,17103	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	Bankinter
3273	8,09346	0,49	10234	9,23347	0,21	2818	7,94378	3390	8,12859	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	Sabadell
5041	8,52536	0,01	13612	9,51870	0,22	3513	8,16423	7589	8,93446	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	Bankia
5079	8,53287	6,52	35584	10,47965	0,26	4426	8,39525	2993	8,00403	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	Acciona
3526	8,16792	3,19	90090	11,40856	0,47	3161	8,05864	2002	7,60190	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	FCC
4079	8,31361	5,05	182048	12,11203	0,14	3726	8,22309	1563	7,35436	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	ACS
4751	8,46611	2,51	102447	11,53710	0,14	3905	8,27001	3026	8,01500	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	Ferrovial
3069	8,02911	2,06	18334	9,81651	0,11	2363	7,76769	1198	7,08841	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	Sacyr
10000	9,21034	17,57	79517	11,28373	0,15	10000	9,21034	5484	8,60959	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	Inditex
3287	8,09773	8,73	7786	8,96008	0,08	3060	8,02617	2343	7,75919	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	Mango
6153	8,72470	6,76	60000	11,00210	0,14	5230	8,56217	6160	8,72583	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	Mercadona
9618	9,17139	5,30	97328	11,48584	0,05	7375	8,90585	4194	8,34141	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	El Corte Ingles

3666	8,20686	4,40	50588	10,83147	0,18	2968	7,99564	1914	7,55695	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	Eroski	
7462	8,91758	5,11	23159	10,05014	0,58	5348	8,58448	6030	8,70450	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	Iberdrola
4072	8,31189	7,02	27019	10,20430	-0,13	2995	8,00470	4084	8,31483	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	Endesa
4261	8,35726	6,95	6699	8,80971	-0,02	2769	7,92624	3531	8,16934	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	Gas Natural
3099	8,03883	4,15	1468	7,29166	0,08	2218	7,70436	3572	8,18088	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	REE
3679	8,21040	4,88	11147	9,31911	0,11	2505	7,82604	1265	7,14283	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2007	AGBAR
3134	8,05007	6,72	4741	8,46400	0,02	2274	7,72930	1961	7,58121	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2007	BSH Electrodom.
1800	7,49554	5,08	81983	11,31427	0,12	1800	7,49554	350	5,85793	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2007	Prosegur
3478	8,15421	2,25	15158	9,62628	0,33	2753	7,92045	3561	8,17780	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2007	NH Hoteles
2911	7,97625	4,95	18337	9,81668	0,07	2065	7,63289	1918	7,55904	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2007	Melia Hoteles
2640	7,87853	7,84	5076	8,53228	0,05	2501	7,82445	1974	7,58782	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2007	Vocento
2780	7,93021	3,81	13432	9,50540	0,31	2106	7,65255	1989	7,59539	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2007	Grupo Prisa
8553	9,05404	7,40	37565	10,53383	-0,06	5623	8,63462	6278	8,74481	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2007	Repsol
3761	8,23244	9,45	11632	9,36152	-0,03	2987	8,00202	3248	8,08579	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2007	Cepsa
2851	7,95543	19,60	1679	7,42595	0,03	2113	7,65586	1283	7,15696	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2007	CLH
3730	8,22416	0,99	22515	10,02194	0,01	2960	7,99294	2858	7,95788	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2007	IAG-Iberia
3331	8,11103	-4,06	14338	9,57067	0,04	2385	7,77695	2468	7,81116	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2007	RENFE- Operad.
3738	8,22631	6,08	11616	9,36014	0,75	2217	7,70391	2820	7,94449	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2007	Abertis
4344	8,37655	7,51	23482	10,06399	0,54	2990	8,00303	3338	8,11313	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2007	INDRA
2821	7,94485	2,23	17245	9,75528	0,20	1800	7,49554	2066	7,63337	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2007	Abengoa
3885	8,26488	8,37	6493	8,77848	0,36	2556	7,84620	1648	7,40732	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2007	Gamesa
2606	7,86557	2,45	10731	11,54956	0,13	2243	7,71557	350	5,85793	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2007	C. Mondragón
5319	8,57904	2,58	34603	10,45170	0,21	3332	8,11133	5375	8,58951	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2008	Mapfre
3857	8,25764	8,52	1927	7,56372	-0,04	2726	7,91059	4252	8,35514	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2008	Mutua Madrileña
3980	8,28904	16,70	994	6,90174	0,08	2618	7,87017	5330	8,58111	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2008	Sanitas Seguros
3926	8,27538	4,40	801	6,68586	0,06	3204	8,07216	400	5,99146	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2008	DKV Seguros
7430	8,91328	1,27	109609	11,60467	0,22	5991	8,69801	8862	9,08953	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2008	BBVA
8851	9,08829	1,05	170961	12,04919	0,14	9341	9,14217	8778	9,08000	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2008	Santander

