

120h

**INFLUENCIA DE LA CALIFICACIÓN EN CRITERIOS ESG SOBRE LA RESPUESTA
EMPRESARIAL A LA PANDEMIA. ESTUDIO EXPLORATORIO**

Propuesta-Resumen

Francisco Javier Jimeno de la Maza

Departamento de Economía Financiera y Contabilidad
Universidad de Valladolid
Facultad de CC. Económicas y Empresariales.
Avda. Valle de Esgueva, 6
47011 Valladolid

Mercedes Redondo Cristóbal

Departamento de Economía Financiera y Contabilidad
Universidad de Valladolid
Facultad de Ciencias del Trabajo.
Campus de Palencia. Avda. de Madrid, 44.
34004 Palencia

Área temática: h) Responsabilidad Social Corporativa

Palabras clave: Sostenibilidad, calificación ESG, resiliencia organizacional, empresa zombi

Influencia de la calificación en criterios ESG sobre la respuesta empresarial a la pandemia. Estudio exploratorio

Resumen:

El presente trabajo explora la relación entre las capacidades resilientes de una firma y la reputación en sostenibilidad. Con este propósito, se ha utilizado una muestra de 3.544 empresas españolas, a fin de comprobar si aquellas que reciben una mejor calificación externa de acuerdo a criterios ESG o, en su caso, una más elevada proyección de puntuación en sostenibilidad, son también las que, en comparación, exhibieron una predisposición distintiva a evitar ser categorizadas como empresas zombis durante el período de crisis pandémica del COVID-19. Los resultados obtenidos no ponen de manifiesto que las superiores puntuaciones ESG tengan influencia significativa alguna a la hora de actuar como barrera de contención para que una empresa acabe consignada bajo el estatus de empresa zombi, si bien ha de alertarse sobre las limitaciones que derivan de los generalizadamente bajos niveles que se observan en las proyecciones de calificaciones en sostenibilidad de las entidades consideradas.

1. Introducción

La incorporación del paradigma de la sostenibilidad al mundo empresarial está atrayendo un considerable interés en los últimos tiempos, tanto en el campo académico como en el ámbito profesional y de gestión (Preghenella y Battistella, 2021). Siguiendo una tendencia que, según Yevdokimova et al (2019), ha de interpretarse como una evolución natural de la conceptualización de la responsabilidad social corporativa, se podría decir que una organización comprometida con la sostenibilidad es la que se distingue por la integración de preocupaciones relacionadas con un aprovechamiento adecuado de los recursos, a fin de permitir la preservación de los mismos en un futuro, dando continuidad a su uso. En consecuencia, las firmas que muestran un compromiso con el paradigma de la sostenibilidad son aquellas que, en esencia, consideran los posibles efectos y externalidades de su actividad que tienen capacidad de generar impactos positivos sobre su entorno (Ameer y Othman, 2012). Como es bien conocido, la sostenibilidad integra dimensiones medioambientales, sociales y de gobernanza, que se denotan por el acrónimo ESG, correspondiente a las siglas en inglés de estos tres pilares (*Environmental, Social, Governance*).

Tal y como puede comprobarse a la luz de un reciente trabajo de Khan (2022), existe abundante literatura contable y financiera que, con diferentes metodologías y obteniendo resultados mixtos, estudia las potenciales vinculaciones entre la apuesta por la sostenibilidad empresarial y el logro de objetivos de éxito financiero o de crecimiento a largo plazo. Por otra parte, las cuestiones que afectan a la vertiente ESG en el ámbito de los negocios también despiertan actualmente una creciente atención en instituciones, inversores y otros grupos de interés. De hecho, el frecuentemente mencionado argumento de la existencia de unos efectos favorables sobre la generación de ventajas competitivas se suele convertir en una de las principales, recurrentes y más sólidas motivaciones a la hora de tomar conciencia sobre la implantación de prácticas organizacionales de sostenibilidad. Partiendo de este planteamiento, es razonable que, los indicadores de evaluación de la sostenibilidad de una firma sean tenidos en cuenta, cada vez más a menudo, como otra de las informaciones que sirven como soporte de apoyo a distintos procesos decisorios, sobre todo en el ámbito de ciertos segmentos de la inversión financiera. Ello ha desembocado en un creciente uso de calificaciones o puntuaciones de riesgo que atienden a criterios ESG, proporcionadas por distintas agencias de calificación, algunas incluso ya especializadas en el ámbito concreto de esta materia. De esta manera, siguiendo distintas metodologías, escalas y métricas, hoy en día ya es posible empezar a encontrar una cierta disponibilidad de evaluaciones ESG de bastantes empresas (normalmente de aquellas que participan en mercados financieros), lo que permite contar con una referencia para acreditar el nivel de sostenibilidad de muchas entidades en un momento dado o durante un período.

Recurriendo a este tipo de evaluaciones en sostenibilidad, en el presente trabajo se aborda el estudio de la influencia de la sostenibilidad de las empresas españolas en su respuesta a la crisis ocasionada por la pandemia del COVID-19, centrándose específicamente en analizar si se puede considerar que las firmas que han recibido una mejor calificación en criterios ESG o, en su caso, una proyección de puntuación estimada, han sido las que asimismo han podido desarrollar unas mayores capacidades de resiliencia. En este sentido, exploraremos si las empresas con mayor puntuación ESG se encuentran en una más sólida posición financiera y en mejores condiciones productivas comparativas para evitar el riesgo de convertirse en lo que se viene a denominar como empresa zombi.

A este respecto, ha de recordarse que el término empresa zombi se usa habitualmente para designar a aquella firma que, a pesar de que manifiesta una combinación severa de fragilidad financiera e insuficiente competitividad que la convierte en inviable, va sobreviviendo y mantiene a duras penas su actividad mediante continuadas refinanciaciones de sus pasivos o aplazamientos de sus deudas, beneficiándose de circunstancias de particular indulgencia crediticia (Tognini, 2021). Las posibilidades de renegociar contratos financieros o de reestructurar deuda tienden a multiplicarse en épocas de crisis, por lo que es presumible que las empresas zombis, o aquellas que pudiera considerarse que están cercanas a un estatus de precariedad similar, hayan proliferado a raíz de un acontecimiento disruptivo como el ocasionado por la pandemia global del COVID-19. El indiscutible impacto negativo de la crisis pandémica sobre la actividad económica general y sobre algunos sectores productivos en particular ha forzado a intervenciones institucionales urgidas por la premura de mitigar los daños en el tejido empresarial. Además, como se señala en Acharya et al (2019), un entorno con tipos de interés en mínimos históricos, cuando no negativos, resulta especialmente propicio para que empresas con severos problemas tengan la oportunidad de prolongar artificiosamente una situación de inestabilidad, a base de acudir a algunas de las medidas extraordinarias de alivio financiero o de moratorias de pago que a nivel institucional macro se han venido adoptando, con criterios de selección y de acceso laxos y no excesivamente exigentes.