8224	9,01481	1,05	29676	10,29809	0,10	6124	8,71997	10000	9,21034	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2008	CaixaBank
3830	8,25062	0,68	9718	9,18174	0,08	3806	8,24433	3008	8,00903	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2008	BANESTO
3675	8,20931	1,24	14053	9,55059	0,56	2925	7,98105	3182	8,06527	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2008	Popular
3703	8,21690	0,72	4483	8,40805	0,11	2595	7,86134	3138	8,05134	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2008	Bankinter
3261	8,08979	1,02	9929	9,20322	0,01	2528	7,83518	2691	7,89767	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2008	Sabadell
4859	8,48859	0,016	1404	9,57526	-0,03	3489	8,15737	7734	8,95338	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2008	Bankia
4511	8,41427	2,87	34562	10,45051	-0,10	4227	8,34925	4841	8,48488	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2008	Acciona
3542	8,17245	3,87	93863	11,44959	-0,01	3211	8,07434	2327	7,75234	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2008	FCC
3791	8,24039	3,17	138117	11,83586	-0,04	3751	8,22978	3200	8,07091	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2008	ACS
4420	8,39389	1,62	107339	11,58375	-0,03	3896	8,26771	3074	8,03073	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2008	Ferrovial
1800	7,49554	3,19	20711	9,93842	0,04	1800	7,49554	400	5,99146	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2008	Sacyr
10000	9,21034	17,69	89112	11,39765	0,10	10000	9,21034	6436	8,76966	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2008	Inditex
3737	8,22604	7,35	8425	9,03896	0,07	3240	8,08333	1939	7,56993	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2008	Mango
7423	8,91234	8,75	61500	11,02679	0,10	5975	8,69534	7616	8,93801	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2008	Mercadona
8930	9,09717	4,57	97389	11,48647	-0,04	6927	8,84318	6082	8,71309	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2008	El Corte Ingles
3745	8,22818	3,00	52705	10,87247	0,19	2668	7,88908	2428	7,79482	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2008	Eroski
8200	9,01189	3,54	28096	10,24338	0,44	6566	8,78966	9179	9,12467	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2008	Iberdrola
3828	8,25010	5,95	26587	10,18818	0,26	2548	7,84306	4994	8,51599	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2008	Endesa
4495	8,41072	6,84	6842	8,83084	0,34	3138	8,05134	3535	8,17047	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2008	Gas Natural
3526	8,16792	4,57	1594	7,37400	0,09	2640	7,87853	4138	8,32797	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2008	REE
3825	8,24931	8,11	9472	9,15610	0,08	2562	7,84854	1679	7,42595	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2008	AGBAR
3519	8,16593	3,70	4365	8,38137	-0,10	2518	7,83122	1452	7,28070	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2008	BSH Electrodom.
1800	7,49554	7,29	86375	11,36645	0,11	1800	7,49554	400	5,99146	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2008	Prosegur
3784	8,23854	2,99	15174	9,62734	0,01	2772	7,92732	4945	8,50613	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2008	NH Hoteles
3358	8,11910	5,72	7114	8,86982	-0,06	2433	7,79688	2598	7,86250	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2008	Melia Hoteles
2528	7,83518	7,66	5276	8,57092	-0,07	3038	8,01895	664	6,49828	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2008	Vocento
2103	7,65112	4,01	15195	9,62872	0,08	2272	7,72842	1890	7,54433	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2008	Grupo Prisa
8275	9,02099	7,11	36302	10,49963	0,12	6594	8,79392	7736	8,95364	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2008	Repsol

3605	8,19008	8,10	11809	9,37662	0,20	2263	7,72445	2833	7,94909	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2008	Cepsa
3014	8,01102	15,80	1787	7,48829	0,03	2498	7,82325	2387	7,77779	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2008	CLH
3395	8,13006	5,43	21578	9,97943	-0,01	2947	7,98854	2902	7,97316	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2008	IAG-Iberia
4125	8,32482	-3,70	14287	9,56711	0,19	2852	7,95578	3725	8,22282	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2008	RENFE- Operad.
4100	8,31874	3,62	13089	9,47953	0,01	2620	7,87093	2546	7,84228	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2008	Abertis
4835	8,48364	6,52	24805	10,11880	0,09	3933	8,27716	3810	8,24538	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2008	INDRA
3283	8,09651	1,66	21810	9,99012	0,14	2493	7,82124	3854	8,25687	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2008	Abengoa
4210	8,34522	5,10	7187	8,88003	0,17	2871	7,96242	2402	7,78406	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2008	Gamesa
2303	7,74197	2,41	92773	11,43791	0,02	2019	7,61036	400	5,99146	0	1	Año 2008	C. Mondragón									
5666	8,64224	2,38	34226	10,44074	0,07	3521	8,16650	4594	8,43251	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	Mapfre
4175	8,33687	6,36	1875	7,53633	-0,04	2684	7,89506	4252	8,35514	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	Mutua Madrileña
4255	8,35585	18,61	939	6,84482	0,06	2356	7,76472	4253	8,35538	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	Sanitas Seguros
4211	8,34546	3,59	1560	7,35244	0,24	2727	7,91096	300	5,70378	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	DKV Seguros
8173	9,00859	0,99	103721	11,54946	0,09	5349	8,58466	8295	9,02341	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	BBVA
9896	9,19989	0,88	169460	12,04037	0,30	10000	9,21034	9154	9,12195	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	Santander
9066	9,11229	0,99	29707	10,29914	-0,18	5863	8,67642	9265	9,13400	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	CaixaBank
4074	8,31238	0,64	8905	9,09437	0,07	3804	8,24381	2042	7,62168	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	BANESTO
3774	8,23589	1,00	14331	9,57018	0,10	2560	7,84776	2874	7,96346	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	Popular
4216	8,34664	0,47	4509	8,41383	0,18	2325	7,75148	3308	8,10410	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	Bankinter
3659	8,20495	0,83	9466	9,15546	-0,01	2338	7,75705	2598	7,86250	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	Sabadell
4677	8,45041	0,02	14910	9,60978	0,11	2625	7,87284	6106	8,71703	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	Bankia
5190	8,55449	1,17	33114	10,40771	-0,10	4454	8,40156	5384	8,59119	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	Acciona
3753	8,23031	1,90	93666	11,44749	-0,10	2823	7,94556	2211	7,70120	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	FCC
4352	8,37839	3,54	137015	11,82785	0,01	4607	8,43533	2711	7,90507	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	ACS
4787	8,47366	-3,42	108117	11,59097	-0,15	3796	8,24170	3425	8,13886	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	Ferrovial
9856	9,19584	16,22	92301	11,43281	0,06	9957	9,20603	6222	8,73585	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	Inditex
3523	8,16707	7,39	8662	9,06670	0,04	3432	8,14090	1741	7,46221	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	Mango
7326	8,89918	7,40	61500	11,02679	0,01	5503	8,61305	8354	9,03050	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	Mercadona