La aportación distintiva de este trabajo consiste en la consideración del efecto de las calificaciones ESG sobre las capacidades resilientes y el riesgo reputacional de una empresa. Nuestra hipótesis de partida es que las empresas que obtienen puntuaciones más altas en evaluaciones conforme a criterios ESG son las que habrán establecido unas vinculaciones más sólidas con su entorno de actuación, y es por este motivo que asumen un comparativamente inferior riesgo reputacional, lo cual les otorga asimismo unas menores posibilidades de ser categorizadas como zombis cuando las condiciones contextuales se vuelven desfavorables. Para contrastar este enunciado, hemos extraído una muestra de empresas españolas, seleccionando datos e información financiera del año 2020, junto a calificaciones o proyecciones de calificaciones en sostenibilidad asignadas por una agencia calificadora, Vigeo Eiris, tanto en términos globales como para cada uno de los tres pilares que aluden a la vertiente medioambiental, social y de gobernanza. Adicionalmente, se han considerado hasta tres distintos criterios alternativos al objeto de determinar si cada empresa de las que integraban la muestra podía catalogarse como zombi en el ejercicio económico 2020. Con los resultados obtenidos en nuestro análisis, no se pone de manifiesto que una mejor calificación según criterios ESG tenga influencia significativa alguna a la hora de evitar que una empresa acabe consignada en el estatus de empresa zombi, si bien ha de alertarse sobre los condicionantes para establecer correlaciones que derivan de los generalizadamente bajos niveles observados en las puntuaciones ESG recibidas por las empresas que componen la muestra utilizada.

El resto del trabajo se organiza del siguiente modo. A continuación, se expondrá un marco explicativo de la sostenibilidad empresarial y de los enfoques aplicados para justificar las hipótesis a formular, delimitándose igualmente los conceptos de resiliencia organizacional y de empresa zombi. En el tercer apartado trata sobre la muestra extraída y las variables utilizadas, para pasar a presentar y discutir los resultados de los análisis estadísticos realizados en el apartado cuarto. Finalmente, se exponen las principales conclusiones que se infieren de los resultados.

2. Marco teórico e hipótesis

2.1 El impacto de la sostenibilidad desde un enfoque multiteórico: la teoría de los stakeholders y la teoría de dependencia de recursos

Es posible apreciar una cierta ambigüedad terminológica en la literatura académica en torno al alcance en las organizaciones de la noción de sostenibilidad, lo que en buena medida se debe a que es bastante factible que la concreción instrumental de su enfoque varíe de una a otra entidad, inclusive en lo que se refiere a la intensidad de su aplicación, ya que no ha de olvidarse que se trata de un planteamiento corporativo discrecional y no sujeto a imperativo normativo, por lo que admite diferentes posibilidades alternativas de actuación. En una sencilla aproximación a una de las acepciones más comunes, que es la propuesta por Clarke (2011), el concepto de sostenibilidad hace referencia a *“mantener, renovar o restaurar un recurso específico para que lo que actualmente se usa y disfruta siga estando disponible para su uso y disfrute en el futuro”*. Esta visión largoplacista conecta con una perspectiva estratégica que, en la práctica, parece suscitar bastante consenso (Vallaster, 2017), aunque lo cierto es que tampoco existen modelos homogéneos universales o sistematizados que sirvan de guía para abordar la formulación o el desarrollo de estrategias corporativas de sostenibilidad, por lo que es cierto que su materialización acaba dando lugar a propuestas muy divergentes de una a otra organización. No obstante, y con el paso del tiempo, el campo de lo que se entiende por sostenibilidad se ha ido delimitando por la vía de los hechos, sobre todo a medida que en muchas empresas se ha producido ya una implantación operativa de iniciativas de responsabilidad social que guardan entre sí similitudes suficientes como para ser contempladas dentro del mismo conjunto de prácticas, al menos si se acude a alguno de los estándares al uso que se emplean en la divulgación de información de este tipo (Reverte, 2015).

Aunque no sea el único fundamento de apoyo teórico al que se ha recurrido, son numerosas las aportaciones al estudio de la sostenibilidad corporativa que nos preceden que se basan en la teoría de los stakeholders. Este enfoque teórico viene a proporcionar un ajustado marco interpretativo para dar cumplida explicación a la manera en la que la estrategia y los procesos de una firma se pueden alinear con la visión a largo plazo de los valores de una organización sostenible (Dahlsrud, 2008), en virtud de la confluencia lógica que se produce entre los grupos de interés situados en el ámbito de una determinada organización y la responsabilidad social que ésta exhibe frente a su entorno (Carroll, 1991). Según Freeman, considerado su impulsor inicial, la teoría de los stakeholders sostiene que la empresa debe abrirse a su entorno, incorporando a la visión y misión de su organización la satisfacción de los intereses de una pluralidad de stakeholders, definidos como *“cualquier grupo o individuo que puede afectar o verse afectado por el logro de los objetivos de la firma”* (Freeman, 2011). En coherencia con esta concepción, los objetivos de la empresa no se han de limitar exclusivamente a la creación de valor para satisfacer los intereses de los propietarios, sino que han de abrirse también a la integración de las preocupaciones de otros terceros interesados, incluso de aquellos con los que la organización ha contraído una responsabilidad de tipo moral, esto es, un compromiso que no deriva propiamente de obligaciones formalizadas contractualmente.

La asimilación de un ideario corporativo stakeholder puede responder a presiones del entorno u obedecer a sinceras convicciones éticas (Waddock, 2008), sin que ambos motivos sean excluyentes ni sean incompatibles con otras pretensiones instrumentales, como por ejemplo las obvias de prosperar en un mejor posicionamiento estratégico (Jones, 1995), puesto que resulta razonable prever que el establecimiento de vinculaciones exitosas con los diversos grupos de interés también ayudará a las empresas a la generación de ventajas competitivas (Fombrun y Shanley, 1990).

Además, se ha de presumir que ese impacto positivo de las iniciativas de sostenibilidad corporativa encontrará conexión en primera instancia con las expectativas de mejora en la reputación, así como en lo referente a una acumulación de legitimidad corporativa frente a terceros y grupos de interés, lo que parece factible que pueda conseguirse como consecuencia de una más favorable percepción por parte de los stakeholders de la empresa (Orlitzky et al, 2003). La reputación corporativa alude al juicio público externo que se ha acumulado sobre la organización a lo largo del tiempo (Musteen et al, 2010), y representa a un valioso recurso intangible que se sitúa en el centro de atención de las vinculaciones que cada entidad mantiene con sus partes implicadas, relaciones que, cuando fructifican exitosamente, bien pueden traducirse en un algún tipo de impacto positivo recíproco.

Asimismo, es posible contemplar otros marcos teóricos complementarios que también explicarían la potencial influencia beneficiosa de la sostenibilidad corporativa, como los fundamentados en las propuestas de la dependencia de recursos, que sitúan el foco de atención en las capacidades y recursos de la organización (Craighead et al, 2020). En síntesis, el enfoque de la dependencia de recursos pone énfasis en la importancia de la vinculación de una firma con su entorno de cara a posibilitar un rango de intercambios que lleven a la obtención de recursos críticos que permitan el óptimo cumplimiento de los objetivos corporativos convencionales de supervivencia, rentabilidad y crecimiento (Pfeffer y Salancik, 1978). De acuerdo a este enfoque, la acepción de “dependencia de recursos” remite a la idea de la capacidad de allegar y acumular recursos a través de las interrelaciones que se establecen con el entorno, que facilitan una respuesta organizacional a amenazas externas y que acaban siendo determinantes de la consecución de ventajas competitivas para la entidad.

Resulta patente que una buena reputación corporativa que se haya originado, fundamentado y construido a partir de las interacciones exitosas y positivas con el entorno también puede llegar a revelarse crucial ante una situación de adversidad. En este sentido, algunas contribuciones sugieren que el foco de atención de los efectos positivos de una reputación favorable en sostenibilidad se ha de situar específicamente en el parámetro del riesgo, en tanto que los vínculos relacionales fuertes con el entorno resultan de especial utilidad para amortiguarlo, al proporcionar protección ante situaciones de crisis o cuando se afrontan acontecimientos o circunstancias externas desfavorables (Godfrey et al, 2009). Este autor señala que una conducta corporativa altamente comprometida con los stakeholders sirve para la acumulación de un crédito reputacional que es particularmente valioso en el caso de que deba actuar para mitigar los efectos adversos de un inesperado evento disruptivo. Igualmente, y conforme a Jensen (2002), las vinculaciones exitosas con las diversas partes interesadas (tales como inversores, recursos humanos, proveedores o comunidad local) proporcionan una protección "tipo seguro" que sirve de barrera de contención ante adversidades. Esa capacidad intangible de resguardo ante entornos turbulentos se incrementará en la medida en la que los involucrados en la firma vayan percibiendo que la reputación de la entidad se consolida.

Por otro lado, es normal que se tienda a limitar los riesgos en aquellos escenarios que se caracterizan por una elevada incertidumbre ambiental, en los que suele prevalecer una inclinación hacia la sobreponderación de ciertos intangibles, como los construidos en torno a la confianza en la organización acumulada por terceros. Así, es razonable presuponer que las partes interesadas preferirán mantener interacciones con organizaciones que entienden que gozan de una buena reputación, debido a una percepción positiva que se han formado y que posiblemente se base en sus experiencias precedentes con compañías que muestran un compromiso con actuaciones socialmente responsables, o con aquellas que exhiben una sensibilidad

particular hacia cuestiones de sostenibilidad. En sentido opuesto, los grupos de interés también intentarán reducir al mínimo sus relaciones con determinadas firmas que se ven envueltas en controversias que sean perjudiciales para la reputación y que se hayan expuesto al examen público (Jones et al, 2000). Sirvan como referencia los trabajos de Hope (2003), Hoepner et al (2019) o Albuquerque et al (2020), que documentan la generalizada creencia de analistas e inversores respecto a la estrecha relación entre una elevada valoración en criterios ESG y un menor riesgo. Asimismo, Fombrun (2005) observa que las empresas con mayores niveles de riesgo financiero se identifican con las que suelen evidenciar un pobre desempeño en cuestiones relacionadas con responsabilidad social. Igualmente, y para el caso de las empresas chinas, He et al (2022) encuentran que la mayor divulgación de información ESG se corresponde con un menor riesgo específico de la firma.

Por los motivos expuestos, cabe albergar fundadas expectativas, con importantes implicaciones prácticas, respecto al efecto positivo y amortiguador de la sostenibilidad de una organización durante un período de acontecimientos negativos con elevada incertidumbre ambiental, como el que ha desencadenado la pandemia mundial del COVID-19. Como se indica en Lins et al (2017), un entorno de condiciones turbulentas y alto riesgo es propicio a las vinculaciones relacionales exitosas basadas en la confianza entre partes, cimentada en la percepción de que *“la organización llevará a cabo acciones benevolentes y fructuosas, o al menos no perjudiciales, para los stakeholders, independientemente de cómo sean de difíciles las circunstancias”*. Adicionalmente, la influencia de las percepciones externas sobre la reputación corporativa se incrementará en los casos en los que la actividad se encuentra fuertemente orientada a mercados de gran consumo, o cuando se trata de firmas que cotizan en mercados financieros, dado que estos tipos de entidades resultan más visibles para los inversores.

Un elemento central para la evaluación de la sostenibilidad empresarial son las calificaciones y métricas de acuerdo a criterios ESG suministrados desde hace ya algunos años por distintas agencias de análisis y calificación, al mismo tiempo que se ha ido incrementando el interés por los temas de sostenibilidad. Para Christesen et al (2022), uno de los mayores avances que se ha producido en los mercados financieros ha sido el de la integración de la información ESG en las decisiones de inversión y en la selección de carteras. Estas agencias elaboran medidas de sostenibilidad de empresas, prácticamente casi siempre cotizadas, basándose en información divulgada por las propias entidades (normalmente no excesivamente estructurada, y que puede seguir distintos estándares, aunque suele predominar GRI), complementada con la procedente otras fuentes de acceso público. Partiendo de dicha información, otorgan puntuaciones de desempeño y escalas de ponderación para cada pilar ESG que, en último término, llevan al establecimiento de una calificación agregada y a la consecuente asignación de niveles de riesgo. Sin embargo, y a pesar del enorme avance que supone la cada vez más amplia disponibilidad pública de este tipo de información, es preciso advertir respecto a la circunstancia de que la construcción de esas calificaciones en sostenibilidad no está regulada ni sistematizada, de modo que los distintos proveedores de datos aplican metodologías propias que, además, son opacas, por razones comerciales. Esto es obvio que puede complicar las comparaciones, llevando a distintos autores a un intenso debate en el que se ponen de manifiesto los considerables desacuerdos que se observan en las evaluaciones que llevan a cabo distintos proveedores de datos ESG (Serafeim y Yoon, 2022; Avramov et al, 2022; Amel-Zadeh y Serafeim, 2018; Chatterji et al, 2016; Berg et al, 2019, entre otros).

2.2 La resiliencia organizacional en el contexto pandémico y la precaria situación financiera de las empresas zombis

El interés académico suscitado respecto a los aspectos relacionados con la resiliencia organizacional se ha visto notablemente amplificado a raíz de la crisis global que deriva del acontecimiento disruptivo extraordinario que supuso la pandemia del COVID-19. En el marco de su uso en la literatura organizacional, el concepto de resiliencia se ha dotado de una pluralidad de significados, admitiendo distintas matizaciones que varían en función de la perspectiva de análisis que se adopte (Hillmann, 2021). Con todo, el sentido más habitual con el que se emplea esta expresión es el que remite a las capacidades instrumentales de las que dispone una empresa y que sirven para tratar de afrontar con éxito las potenciales amenazas externas asociadas a condiciones ambientales de singular adversidad (Vogus y Sutcliffe, 2007). Cuando se presenta este tipo de circunstancias, las capacidades de resiliencia de una entidad se activan en aras de preservar sus objetivos corporativos de supervivencia, rentabilidad y crecimiento, o incluso de prosperar en el cumplimiento de los mismos (Rudolph y Reppenning, 2002; Dahles y Susilowati, 2015).

Estas situaciones adversas que ponen a prueba la resiliencia de una firma surgen en determinadas ocasiones de forma puntual, a consecuencia de eventos disruptivos o dramáticos que afectan al sistema económico en general, como ha ocurrido en el año 2020 con la declaración de pandemia, o como sucede cuando en un entorno productivo acaecen fenómenos causados por desastres naturales. Sin embargo, los contextos particularmente desfavorables que requieren de las capacidades de resiliencia de las empresas también se manifiestan a veces durante fases o ciclos económicos de depresión acusada, como aconteció con la gran crisis financiera global iniciada en 2008 (Legnick-Hall et al, 2011).