7816	8,96393	2,17	90240	11,41023	-0,06	6278	8,74481	6930	8,84362	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	El Corte Ingles		
3553	8,17555	-1,38	47539	10,76931	-0,07	1800	7,49554	936	6,84162	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	Eroski	
8855	9,08874	3,45	32424	10,38665	0,02	6365	8,75857	8336	9,02834	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	Iberdrola	
4254	8,35561	5,51	26305	10,17751	0,12	2389	7,77863	4780	8,47220	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	Endesa	
5013	8,51979	6,24	19803	9,89359	0,09	2998	8,00570	3621	8,19451	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	Gas Natural	
3986	8,29054	4,92	1879	7,53849	0,06	2589	7,85903	3686	8,21230	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	REE	
4319	8,37078	5,87	11018	9,30729	-0,39	2587	7,85825	1756	7,47079	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2009	AGBAR	
4121	8,32385	9,19	4073	8,31214	-0,14	2409	7,78697	3026	8,01500	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2009	BSH Electrodom.	
1800	7,49554	8,73	94907	11,46065	0,04	2208	7,69984	300	5,70378	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2009	Prosegur	
4176	8,33711	0,15	13907	9,54015	-0,21	2258	7,72223	4412	8,39208	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2009	NH Hoteles	
3743	8,22764	1,84	18637	9,83290	-0,11	2301	7,74110	2624	7,87246	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2009	Melia Hoteles	
2921	7,97968	2,85	4622	8,43858	-0,13	3025	8,01467	300	5,70378	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2009	Vocento	
1800	7,49554	1,55	14987	9,61494	-0,20	1800	7,49554	300	5,70378	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2009	Grupo Prisa	
8447	9,04157	5,46	41014	10,62167	-0,22	6349	8,75605	6748	8,81700	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2009	Repsol	
3776	8,23642	3,01	11943	9,38790	-0,30	2378	7,77402	2784	7,93164	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2009	Cepsa	
3448	8,14555	8,86	1678	7,42536	0,00	2423	7,79276	1738	7,46049	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2009	CLH	
3548	8,17414	0,56	20435	9,92500	-0,20	2534	7,83755	3221	8,07745	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2009	IAG-Iberia	
4490	8,40961	-2,51	13900	9,53964	-0,03	2276	7,73017	4142	8,32893	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2009	RENFE- Operad.
4406	8,39072	2,78	13851	9,53611	0,04	2753	7,92045	1948	7,57456	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2009	Abertis
4820	8,48053	7,55	26175	10,17256	0,05	3546	8,17358	2811	7,94130	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2009	INDRA
4129	8,32579	1,68	24015	10,08643	0,12	2803	7,93845	3452	8,14671	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2009	Abengoa
3657	8,20440	6,74	6721	8,81299	-0,17	2383	7,77612	1762	7,47420	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2009	Gamesa
2000	7,60090	0,21	85066	11,35118	-0,12	2307	7,74370	677	6,51767	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2009	C. Mondragón
7269	8,89137	2,40	36704	10,51064	0,09	5265	8,56884	6712	8,81165	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2010	Mapfre	
6122	8,71964	3,11	1968	7,58477	0,02	4477	8,40671	6854	8,83259	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2010	Mutua Madrileña	
5942	8,68980	15,89	1005	6,91274	0,02	3510	8,16337	6604	8,79543	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2010	Sanitas Seguros	
5635	8,63675	2,56	1638	7,40123	0,13	4525	8,41737	4765	8,46905	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2010	DKV Seguros	
8064	8,99516	0,85	119976	11,69505	0,01	5725	8,65260	8308	9,02497	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2010	BBVA	

10000	9,21034	0,84	178869	12,09441	0,04	10000	9,21034	8717	9,07303	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2010	Santander
8885	9,09212	0,67	28210	10,24743	0,21	7226	8,88544	7656	8,94324	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2010	CaixaBank
4708	8,45702	0,44	8855	9,08874	-0,04	5009	8,51899	4333	8,37402	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2010	BANESTO
5171	8,55082	0,60	14252	9,56465	-0,17	3713	8,21960	5566	8,62443	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2010	Popular
5342	8,58336	0,46	4543	8,42134	-0,12	3998	8,29355	5351	8,58504	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2010	Bankinter
5279	8,57149	0,63	10777	9,28517	0,05	3857	8,25764	5212	8,55872	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2010	Sabadell
5623	8,63462	0,01	14910	9,60978	-0,24	4975	8,51218	4679	8,45084	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	Año 2010	Bankia
6716	8,81225	6,31	31687	10,36366	-0,04	5627	8,63533	6363	8,75826	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2010	Acciona
5791	8,66406	1,57	92293	11,43272	-0,07	4579	8,42924	5278	8,57130	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2010	FCC
5688	8,64611	6,30	138542	11,83893	0,00	5732	8,65382	4981	8,51339	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2010	ACS
5951	8,69131	-1,13	100995	11,52283	-0,23	4593	8,43229	5089	8,53484	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2010	Ferrovial
9405	9,14900	17,00	100138	11,51430	0,13	9112	9,11735	10000	9,21034	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2010	Inditex
5046	8,52635	7,49	9775	9,18758	0,10	5010	8,51919	4886	8,49413	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2010	Mango
8878	9,09133	5,92	63500	11,05880	-0,01	7392	8,90815	9775	9,18758	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2010	Mercadona
7554	8,92983	1,80	102699	11,53956	0,01	6068	8,71078	7037	8,85894	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2010	El Corte Ingles
3099	8,03883	-1,11	43015	10,66930	-0,09	2800	7,93737	4335	8,37448	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2010	Eroski
8626	9,06254	4,50	29641	10,29691	0,17	6915	8,84145	9360	9,14420	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2010	Iberdrola
6149	8,72404	7,24	24732	10,11585	0,21	4137	8,32773	6544	8,78630	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2010	Endesa
6032	8,70483	3,07	18778	9,84044	0,32	4331	8,37355	6324	8,75211	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2010	Gas Natural
5943	8,68997	5,32	1763	7,47477	0,16	4668	8,44849	6592	8,79361	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2010	REE
5248	8,56560	4,95	10061	9,21642	0,03	3008	8,00903	4716	8,45872	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2010	AGBAR
4723	8,46020	4,88	4055	8,30771	0,06	3395	8,13006	4600	8,43381	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2010	BSH Electrodom.
4664	8,44763	9,40	102855	11,54108	0,17	2800	7,93737	4957	8,50856	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2010	Prosegur
6287	8,74624	-3,81	14711	9,59635	0,07	3478	8,15421	6714	8,81195	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2010	NH Hoteles
5937	8,68896	1,37	16824	9,73056	0,08	3120	8,04559	5170	8,55063	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2010	Melia Hoteles
2966	7,99497	1,11	3983	8,28979	-0,04	4580	8,42945	3100	8,03916	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2010	Vocento
2800	7,93737	0,79	13885	9,53856	-0,17	2800	7,93737	3100	8,03916	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2010	Grupo Prisa
8942	9,09851	3,00	43298	10,67586	0,17	6950	8,84650	8342	9,02906	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2010	Repsol