En general, la adecuación a circunstancias ambientales de adversidad requiere de un esfuerzo adaptativo que afecta a la estructura de recursos organizacionales, pero también exige de la concurrencia de una serie de capacidades resilientes, que habiliten para el desarrollo de procesos específicos que permitan amortiguar las vulnerabilidades más expuestas a riesgos que pongan en peligro el objetivo primario de la supervivencia de la entidad (Barton et al, 2015; Oliveira y Werther, 2013). Por eso, y como indica McManus et al (2008), es de crucial importancia que sean las propias organizaciones las que conozcan cuáles son los aspectos de la empresa con los que es posible afrontar las adversidades ambientales con mejores expectativas de éxito, o, dicho de otra forma, cuáles son las capacidades resilientes acumuladas más destacables a las que se puede recurrir en los escenarios de crisis (Hamel y Välikangas, 2003).

Puesto que las capacidades de resiliencia se dirigen primariamente a procurar un aseguramiento de la supervivencia de la organización, resulta factible establecer una conexión lógica con otra de las situaciones que, con la pandemia de COVID-19, emerge al primer plano de la actualidad, como es el de las llamadas empresas zombis o de cuestionable viabilidad, caracterizadas por arrastrar unos severos desequilibrios financieros que comprometen su continuidad. Se trata de firmas que no tienen capacidad suficiente con los flujos de explotación que generan, ni expectativas de mejora futura de su rentabilidad, a fin de atender a los gastos financieros asociados a sus deudas, pero que logran mantenerse de manera artificial mediante asistencia financiera indulgente, aplazamientos de pagos, refinanciaciones sucesivas a bajo coste, o gracias a la obtención de condiciones crediticias singulares que resultan especialmente favorecedoras (Nakamura y Fukuda, 2013; McGowan et al, 2017). Las situaciones paradójicas que siguen este patrón de combinación de un limbo de insostenibilidad financiera y supervivencia de la firma han atraído la atención de abundante literatura académica en los últimos años (Banerjee y Hofmann, 2018; Hallak

et al, 2018; De la Garza et al, 2022), reapareciendo el tema con fuerza a partir de la crisis pandémica global, al apreciarse que el fenómeno de la zombificación empresarial se ha extendido por casi todos los ámbitos geográficos, debido al amplio despliegue de medidas institucionales adoptadas relativas al apoyo al crédito, moratorias o habilitación de líneas de liquidez en condiciones altamente ventajosas.

Por otro lado, son abundantes las aportaciones que relacionan a las capacidades de resiliencia de una firma con los pilares ESG, apoyándose en la idea de que la sostenibilidad contribuye a la creación de un valioso intangible como es la confianza en la organización, lo que ayuda a que las partes interesadas permanezcan fieles y mantengan su vinculación con la empresa en tiempos de crisis, ofreciendo así una protección contra el riesgo que, a su vez, permite un mejor posicionamiento a la hora de afrontar los desafíos de un entorno adverso (Bouslah et al, 2018). Sin embargo, lo cierto es que la literatura empírica previa ofrece resultados ambiguos en lo que se refiere a la existencia de una sólida conexión entre las evaluaciones externas de sostenibilidad empresarial y la capacidad de respuesta o de resistencia a la hora de afrontar una crisis derivada de acontecimientos disruptivos o de circunstancias del entorno altamente desfavorables.

Siguiendo esta línea de análisis, son varios los trabajos recientes que han investigado la cuestión de la influencia de las calificaciones en sostenibilidad en el contexto de la pandemia. Así, los resultados del estudio de El Khoury et al (2022), realizado sobre compañías de los países del G-20, apuntan a los efectos beneficiosos del compromiso con los pilares ESG durante el período de la COVID-19, aunque el grado de impacto de esas ventajas parece depender de ciertas características específicas de la empresa, fundamentalmente de las de tipo financiero. En Ding et al (2021), que utiliza una muestra de más de 6.000 empresas en 56 países, se observa una evolución relativamente más favorable en la cotización de aquellas empresas que, anteriormente a ese período pandémico, habían dedicado más cantidad de recursos a responsabilidad social. Asimismo, en Broadstock et al (2021) se observa que las carteras que invertían en empresas chinas cotizadas con alta calificación ESG generalmente batían a las carteras que puntuaban bajo en sostenibilidad durante la época de pandemia, lo que sugiere una influencia de dicho aspecto a la hora de mitigar el riesgo financiero. Igualmente, Lee y Lu (2021) sugieren que las empresas taiwanesas con mejor desempeño ESG fueron las que menos se vieron afectadas por los efectos de la crisis pandémica. De forma complementaria, los resultados de Albitar et al (2021) sugieren que una verificación externa independiente de los informes de sostenibilidad se asociaba positivamente con una mejor protección de las firmas del impacto de la COVID-19.

Al menos pueden encontrarse dos trabajos que coinciden al resaltar específicamente la contribución positiva durante la crisis de la COVID-19 de dos de las vertientes ESG, la medioambiental y la social. Así, Albuquerque et al (2020) evidencian la mayor resiliencia de las empresas cotizadas que contaban con un mejor desempeño en estos dos pilares, medioambiental y social, al conseguir rendimientos comparativamente superiores y menor volatilidad durante la pandemia. En el mismo sentido, Zhang et al (2022) destacan la importancia del alto nivel de responsabilidad social corporativa en las empresas cotizadas chinas que mejor comportamiento bursátil tuvieron durante el COVID-19, lo que achacan a la acumulación de un “capital de confianza” con la organización. Tanto la vertiente social como la medioambiental se significaban especialmente en lo referente a la potenciación de los mecanismos de resiliencia de las firmas.

Sin embargo, en Berkman et al (2020) se considera que los efectos de los factores ESG pueden no ser de particular relevancia cuando se presenta una situación de crisis, poniendo en duda la consistencia de la idea que sugiere que los ESG sirvan en todos

los casos como un mecanismo automático de protección contra el riesgo en entornos turbulentos. Se pronuncian en este mismo sentido Demers et al (2021), argumentando que las puntuaciones en sostenibilidad tuvieron un efecto irrelevante sobre la repuesta de las empresas durante la crisis pandémica, concluyendo metafóricamente que la ESG no actuó como “vacuna”, sino como "placebo". Tampoco en Boldeanu et al (2022) se aprecia un impacto de relevancia durante la pandemia que pueda asociarse a las puntuaciones globales ESG obtenidas por compañías eléctricas europeas del sector de energías renovables, considerando estos autores que es preciso analizar cómo afectan por separado las calificaciones en cada pilar de la sostenibilidad. Una posible explicación a esta inexistencia de evidencia es la expuesta por Clementino y Perkins (2021), quienes sugieren que hay una respuesta adaptativa de la estrategia empresarial de ciertas compañías a las prácticas que entienden que pueden ser apropiadas para la obtención de una buena calificación ESG, sin que una elevada puntuación en sostenibilidad implique automáticamente y en todo caso una capacidad material de movilizar recursos distintivos con los que enfrentarse a amenazas del entorno.

2.3 Hipótesis

De acuerdo con el marco explicativo expuesto previamente, formulamos la siguiente hipótesis a contrastar:

Las empresas con una calificación superior en sostenibilidad y con mayor puntuación en criterios ESG consiguen acumular una mejor reputación corporativa, por lo que desarrollaron una capacidad de resiliencia que redujo su exposición al riesgo de convertirse en una empresa zombi en el escenario derivado de la crisis pandémica.

3. Muestra y variables. Metodología

A fin, de contrastar la hipótesis formulada, se ha procedido a seleccionar una muestra de empresas españolas que permanecieron activas durante el período estudiado, todas ellas con forma jurídica de sociedad anónima, si bien se excluyó a las pertenecientes a ramas de actividad financiera o de seguros, dado que se hallan sujetas a un marco regulador específico para la elaboración de la información financiera, y esta circunstancia podría distorsionar algunas referencias comparativas en ciertas variables contables utilizadas. La información financiera y de otro tipo de cada una de las empresas que componían la muestra fue obtenida de la base de datos denominada SABI, y corresponde al año 2020, en el cual, como es bien sabido, se produjo la declaración de pandemia global de COVID-19, siendo el último ejercicio económico cerrado del que se disponían datos. No obstante, se ha obtenido también información relativa a los ejercicios 2018 y 2019 para el cálculo de variables que miden crecimientos o incrementos, y también para clasificar a una empresa como zombi o no zombi en 2020, dado el horizonte temporal retroactivo que había de tenerse en consideración al aplicar los distintos criterios de consignación en esta tipología.

Una de las condiciones básicas que se establecieron para formar parte de la muestra inicial es que la firma dispusiese de información sobre la atribución de una calificación ESG, así como de toda la información financiera contenida en sus cuentas anuales individuales que fuese precisa para analizar su posible clasificación como empresa zombi, de acuerdo a los criterios que son de usual aplicación en la literatura y que han sido aplicados en el análisis empírico que hemos llevado a cabo. Los datos correspondientes a criterios ESG se han obtenido del proveedor de información Vigeo-Eiris, división que pertenece a la agencia de calificación de riesgo Moody's, el cual, y

conforme a la metodología que emplea, proporciona unas puntuaciones numéricas para cada entidad que oscilan según una escala que varía desde un mínimo de uno hasta un máximo de cien, en función del nivel que cada entidad exhibe en cada uno de los tres pilares de sostenibilidad (ambiental, social y de gobierno corporativo), así como en lo que se refiere al desempeño global en criterios ESG. Aunque este proveedor de datos solamente evalúa la sostenibilidad de un número limitado de empresas cotizadas a escala mundial, también realiza proyecciones para asignar puntuaciones en sostenibilidad que facilita para prácticamente cualquier otra empresa, con base en distintos parámetros de referencia que incorporan a un modelo econométrico. De esta forma, la muestra definitiva con la que se ha trabajado se compone de 3.544 empresas, conociéndose de cualquiera de ellas sus puntuaciones en sostenibilidad (tanto en lo que se refiere a la puntuación global como en la puntuación para cada uno de los tres pilares), aunque prácticamente en todos los casos se correspondía con una estimación de las puntuaciones ESG que correspondía a las proyecciones asignadas a la firma.

Para identificar si cada empresa de las que componen la muestra se podía considerar o no empresa zombi al cierre de los ejercicios 2019 y 2020, hemos empleado tres criterios distintos, con base en dos de las propuestas habituales en los estudios sobre el tema que nos preceden, por un lado la que corresponde a la definición que considera el Banco Central Europeo (BCE) y, por otra parte, la sugerida por la OCDE, si bien en este último caso hemos optado por diferenciar entre dos vías alternativas, con una aportación adicional de iniciativa propia. Así, conforme a la idea que el BCE propone, las firmas zombis se caracterizarían por presentar durante al menos dos años consecutivos un ROA negativo, una proporción de EBITDA sobre la deuda financiera menor al 5% y unas desinversiones netas. Para la OCDE, una empresa zombi tiene una antigüedad mínima de diez años, en las cuales se computan tres o más años consecutivos de resultados de explotación que no alcanzan a cubrir el importe de los gastos financieros. Como se ha indicado, hemos optado por utilizar un criterio que modifica ligeramente el originariamente planteado de la OCDE, en el sentido de contemplar el saldo de los flujos de efectivo de explotación como posible alternativa al cómputo de los resultados de explotación. Obviamente, la aplicación de este criterio adicional va a implicar que todas las empresas que integran la muestra hayan tenido que presentar el Estado de flujos de efectivo en los años en que se compruebe la condición que ha de aplicarse para saber si se clasifica como zombi o como no zombi.

En cuanto a la metodología aplicada, y tras un análisis factorial previo que se ha llevado a cabo con la finalidad de reducir las variables y ratios financieros a un número más reducido de factores incorrelacionados, se han planteado distintos modelos Logit para contrastar la hipótesis formulada. En cada modelo Logit, la variable dependiente representa a la consignación de una empresa como zombi o no zombi, de conformidad con los tres criterios alternativos escogidos, analizándose la influencia tanto de la puntuación global ESG como la influencia de la puntuación en cada una de las tres vertientes ESG, junto al resto de variables de control que se han considerado al especificar el modelo.

En la tabla 1 se recogen las distintas variables que se han considerado en el análisis y la definición que correspondería a cada una.

Tabla 1. Variables utilizadas en el análisis

ESG_TOT	Puntuación total ESG
ESG_A	Puntuación ESG criterio ambiental
ESG_S	Puntuación ESG criterio social
ESG_G	Puntuación ESG criterio gobernanza
ROA [%]	Resultado antes de intereses e impuestos / Activo total
MARGEN [%]	Resultado explotación / Ventas
CR_VTAS [%]	$(Ventas_t - Ventas_{t-1}) / Ventas_{t-1}$
FIRM_INV	Inverso ratio de Firmeza = Pasivo no corriente / Activo no corriente
ENDEUD	Pasivo total / Activo total
RCORR	Ratio corriente = Activo corriente / Pasivo corriente
CR_EBITDA [%]	$(EBITDA_t - EBITDA_{t-1}) / EBITDA_{t-1}$
ACIDT	Acid test = (Activo corriente – Existencias) / Pasivo corriente
N_EMP	Nº medio de empleados anual
ATOTAL	Activo total de la empresa (en su caso, logaritmo)
VENTAS	Importe de las ventas anuales
ANTIG	Antigüedad de la empresa en nº años desde su fundación
CNAE	Código sectorial CNAE 2-dígitos
CONCENT	Concentración propiedad diferenciando cuatro posibilidades (dispersa/ intermedia /concentrada /desconocida)
AUDIT	Auditada y sentido del informe / No auditada
COTIZ	Cotiza en bolsa / no cotiza
COMP	Noticias negativas sobre compliance / no constan noticias negativas

4. Resultados y discusión

En la tabla 2 se presentan los resultados relativos a la proporción de empresas de la muestra que cabría consignar como zombis en 2020. Como puede apreciarse, y a priori era de prever, los parámetros establecidos por el BCE son mucho más restrictivos a la hora de considerar que una empresa está dando señales de zombificación. De hecho, la aplicación de este criterio ofrece unas cifras sustancialmente inferiores al umbral que las fuentes estadísticas disponibles que se han consultado suelen apuntar para el caso español (Rojas et al, 2022). También ha de tenerse en cuenta que, de partida, no tendría que esperarse un incremento muy sustancial de empresas zombis a cierre de 2020, ejercicio económico en que se produjo la crisis por la declaración de pandemia, precisamente porque buena parte de intervenciones institucionales y medidas adoptadas se dirigieron a tratar de evitar o mitigar la desaparición de tejido productivo. Por ello, es de suponer que un número de entidades en principio inviables haya podido lograr su continuidad al menos durante ese año.