5372	8,58896	3,77	12046	9,39649	0,22	3780	8,23748	5406	8,59526	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2010	Cepsa
5268	8,56941	9,32	1673	7,42237	0,09	3659	8,20495	5373	8,58914	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2010	CLH
5476	8,60813	-5,41	19877	9,89732	0,10	5204	8,55718	5324	8,57998	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2010	IAG-Iberia
6091	8,71457	-1,06	16833	9,53481	0,02	3765	8,23350	6351	8,75637	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2010	RENFE- Operad.
5904	8,68339	3,55	13289	9,49469	0,00	3776	8,23642	4506	8,41317	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2010	Abertis
6009	8,70101	7,31	28608	10,26144	0,01	4493	8,41028	5987	8,69735	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2010	INDRA
5620	8,63409	1,63	20445	9,92549	0,17	4212	8,34569	6284	8,74576	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2010	Abengoa
5564	8,62407	2,32	6733	8,81478	0,01	4493	8,41028	4694	8,45404	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2010	Gamesa
4927	8,50249	0,18	83589	9,92549	0,17	4212	8,34569	4371	8,38275	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2010	C. Mondragón
7526	8,92612	2,18	34390	10,44552	0,15	4105	8,31996	5839	8,67231	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	Mapfre
6750	8,81730	3,11	1040	6,94698	0,03	4553	8,42354	5878	8,67897	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	Mutua Madrileña
5844	8,67317	15,44	1092	6,99577	0,02	3833	8,25140	4617	8,43750	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	Sanitas Seguros
5562	8,62371	2,87	1680	7,41457	-0,61	4019	8,29879	4438	8,39796	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	DKV Seguros
7381	8,90666	0,90	110645	11,61408	-0,02	5716	8,65102	6788	8,82291	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	BBVA
8937	9,09796	0,74	193349	12,17225	0,04	10000	9,21034	8020	8,98969	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	Santander
8348	9,02978	0,59	28766	10,26695	-0,03	8042	8,99243	5876	8,67863	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	CaixaBank
4483	8,40805	0,38	8613	9,06103	-0,11	3898	8,26822	4152	8,33135	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	BANESTO
4769	8,46989	0,45	14062	9,55123	-0,12	3884	8,26462	4766	8,46926	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	Popular
5093	8,53562	0,27	4210	8,34522	0,00	4413	8,39231	5325	8,58017	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	Bankinter
5275	8,57073	0,39	10675	9,27566	0,07	4237	8,35161	4673	8,44956	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	Sabadell
4548	8,42244	0,00	20743	9,93996	0,38	5370	8,58858	4610	8,43598	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	Bankia
6855	8,83273	0,89	31859	10,36908	0,06	5241	8,56427	556	6,32077	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	Acciona
5688	8,64611	0,01	91291	11,42181	-0,02	4339	8,37540	4516	8,41538	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	FCC
5582	8,62730	3,31	162923	12,00103	0,15	5809	8,66716	4174	8,33663	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	ACS
5535	8,61885	0,05	58197	10,97159	-0,21	4526	8,41759	3949	8,28122	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	Ferrovial
10000	9,21034	17,70	109512	11,60379	0,10	9807	9,19085	10000	9,21034	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	Inditex
5337	8,58242	4,67	11267	9,32963	0,11	5459	8,60502	3992	8,29205	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	Mango
9969	9,20724	7,86	70000	11,15625	0,17	9090	9,11493	9470	9,15588	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	Mercadona

7827	8,96533	1,77	99323	11,50613	-0,04	6273	8,74401	5897	8,68220	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	El Corte Ingles	
5511	8,61450	-1,37	41834	10,64146	-0,05	2800	7,93737	4340	8,37563	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	Eroski
8418	9,03813	3,13	32809	10,39846	0,04	7337	8,90069	7353	8,90286	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	Iberdrola
6738	8,81552	8,17	23877	10,03789	0,05	4529	8,41826	5229	8,56198	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	Endesa
6475	8,77570	3,12	17769	9,78521	0,07	4155	8,33207	5408	8,59563	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	Gas Natural
6132	8,72128	4,71	1776	7,48212	0,17	4013	8,29729	5230	8,56217	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	REE
5156	8,54792	4,74	10249	9,23494	0,00	2800	7,93737	4293	8,36474	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2011	AGBAR
2800	7,93737	12,74	3777	8,23669	0,04	2800	7,93737	2800	7,93737	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2011	BSH Electrodom.
5175	8,55159	8,09	118285	11,68085	0,09	2800	7,93737	4638	8,44204	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2011	Prosegur
6033	8,70500	-1,43	14689	9,59485	0,03	2800	7,93737	5515	8,61523	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2011	NH Hoteles
5914	8,68508	1,53	17879	9,79138	0,06	4118	8,32312	4860	8,48879	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2011	Melia Hoteles
3011	8,01003	-0,28	3709	8,21852	-0,04	2800	7,93737	3441	8,14352	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2011	Vocento
3000	8,00637	-0,42	13159	9,48486	-0,02	2800	7,93737	3679	8,21040	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2011	Grupo Prisa
8999	9,10487	5,67	46575	10,74882	0,12	7650	8,94246	6875	8,83565	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2011	Repsol
4980	8,51319	5,63	12006	9,39316	0,11	3860	8,25842	3991	8,29180	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2011	Cepsa
5339	8,58279	7,73	1712	7,44542	0,05	3862	8,25894	4817	8,47991	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2011	CLH
5056	8,52833	1,48	56791	10,94713	-0,06	4478	8,40693	4785	8,47324	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2011	IAG-Iberia
6156	8,72518	0,21	13848	9,53590	0,04	3796	8,24170	4928	8,50269	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2011	RENFE- Operad.
5971	8,69467	2,93	11556	9,35496	0,00	4195	8,34165	5060	8,52912	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2011	Abertis
6127	8,72046	6,33	35730	10,48375	0,05	4106	8,32020	5369	8,58840	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2011	INDRA
6070	8,71111	1,55	24605	10,11070	0,45	4159	8,33303	5840	8,67249	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2011	Abengoa
5745	8,65609	1,01	8018	8,98944	0,10	3864	8,25946	4327	8,37263	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2011	Gamesa
5649	8,63923	0,53	83561	11,33333	0,00	4088	8,31581	4117	8,32288	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2011	C. Mondragón
7366	8,90463	2,22	35586	10,47971	0,04	4402	8,38981	5944	8,69014	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	Mapfre
6336	8,75400	2,75	5607	8,63177	0,47	4624	8,43902	6117	8,71883	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	Mutua Madrileña
5758	8,65835	16,07	1097	7,00033	0,03	3973	8,28728	5830	8,67077	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	Sanitas Seguros
5400	8,59415	5,26	1657	7,41276	0,02	4170	8,33567	4519	8,41605	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	DKV Seguros
7539	8,92784	0,59	115852	11,66007	0,09	6231	8,73729	7151	8,87501	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	BBVA