Tabla 2. Proporción de empresas zombis sobre el total de empresas de la muestra

Criterio de clasificación como zombi	% empresas zombis
Criterio BCE	1,75%
Criterio OCDE	5,55%
Criterio OCDE modificado	9,02%

Fuente: elaboración propia

En la tabla 3 se refleja una serie de estadísticos descriptivos de las distintas variables utilizadas, con el fin de efectuar un acercamiento a las características de las empresas que componen la muestra. Atendiendo a la distribución de variables como activo total, número de empleados o cifra de ventas, se aprecia que predominan las empresas medianas y de gran tamaño, lo que encaja con el condicionante que requería la aplicación del último de los criterios a los que se ha recurrido para distinguir a las empresas zombis, consistente en que se trate de entidades que han elaborado el Estado de flujos de efectivo. Las puntuaciones ESG o sus proyecciones son bajas, ya que la mediana se sitúa en 23, cercana a la media de 23,34, y con un máximo de 57, conforme al rango de una escala que varía entre 1 y 100. Las valoraciones en sostenibilidad del pilar ambiental parecen particularmente pobres, con apenas 11,88 de promedio y 11 de puntuación para la mediana, siendo la vertiente de gobernanza la que en comparación arroja mejores puntuaciones en el conjunto de la muestra (28,96 de promedio y una mediana de 29). En cuanto a indicadores y ratios financieros, hay señales evidentes del impacto de la pandemia, con unas rentabilidades que para el 50% de las observaciones de la muestra no llegan al 4%, y con cifras negativas para los promedios del margen o del crecimiento del EBITDA, habiéndose de tener en consideración que la mediana de esta variable y la del crecimiento de ventas son negativas, lo que es una clara señal del lógico estancamiento en la actividad que en muchas empresas se produjo con la crisis del COVID-19 y sus restricciones asociadas. En cuanto al endeudamiento, la proporción del pasivo total representa en torno a la mitad del total de activos para el promedio (0,487) y para la mediana (0,494), aunque por debajo del 50%.

Tabla 3. Estadísticos descriptivos (N = 3.544)

	Promedio	Mediana	Desviación Estándar	Mínimo	Máximo	Sesgo estand.	Curtosis estand.
ESG_TOT	23,340	23	2,601	13	57	32,829	162,8
ESG_A	11,880	11	5,393	2	73	65,413	159,4
ESG_S	24,719	25	3,316	14	56	22,022	54,5
ESG_G	28,959	29	3,807	4	61	-32,770	142,5
ROA	5,019	3,900	11,946	-82,4	280,3	127,779	1.238,3
MARGEN	-11,448	3,200	417,656	-20.631	1.098	-1.022,350	23.294,8
CR_VTAS	9,250	-8,300	793,521	-100	41.029	1.120,910	27.030,6
FIRM_INV	0,642	0,318	2,259	0	68,558	472,339	6.064,8
ENDEUD	0,487	0,494	0,241	0,002	2,709	6,145	14,8
RCORR	3,322	1,821	14,313	0,015	680,785	849,795	18.308,3
CR_EBITDA	-36,99	-9,8	1.342,14	-74.560	13.794,9	-117.098	3.269.050
ACIDT	2,422	1,339	8,064	0,015	261,026	528,761	7.065,15
N_EMP	181,328	63	935,612	1	45.236	819,581	18.659,8
ATOTAL	52.934,0	15.415,9	225.581,0	334,6	6.800.850	479,3	6.279,8
VENTAS	38.593,7	15.029,3	109.116,0	8,8	2.235.090	251,3	1.749,6

Fuente: elaboración propia

En la tabla 4 se recogen los resultados del análisis factorial que se ha efectuado, con la finalidad de que las variables originales financieras y de medida del tamaño empresarial se reduzcan a un número menor de factores incorrelacionados. La extracción de factores se ha realizado utilizando el método de componentes principales, manteniendo los factores cuyo autovalor asociado fuese superior a la unidad y descartando los restantes. En principio, la validez del análisis se puede entender como aceptable, en tanto que la prueba de factorabilidad Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) ofrece un valor de 0,543. Para favorecer la interpretación de los cinco factores resultantes, se ha realizado una rotación ortogonal de tipo varimax, que minimiza el número de variables originarias que tienen alta correlación con cada factor. Finalmente, son cinco los factores obtenidos, y dadas las correlaciones con las variables iniciales que se muestran en la matriz de cargas factoriales, podemos interpretar que representan a liquidez, tamaño, endeudamiento, rentabilidad y crecimiento.

Tabla 4. Análisis factorial

Panel 1. Factores extraídos y autovalor asociado

Factor nº	Autovalor	% Varianza	% acumulado varianza
1	1,99671	18,152	18,152
2	1,76895	16,081	34,233
3	1,18779	10,798	45,031
4	1,05244	9,568	54,599
5	1,00623	9,148	63,747
6	0,988831	8,989	72,736
7	0,925712	8,416	81,151
8	0,773003	7,027	88,179
9	0,721106	6,556	94,734
10	0,439776	3,998	98,732
11	0,139453	1,268	100

Panel 2. Matriz de cargas factoriales después de rotación varimax

	Factor 1	Factor 2	Factor 3	Factor 4	Factor 5	Comunalidad
ROA	-0,0409	0,0501	-0,2782	0,6842	-0,1427	0,570
MARGEN	-0,0098	-0,0107	0,2122	0,6674	0,1083	0,502
CR_VENTAS	0,0069	-0,0096	-0,0123	0,2536	0,7543	0,634
FIRM_INV	0,0895	-0,0590	0,7843	0,1221	-0,0643	0,646
ENDEUD	-0,2813	0,1204	0,6782	-0,1608	0,0324	0,580
RCORR	0,9526	-0,0010	-0,0314	-0,0323	0,0038	0,909
CR_EBITDA	0,0104	-0,0107	0,0189	0,2678	-0,6354	0,476
ACIDT	0,9549	-0,0006	-0,0817	-0,0230	-0,0064	0,919
N_EMP	-0,0161	0,6914	0,0061	-0,0071	-0,0059	0,478
ATOTAL	0,0374	0,7455	0,0123	-0,0129	0,0166	0,558
VENTAS	-0,0361	0,8570	0,0169	0,0561	-0,0105	0,739
<i>Interpretación</i>	Liquidez	Tamaño	Endeudamiento	Rentabilidad	Crecimiento	
<i>Factor</i>	Fliquidez	Ftamano	Fendeudamiento	Frentabilidad	Fcrecimiento	