8859	9,08919	0,58	186763	12,13760	0,01	9164	9,12304	7507	8,92359	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	Santander	
7063	8,86263	0,50	29447	10,29035	0,03	6618	8,79755	5890	8,68101	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	CaixaBank
4483	8,40805	0,39	8745	9,07624	-0,02	3898	8,26822	4152	8,33135	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	BANESTO
5152	8,54714	0,11	16501	9,71118	0,26	4363	8,38092	4389	8,38686	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	Popular
5014	8,51999	0,36	4252	8,35514	0,00	4724	8,46041	4745	8,46485	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	Bankinter
5149	8,54656	0,30	13933	9,54202	0,18	4376	8,38389	5237	8,56350	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	Sabadell
2800	7,93737	-0,01	20743	9,93996	0,03	3051	8,02322	2800	7,93737	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	Bankia
6978	8,85052	0,83	32905	10,40138	0,05	5363	8,58728	5632	8,63622	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	Acciona
5204	8,55718	0,01	81959	11,31397	-0,04	4253	8,35538	4808	8,47804	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	FCC
5002	8,51759	3,49	164342	12,00970	0,35	5233	8,56274	4191	8,34069	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	ACS
5882	8,67965	2,30	55159	10,91798	0,03	4758	8,46758	4283	8,36241	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	Ferrovial
10000	9,21034	17,74	120314	11,69786	0,15	10000	9,21034	10000	9,21034	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	Inditex
5248	8,56560	17,70	12111	9,40187	0,20	5295	8,57452	4074	8,31238	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	Mango
9828	9,19299	8,19	74000	11,21182	0,07	8155	9,00639	9233	9,13054	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	Mercadona
6802	8,82497	8,10	96678	11,47914	-0,08	6924	8,84275	5249	8,56579	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	El Corte Ingles
4926	8,50228	-0,76	39862	10,56777	-0,07	2800	7,93737	4495	8,41072	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	Eroski
8269	9,02027	2,99	31338	10,35259	0,08	6591	8,79346	7325	8,89905	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	Iberdrola
6346	8,75558	5,14	22807	10,03482	0,04	4569	8,42705	5470	8,60703	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	Endesa
6435	8,76951	2,84	15959	9,67778	0,18	4363	8,38092	5936	8,68879	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	Gas Natural
5414	8,59674	5,24	1739	7,46107	0,07	2800	7,93737	5429	8,59951	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	REE
5064	8,52991	4,74	10227	9,23766	-0,43	2800	7,93737	4334	8,37425	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2012	AGBAR
2800	7,93737	15,35	3967	8,28577	-0,05	2800	7,93737	2800	7,93737	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2012	BSH Electrodom.
5299	8,57527	7,62	148579	11,90887	0,30	2800	7,93737	4815	8,47949	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2012	Prosegur
5154	8,54753	-2,51	13795	9,53206	-0,05	2800	7,93737	5525	8,61704	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2012	NH Hoteles
5855	8,67505	-0,27	165110	12,01437	0,02	4255	8,35585	4922	8,50147	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2012	Melia Hoteles
2800	7,93737	-5,39	3383	8,12652	-0,24	2800	7,93737	2800	7,93737	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2012	Vocento
3360	8,11970	-5,41	12191	9,40845	-0,02	3801	8,24302	2800	7,93737	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2012	Grupo Prisa
8401	9,03611	3,09	29985	10,30845	-0,05	6318	8,75116	7750	8,95545	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2012	Repsol

4860	8,48879	3,58	11743	9,37101	0,08	3438	8,14265	2800	7,93737	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2012	Cepsa
5378	8,59007	5,21	1595	7,37463	-0,05	3998	8,29355	5029	8,52298	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2012	CLH
3675	8,20931	-1,01	19104	9,85765	0,04	3951	8,28172	4010	8,29655	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2012	IAG-Iberia
5430	8,59969	-0,01	13900	9,53964	-0,02	2800	7,93737	4771	8,47031	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2012	RENFE- Operad.
5641	8,63782	0,00	11331	9,33530	0,03	4475	8,40626	5049	8,52695	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2012	Abertis
6658	8,80357	5,13	36935	10,51691	0,09	4338	8,37517	5437	8,60098	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2012	INDRA
5299	8,57527	4,93	26141	10,17126	0,09	4499	8,41161	5873	8,67812	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2012	Abengoa
5385	8,59137	0,90	7645	8,94181	-0,12	2800	7,93737	4441	8,39863	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2012	Gamesa
5280	8,57168	0,38	80321	11,29379	-0,07	4155	8,33207	4190	8,34046	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2012	C. Mondragón
7212	8,88350	1,689	36280	10,49900	-0,01	4249	8,35444	6325	8,75227	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2013	Mapfre
6555	8,78798	3,063	6367	8,75888	-0,05	4489	8,40939	5409	8,59582	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2013	Mutua Madrileña
5748	8,65661	5,054	2000	7,43838	-0,02	3745	8,22818	5802	8,66596	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2013	DKV Seguros
8063	8,99504	0,364	109305	11,60189	-0,05	6681	8,80702	7450	8,91597	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2013	BBVA
8815	9,08421	0,233	186540	12,13640	-0,11	10000	9,21034	6849	8,83186	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2013	Santander
7202	8,88211	0,065	31948	10,37186	-0,06	7603	8,93630	8500	9,04782	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2013	CaixaBank
5183	8,55314	-1,560	5183	9,68203	-0,06	3995	8,29280	4269	8,35913	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2013	Popular
5450	8,60337	0,213	3172	8,06211	0,06	5260	8,56789	5285	8,57263	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2013	Bankinter
5975	8,69534	0,059	14823	9,56682	0,29	4918	8,50066	5372	8,58896	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2013	Sabadell
2800	7,93737	-6,790	18250	9,81192	0,00	4371	8,38275	2800	7,93737	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2013	Bankia
6420	8,76717	0,928	32982	10,40371	0,53	5486	8,60995	6936	8,84448	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2013	Acciona
5182	8,55295	-5,536	79568	10,12547	-0,40	4144	8,32942	4709	8,45723	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2013	FCC
4922	8,50147	3,241	164750	12,0122	-0,09	5176	8,55179	4311	8,36893	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2013	ACS
4858	8,48838	2,825	66988	11,0987	0,06	4420	8,39389	5173	8,55121	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2013	Ferrovial
10000	9,21034	18,363	128313	11,7622	0,05	9505	9,15957	10000	9,21034	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2013	Inditex
5015	8,52019	5,297	18456	9,50718	0,09	4957	8,50856	3721	8,22175	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2013	Mango
9739	9,18389	8,087	74000	11,2118	0,04	9801	9,19024	9707	9,18060	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2013	Mercadona
5910	8,68440	0,899	80875	11,3104	-0,03	5276	8,57092	4097	8,31801	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2013	El Corte Ingles
4589	8,43142	-2,281	37669	10,5366	-0,06	2800	7,93737	4591	8,43185	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2013	Eroski

7652	8,94272	2,877	30678	10,3313	-0,10	6265	8,74273	9268	9,13432	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2013	Iberdrola
5609	8,63213	4,714	22995	10,043	0,00	3540	8,17188	5835	8,67163	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2013	Endesa
6408	8,76530	3,534	14982	9,6146	0,01	3949	8,28122	6293	8,74719	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2013	Gas Natural
5394	8,59304	5,405	1718	7,44892	0,00	2800	7,93737	5706	8,64927	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2013	REE
5494	8,61141	4,688	1200	7,09007	0,08	2800	7,93737	5000	8,51719	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2013	ENAGAS
2800	7,93737	22,403	3843	8,254	0,07	2800	7,93737	2800	7,93737	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2013	BSH Electrodom.
5547	8,62101	5,927	154540	11,9482	0,00	3642	8,20029	3778	8,23695	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2013	Prosegur
5843	8,67300	-12,069	13394	9,50256	-0,02	2800	7,93737	5200	8,55641	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2013	NH Hoteles
5931	8,68795	1,182	18370	9,81847	-0,01	3778	8,23695	4029	8,30127	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2013	Melia Hoteles
2800	7,93737	-5,933	2885	7,96728	-0,12	2800	7,93737	2800	7,93737	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2013	Vocento
3721	8,22175	4,411	11133	9,31767	0,02	3353	8,11761	2800	7,93737	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2013	Grupo Prisa
8321	9,02654	3,173	30296	10,3188	-0,03	6365	8,75857	8392	9,03503	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2013	Repsol
4741	8,46400	4,498	11069	9,31199	-0,06	3016	8,01169	3354	8,11791	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2013	Cepsa
5593	8,62927	7,790	1405	7,24779	-0,03	3224	8,07838	4121	8,32385	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2013	CLH
5608	8,63195	-3,667	60089	11,0036	0,02	3503	8,16138	5078	8,53267	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2013	IAG-Iberia
5486	8,60995	-0,691	14985	9,6148	0,04	2800	7,93737	4131	8,32627	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2013	RENFE- Operad.
5781	8,66233	3,723	17934	9,79445	0,26	4257	8,35632	5001	8,51739	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2013	Abertis
6476	8,77586	3,382	38784	10,56175	-0,01	2800	7,93737	5718	8,65137	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2013	INDRA
4760	8,46800	0,521	24753	10,11710	0,14	3702	8,21663	4532	8,41892	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2013	Abengoa
4165	8,33447	0,051	7593	8,93498	0,07	3505	8,16194	2800	7,93737	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2013	Técnicas Reunidas
5361	8,58691	-12,964	6278	8,74480	-0,13	2800	7,93737	5614	8,63302	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2013	Gamesa
7300	8,89563	2,092	37053	10,5322	0,02	4489	8,40939	7513	8,92439	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2014	Mapfre
7011	8,85524	3,069	6647	8,80192	0,06	4658	8,44634	7361	8,90395	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2014	Mutua Madrileña
6172	8,72778	4,257	1717	7,47647	0,05	4079	8,31361	7378	8,90626	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2014	DKV Seguros
8121	9,00221	0,486	108770	11,597	-0,01	6769	8,82011	7600	8,93590	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2014	BBVA
8789	9,08126	0,477	183938	12,1303	0,07	8285	9,02220	7180	8,87905	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2014	Santander
7352	8,90273	0,092	31210	10,3485	0,09	7060	8,86220	8717	9,07303	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2014	CaixaBank
5552	8,62191	0,173	5552	9,63697	0,09	3916	8,27283	5265	8,56884	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2014	Popular