Fuente: elaboración propia

La tabla 5 refleja los resultados obtenidos de los modelos Logit, considerando las tres distintas posibilidades de consignación de una empresa como zombi o no zombi, de acuerdo a los criterios que han sido aplicados (BCE, OCDE y OCDE modificado). Se observa que los coeficientes asociados a las puntuaciones en sostenibilidad no son significativos en ninguno de los modelos, ni acorde a ninguno de los criterios de clasificación de las empresas como zombis, ni para la puntuación global ESG, ni tampoco para la puntuación de cada vertiente por separado, sea la medioambiental (E), la social (S) o la de gobernanza (G). Por lo tanto, no se verifica la hipótesis formulada, en tanto que no se pone en evidencia que, durante la crisis pandémica de la COVID-19, las evaluaciones positivas en sostenibilidad que recibieron las empresas hayan influido como un factor significativo para que sea consignada como zombi o no zombi y, por lo tanto, no afecta a una capacidad resiliente que permita mitigar una situación de vulnerabilidad previa de la entidad que, en última instancia, condujese a que en 2020 fuese catalogada como firma zombi. De esta manera, nuestros resultados son congruentes con los del trabajo de Demers et al (2021), puesto que las puntuaciones otorgadas en sostenibilidad parecen irrelevantes en la acumulación o el desarrollo de capacidades de resiliencia que actuaran como dique de contención ante las adversidades derivadas de la etapa de la pandemia.

En todo caso, hay una cuestión de importancia para la adecuada interpretación de estos resultados, y son los generalizadamente bajos niveles observados en las puntuaciones ESG recibidas por las empresas que componen la muestra utilizada. Con una escala de medición que oscila de uno a cien, los promedios de puntuaciones recibidas fueron de 23,34 para la sostenibilidad en su conjunto, de 11,88 para el pilar ambiental (E), de 24,72 para el pilar social (S) y de 28,96 para el pilar de la gobernanza, (G) con el 50% de las empresas que componían la muestra situándose por debajo de esos niveles medios en la puntuación global ESG y en dos de las tres vertientes. Desde un acercamiento intuitivo a lo que esto implica, parece difícil que se pueda producir algún efecto asociado a la confianza que despierta una organización con alta puntuación ESG cuando, de forma generalizada, las firmas de la muestra no han conseguido más que unas modestas calificaciones en sostenibilidad.

Hay además otro aspecto a contemplar en el análisis realizado, y es que en la casi totalidad de los casos se han estado utilizando proyecciones de puntuaciones en sostenibilidad facilitadas por el proveedor de datos, a resultados de su propia metodología de análisis (no revelada por razones comerciales). Ha de inferirse que muchas de esas empresas a las que se ha otorgado una estimación de su calificación no tienen ese tipo de información sobre su compromiso con la sostenibilidad tan expuesta al escrutinio de sus stakeholders, ni es posible contemplar que se halle tan disponible o accesible a un público indeterminado como para que sea procesada y acabe sustentando unas vinculaciones sólidas con los grupos de interés, de modo que, en última instancia, puedan servir de mecanismo de protección en condiciones de adversidad del entorno organizacional. Por consiguiente, se podría plantear una extensión al análisis que considerara un mayor refinamiento en cuanto a la selección de empresas de la muestra, restringiéndola a aquellas en las que se pueda suponer que sus puntuaciones en sostenibilidad sean de elevada visibilidad para sus grupos de interés y partes vinculadas.

Tabla 5. Resultados estimaciones modelos Logit

Panel A. Considerando la puntuación global ESG

Variable	BCE		OCDE		OCDE modificado	
	Coefficiente	Valor-P	Coefficiente	Valor-P	Coefficiente	Valor-P
CONSTANTE	-14,6856		-15,7815		-14,6602	
ESG	-0,0859	0,289	-0,0422	0,333	-0,0104	0,755
Fliquidez	-0,5506**	0,047	-0,0669	0,255	0,0019	0,960
Fendeudamiento	0,3334***	0,002	0,2177***	0,001	0,1572***	0,000
Frentabilidad	-0,4342***	0,000	-0,5870***	0,000	-0,1402***	0,007
Fcrecimiento	0,2229*	0,093	-0,1690*	0,078	-0,0328	0,567
Ftamano	-0,6968**	0,034	-0,0566	0,434	-0,1159*	0,090
ANTIG	0,0102	0,249	0,0151***	0,001	-0,0009	0,831
Control CNAE	Sí	0,846	Sí***	0,000	Sí**	0,012
Control CONCENT	Sí	0,631	Sí	0,433	Sí**	0,011
Control AUDIT	Sí***	0,001	Sí***	0,000	Sí***	0,009
Control COTIZ	Sí	0,728	Sí	0,713	Sí	0,488
Control COMP	Sí*	0,054	Sí	0,145	Sí**	0,016
% desv. explicado	20,44		18,03		7,64	

Panel B. Considerando separadamente la puntuación de cada pilar E, S, G

Variable	BCE		OCDE		OCDE modificado	
	Coefficiente	Valor-P	Coefficiente	Valor-P	Coefficiente	Valor-P
CONSTANTE	-15,3107		-15,9683		-14,8136	
E	-0,0611	0,241	0,0091	0,714	-0,0178	0,382
S	0,0233	0,758	-0,0227	0,578	0,0120	0,6725
G	-0,0408	0,457	-0,0155	0,634	-0,0020	0,9338
Fliquidez	-0,5419*	0,054	-0,0654	0,262	0,0020	0,9556
Fendeudamiento	0,3425***	0,002	0,2174***	0,001	0,1584***	0,0003
Frentabilidad	-0,4371***	0,000	-0,5929***	0,000	-0,1400***	0,0069
Fcrecimiento	0,2376*	0,080	-0,1701*	0,078	-0,0352	0,5419
Ftamano	-0,655*	0,061	-0,083	0,288	-0,096	0,1717
ANTIG	0,011	0,231	0,015***	0,001	-0,001	0,824
Control CNAE	Sí	0,826	Sí***	0,000	Sí**	0,0143
Control CONCENT	Sí	0,604	Sí	0,458	Sí**	0,0118
Control AUDIT	Sí***	0,000	Sí***	0,000	Sí***	0,0086
Control COTIZ	Sí	0,729	Sí	0,709	Sí	0,4756
Control COMP	Sí*	0,059	Sí	0,152	Sí**	0,0148
% desv. explicado	20,59		18,01		7,67	

***significativo al 1%; **significativo al 5%; *significativo al 10%,

Fuente: elaboración propia

5. Conclusiones

El objetivo de nuestro trabajo ha consistido en explorar si durante el período de crisis pandémica se ha puesto de manifiesto que exista alguna influencia de la puntuación en sostenibilidad empresarial, conforme a criterios ESG, sobre la acumulación de capacidades de resiliencia organizacional. En concreto, se ha analizado si una calificación positiva en sostenibilidad previene de la posible consignación de esa empresa como lo que se denomina firma zombi, con base en distintos criterios que comprueban su grado de viabilidad operativa y de fragilidad financiera. Con este propósito, se ha utilizado una muestra de 3.544 empresas españolas con datos del año

2020, a fin de comprobar si aquellas con una más elevada puntuación ESG asignada por la agencia Vigeo Eiris, o una mayor proyección de dicha puntuación (tanto en el cómputo global como en lo referente a cada pilar medioambiental, social y de gobernanza) son también las que exhibieron comparativamente una mejor predisposición a evitar ser categorizadas como empresas zombis durante el período de crisis pandémica del COVID-19.

Los resultados obtenidos no son significativos en ninguno de los modelos, ni acorde a ninguno de los criterios de clasificación de las empresas como zombis, ni para la puntuación global ESG, ni tampoco para la puntuación de cada vertiente por separado, sea la medioambiental (E), la social (S) o la de gobernanza (G), por lo que no cabe aceptar la hipótesis formulada. Los resultados son congruentes con los del trabajo de Demers et al (2021), en tanto que las puntuaciones en sostenibilidad parecen no afectar a las capacidades de resiliencia que sirvan para mitigar las amenazas del entorno durante la etapa de la pandemia. Para proceder a una adecuada interpretación de estos resultados, ha de advertirse de las generalizadamente modestas puntuaciones en sostenibilidad otorgadas a las empresas que componen la muestra. Además, en la casi totalidad de los casos se han estado utilizando proyecciones de puntuaciones en sostenibilidad facilitadas por el proveedor de datos y obtenidas a resultados de su propia metodología de análisis. Este tipo de estimaciones no se encuentra tan disponible ni se ve tan expuesta al escrutinio público de terceros, por lo que parece difícil que llegue a generar unas cotas suficientes de vinculación consistente y de confianza con las partes interesadas que actúen como mecanismo protector en las circunstancias de un contexto de crisis.

Referencias

Acharya, V. V.; Eisert, T.; Eufinger, C.; Hirsch, C. (2019). Whatever it takes: The real effects of unconventional monetary policy. *The Review of Financial Studies*, 32(9), 3366-3411.

Albitar, K.; Al-Shaer, H.; Elmarzouky, M. (2021). Do assurance and assurance providers enhance COVID-related disclosures in CSR reports? An examination in the UK context. *International Journal of Accounting & Information Management*, 29(3), 410-428

Albuquerque, R.; Koskinen, Y.; Yang, S.; Zhang, C. (2020). Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous COVID-19 market crash. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 593–621.

Ameer, R.; Othman, R. (2012). Sustainability practices and corporate financial performance: A study based on the top global corporations. *Journal of Business Ethics*, 108(1), 61-79.

Amel-Zadeh, A.; Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, 74 (3), 87-103.

Avramov, D.; Cheng, S.; Lioui, A.; Tarelli, A. (2022). Sustainable investing with ESG rating uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 145(2), 642-664

Banerjee R.; Hofmann B. (2018): The rise of zombie firms: Causes and consequences. *BIS Quarterly Review*, September, 67-78

Barton, M.A.; Sutcliffe, K.M.; Vogus, T.J.; Dewitt, T. (2015). Performing under uncertainty: contextualized engagement in wildland firefighting. *Journal of Contingencies and Crisis Management*, 23 (2), 74-83.

Berg, F.; Koelbel, J. F.; Rigobon, R. (2019). *Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings*. MIT Sloan School of Management. Cambridge, MA,

- Berkman, H.; Li, M.; Lu, H. (2020). Trust and the value of CSR during the global financial crisis. *Accounting & Finance*, 1–11.
- Boldeanu, F. T.; Clemente-Almendros, J. A.; Tache, I.; Seguí-Amortegui, L. A. (2022). Is ESG relevant to electricity companies during pandemics? A case study on European Firms during COVID-19. *Sustainability*, 14(2), 852.
- Bouslah, K.; Kryzanowski, L.; Bouchra, M. Z. (2018). Social performance and firm risk: Impact of the financial crisis. *Journal of Business Ethics*, 149, 643–669
- Broadstock, D. C.; Chan, K.; Cheng, L. T.; Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 38, 101716.
- Carroll, A.B. (1991): The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons*, 34: 39-48.
- Chatterji, A.K.; Durand, R.; Levine, D.I.; Touboul, S. (2016). Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*, 37(8), 1597-1614.
- Christensen, D. M.; Serafeim, G.; Sikochi, A. (2022). Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings. *The Accounting Review*, 97(1), 147-175.
- Clarke, T. (2011). Ética, valores y gobierno corporativo. *Valores y Ética para el Siglo XXI*. <https://www.bbvaopenmind.com/wp-content/uploads/2012/02/BBVA-OpenMind-etica-valores-y-gobierno-corporativo-Thomas-Clarke.pdf>
- Clementino, E.; Perkins, R. (2021). How do companies respond to environmental, social and governance (ESG) ratings? Evidence from Italy. *Journal of Business Ethics*, 171(2), 379-397.
- Craighead, C. W.; Ketchen Jr, D. J.; Darby, J.L. (2020). Pandemics and supply chain management research: toward a theoretical toolbox. *Decision Sciences*, 51(4), 838-866.
- Dahles, H.; Susilowati, T.P. (2015). Business resilience in times of growth and crisis. *Annals of Tourism Research*, 51, 34-50.
- Dahlsrud, A. (2008). How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15(1), 1-13.
- De la Garza, M.; Zerón, M.; Briano-Turrent, G. (2022). Strategic Behavior of Zombie Companies: Differences between Family and Non-Family Companies Listed in Mexico. *European Journal of Family Business*
- Demers, E.; Hendrikse, J.; Joos, P.; Lev, B. (2021). ESG did not immunize stocks during the COVID-19 crisis, but investments in intangible assets did. *Journal of Business Finance & Accounting*, 48(3-4), 433-462.
- Ding, W.; Levine, R.; Lin, C.; Xie, W. (2021). Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. *Journal of Financial Economics*, 141(2), 802-830.
- El Khoury, R.; Nasrallah, N.; Harb, E.; Hussainey, K. (2022). Exploring the performance of responsible companies in G20 during the COVID-19 outbreak. *Journal of Cleaner Production*, 354, 131693.
- Fombrun, C. J. (2005). A world of reputation research, analysis and thinking—building corporate reputation through CSR initiatives: evolving standards. *Corporate Reputation Review*, 8(1), 7-12.

- Fombrun, C.; Shanley, M. (1990). What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal*, 33(2), 233-258.
- Freeman, R.E. (2011): Some thoughts on the development of stakeholders theory. En Phillips, R.A. (ed.): *Stakeholders theory. Impact and prospects*, 212-234. Cheltenham: Edward Elgar.
- Godfrey, P. C.; Merrill, C. B.; Hansen, J. M. (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.
- Hallak, I.; Harasztosi, P.; Schich, S.T. (2018). *Fear the walking dead?: Incidence and effects of zombie firms in Europe*. Luxembourg: Publications Office of the European Union. [<https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/handle/JRC111915>]
- Hamel, G.; Valikangas, L. (2003). The quest for resilience. *Harvard Business Review*, 81(9), 52-65.
- He, F., Qin, S., Liu, Y., & Wu, J. G. (2022). CSR and idiosyncratic risk: evidence from ESG information disclosure. *Finance Research Letters*, 102936.
- Hillmann, J. (2021). Disciplines of organizational resilience: contributions, critiques, and future research avenues. *Review of Managerial Science*, 15(4), 879-936.
- Hoepner, A.G.; Oikonomou, I.; Sautner, Z.; Starks, L. T.; Zhou, X. (2019). *ESG shareholder engagement and downside risk*. Working