5766	8,65973	0,344	3442	8,03203	0,08	5462	8,60557	5733	8,65399	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2014	Bankinter
6205	8,73311	0,102	16041	9,6829	0,25	4362	8,38069	5656	8,64047	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2014	Sabadell
2800	7,93737	0,200	14805	9,60272	0,00	4443	8,39909	2800	7,93737	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2014	Bankia
6245	8,73954	-12,925	33559	10,4037	0,03	5298	8,57508	6912	8,84101	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2014	Acciona
4904	8,49781	-9,787	63422	10,1149	-0,07	3756	8,23111	4103	8,31947	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2014	FCC
4922	8,50147	3,133	217908	12,2918	-0,01	5547	8,62101	4178	8,33759	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2014	ACS
4465	8,40402	2,554	67088	11,1431	-0,08	4624	8,43902	5184	8,55333	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2014	Ferrovial
10000	9,21034	17,308	137054	11,8281	0,08	9423	9,15091	9236	9,13086	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2014	Inditex
4983	8,51379	4,312	15793	9,66732	0,09	4848	8,48632	4649	8,44441	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2014	Mango
9297	9,13745	7,902	74000	11,2118	0,08	10000	9,21034	9400	9,14846	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2014	Mercadona
6519	8,78248	0,647	91437	11,3007	0,02	4029	8,30127	5209	8,55814	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2014	El Corte Ingles
5038	8,52476	-2,051	35969	10,4902	-0,03	2800	7,93737	5850	8,67420	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2014	Eroski
7758	8,95648	2,827	28021	10,3313	-0,10	6342	8,75495	8461	9,04322	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2014	Iberdrola
5535	8,61885	5,212	10500	9,25913	0,00	3792	8,24065	5551	8,62173	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2014	Endesa
6472	8,77524	3,702	21961	9,99702	0,01	3885	8,26488	6446	8,77122	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2014	Gas Natural
5574	8,62587	5,626	1737	7,45991	0,05	3013	8,01069	6082	8,71309	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2014	REE
5563	8,62389	5,603	1165	7,06047	-0,06	3000	8,00637	5419	8,59767	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2014	ENAGAS
2800	7,93737	18,800	4064	8,30992	0,60	2800	7,93737	2800	7,93737	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2014	BSH Electrodom.
5933	8,68829	5,350	159208	11,978	0,02	3708	8,21825	4396	8,38845	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2014	Prosegur
6153	8,72470	-2,158	12709	9,45006	-0,01	2800	7,93737	6368	8,75904	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2014	NH Hoteles
6638	8,80057	-2,104	19514	9,87888	0,10	3830	8,25062	6513	8,78156	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2014	Melia Hoteles
2800	7,93737	-1,484	2820	7,94449	-0,07	2800	7,93737	2800	7,93737	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2014	Vocento
3695	8,21474	-15,351	10198	9,22994	-0,48	3478	8,15421	3258	8,08887	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2014	Grupo Prisa
8473	9,04464	2,996	24167	10,0927	-0,19	6696	8,80927	8322	9,02666	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2014	Repsol
4501	8,41205	4,229	10804	9,28767	-0,06	2800	7,93737	4078	8,31336	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2014	Cepsa
5506	8,61359	8,208	1414	7,25417	0,00	3337	8,11283	4736	8,46295	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2014	CLH
6084	8,71342	0,707	59484	10,9935	0,08	3386	8,12740	5234	8,56293	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2014	IAG-Iberia
5829	8,67060	-0,283	14595	9,6148	0,05	2800	7,93737	5749	8,65678	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2014	RENFE- Operad.

5504	8,61323	2,655	16749	9,72609	0,09	4162	8,33375	5945	8,69031	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2014	Abertis
6054	8,70847	3,002	38547	10,5596	0,00	3878	8,26307	5582	8,62730	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2014	INDRA
5355	8,58579	0,520	24322	10,0991	-0,02	3766	8,23377	5726	8,65277	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2014	Abengoa
4243	8,35303	5,410	8231	9,01566	0,10	3569	8,18004	4314	8,36962	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2014	Técnicas Reunidas
5451	8,60355	0,945	6241	8,73889	0,22	2800	7,93737	5638	8,63728	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2014	Gamesa
7395	8,90856	1,967	38466	10,5575	0,00	4734	8,46253	8170	9,00822	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2015	Mapfre
6920	8,84217	3,162	6424	8,76779	0,05	4742	8,46421	7413	8,91099	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2015	Mutua Madrileña
5820	8,66906	3,902	1722	7,45124	-0,03	4263	8,35773	7079	8,86489	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2015	DKV Seguros
8104	9,00011	0,487	124196	11,7296	0,37	7543	8,92838	7958	8,98193	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2015	BBVA
8209	9,01299	0,392	189464	12,152	0,08	9554	9,16472	7148	8,87459	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2015	Santander
7719	8,95144	0,183	32242	10,381	0,11	8060	8,99467	8759	9,07784	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2015	CaixaBank
5551	8,62173	0,204	5551	9,62105	-0,12	4338	8,37517	6220	8,73553	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2015	Popular
6239	8,73858	0,479	3553	8,17554	0,08	5973	8,69500	6398	8,76374	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2015	Bankinter
6446	8,77122	0,230	16869	9,73323	0,14	4955	8,50815	6288	8,74640	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2015	Sabadell
4779	8,47199	0,329	14058	9,55094	-0,05	6431	8,76889	4815	8,47949	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2015	Bankia
5807	8,66682	1,282	32147	10,37807	0,00	4701	8,45553	6873	8,83536	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2015	Acciona
4622	8,43858	-5,227	57161	10,07664	0,02	4055	8,30771	4192	8,34093	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2015	FCC
4755	8,46695	2,361	173750	12,21012	0,00	5496	8,61178	4599	8,43359	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2015	ACS
4218	8,34712	1,381	74032	11,18141	0,10	4714	8,45829	4910	8,49903	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2015	Ferrovial
10000	9,21034	16,323	152864	11,93723	0,15	9621	9,17170	8652	9,06555	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2015	Inditex
5096	8,53621	3,717	16623	9,71855	0,05	5398	8,59378	4881	8,49311	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2015	Mango
9071	9,11284	7,691	75000	11,21182	0,03	10000	9,21034	9512	9,16031	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2015	Mercadona
6509	8,78094	0,620	91390	11,30133	-0,01	5159	8,54850	6422	8,76748	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2015	El Corte Ingles
5135	8,54384	-5,971	34894	10,46007	-0,01	2800	7,93737	6449	8,77168	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2015	Eroski
7613	8,93761	2,521	27169	10,20983	0,04	6790	8,82321	8157	9,00663	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2015	Iberdrola
4996	8,51639	12,991	10000	6,99393	-0,06	3866	8,25998	5382	8,59082	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2015	Endesa
6804	8,82527	3,294	21542	9,90043	0,05	4101	8,31899	6894	8,83841	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2015	Gas Natural
5805	8,66647	6,810	1755	7,47022	0,00	3720	8,22148	6245	8,73954	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2015	REE

3011	8,01003	5,278	1274	7,14991	-0,01	3500	8,16052	5419	8,59767	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2015	ENAGAS	
2800	7,93737	6,743	3996	8,29304	0,16	2800	7,93737	2800	7,93737	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2015	BSH Electrodom.
5672	8,64330	5,245	161822	11,95207	0,04	4018	8,29854	5274	8,57054	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2015	Prosegur
6287	8,74624	-0,488	13859	9,53669	0,10	3512	8,16394	7120	8,87066	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2015	NH Hoteles
6720	8,81284	0,995	19893	9,89907	0,16	4204	8,34379	6713	8,81180	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2015	Melia Hoteles
2800	7,93737	-2,914	2753	7,85282	-0,06	2800	7,93737	2800	7,93737	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2015	Vocento
3753	8,23031	-64,300	8785	9,08080	-0,05	3763	8,23297	3372	8,12326	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2015	Grupo Prisa
8060	8,99467	3,031	27111	10,20769	-0,13	7075	8,86432	7635	8,94050	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2015	Repsol
3000	8,00637	-2,125	10542	9,19013	-0,27	2800	7,93737	2800	7,93737	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2015	Cepsa
5458	8,60484	7,768	1379	7,22911	0,13	3469	8,15162	5206	8,55757	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2015	CLH
5217	8,55968	4,240	60862	11,01636	0,13	4065	8,31017	4879	8,49270	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2015	IAG-Iberia
5850	8,67420	0,486	14324	9,56969	0,02	3001	8,00670	5914	8,68508	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2015	RENFE- Operad.
5193	8,55507	2,898	15302	9,63573	-0,13	4468	8,40470	6066	8,71045	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2015	Abertis
5134	8,54364	-2,585	38671	10,52064	-0,03	3776	8,23642	5342	8,58336	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2015	INDRA
2800	7,93737	0,483	21932	9,99570	-0,20	2800	7,93737	2800	7,93737	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2015	Abengoa
3789	8,23986	0,054	8231	9,01566	0,67	3569	8,18004	4314	8,36962	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2015	Técnicas Reunidas
5154	8,54753	2,140	6780	8,82173	0,23	2800	7,93737	5146	8,54597	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2015	Gamesa
7771	8,95815	1,886	37000	10,5192	0,05	5684	8,64541	8459	9,04299	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	Mapfre
7232	8,88627	2,281	6951	8,37747	0,07	5364	8,58747	7854	8,96878	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	Mutua Madrileña
6409	8,76546	3,359	1774	7,45007	0,13	4669	8,44870	7396	8,90869	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	DKV Seguros
7901	8,97474	0,443	136677	11,8254	-0,13	7166	8,87710	8271	9,02051	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	BBVA
8212	9,01335	0,547	188492	12,1468	-0,04	8956	9,10008	7669	8,94494	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	Santander
7832	8,96597	0,237	32208	10,38	0,01	5586	8,62802	8654	9,06578	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	CaixaBank
4829	8,48239	0,066	4829	9,38831	-0,16	3054	8,02421	2800	7,93737	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	Popular
6495	8,77879	0,639	5486	8,67351	0,10	6789	8,82306	6617	8,79740	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	Bankinter
6537	8,78523	0,341	26022	10,1667	0,00	5680	8,64471	6733	8,81478	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	Sabadell
5434	8,60043	0,010	13427		-0,17	6961	8,84808	5905	8,68355	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	Bankia
6136	8,72193	1,489	32835	10,3993	-0,09	5526	8,61722	6957	8,84750	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	Acciona

4320	8,37101	-0,419	79568	10,926	-0,08	4602	8,43425	4646	8,44376	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	FCC	
5133	8,54345	2,988	169766	12,0422	-0,08	5929	8,68761	5271	8,56998	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	ACS
4500	8,41183	2,485	71784	11,4721	0,11	5010	8,51919	5212	8,55872	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	Ferrovial
10000	9,21034	16,604	162450	11,9981	0,12	9873	9,19756	9231	9,13032	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	Inditex
5426	8,59896	0,176	15730	9,66332	-0,03	5475	8,60795	5528	8,61758	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	Mango
9094	9,11537	7,976	79000	11,2772	0,04	10000	9,21034	9426	9,15123	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	Mercadona
7131	8,87221	0,558	91690	11,4262	0,02	5787	8,66337	7114	8,86982	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	El Corte Ingles
5540	8,61975	-1,435	34309	10,4402	0,00	2800	7,93737	6870	8,83492	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	Eroski
7647	8,94207	2,349	28389	10,2738	-0,07	6818	8,82732	8119	9,00196	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	Iberdrola
4845	8,48570	3,727	9694	9,17926	-0,07	4751	8,46611	5284	8,57244	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	Endesa
6712	8,81165	3,789	19661	9,88639	-0,11	7111	8,86940	6941	8,84520	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	Gas Natural
6145	8,72339	5,718	1765	7,4759	0,00	4633	8,44096	6682	8,80717	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	REE
3003	8,00737	5,328	1343	7,20266	-0,01	2800	7,93737	2800	7,93737	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	Año 2016	ENAGAS
5072	8,53149	12,377	3960	8,28399	-0,01	2800	7,93737	5955	8,69199	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2016	BSH Electrodom.
6080	8,71276	3,687	168120	12,0324	-0,02	4559	8,42486	6023	8,70334	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	Año 2016	Prosegur
6053	8,70831	-1,033	13986	9,54581	0,05	2800	7,93737	6845	8,83127	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2016	NH Hoteles
7363	8,90422	1,264	20483	9,92735	0,04	5139	8,54461	7636	8,94063	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	Año 2016	Melia Hoteles
2800	7,93737	1,463	2743	7,9168	-0,04	2800	7,93737	2800	7,93737	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2016	Vocento
3866	8,25998	1,650	8890	9,09268	-0,01	3848	8,25531	4564	8,42595	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	Año 2016	Grupo Prisa
8193	9,01104	-1,878	24532	10,1077	-0,16	6929	8,84347	7936	8,97916	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2016	Repsol
5838	8,67214	-8,837	9823	9,19248	-0,10	2800	7,93737	6118	8,71899	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2016	Cepsa
5829	8,67060	8,406	1397	7,24208	0,09	4142	8,32893	5723	8,65225	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	Año 2016	CLH
5764	8,65939	5,370	63387	11,057	-0,01	4682	8,45148	5772	8,66077	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2016	IAG-Iberia
6454	8,77246	0,486	14214	9,55563	0,03	2800	7,93737	6677	8,80642	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2016	RENFE- Operad.
5479	8,60868	5,835	15122	9,6239	0,02	5109	8,53876	6171	8,72762	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	Año 2016	Abertis
5811	8,66751	-20,920	35660	10,4818	-0,05	4700	8,45532	5879	8,67914	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2016	INDRA
2800	7,93737	-8,071	17296	9,23951	-0,74	2800	7,93737	2800	7,93737	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2016	Abengoa
4140	8,32845	1,660	9070	9,11272	0,14	4462	8,40335	4736	8,46295	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	Año 2016	Técnicas Reunidas

3000	8,00637	3,663	8452	9,04215	0,32	2800	7,93737	3011	8,01003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	Año 2016	Gamesa
------	---------	-------	------	---------	------	------	---------	------	---------	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	----------	--------

- significado*
- color datos:*
- interpolado
- ajust. al ult.
- repet. anter.

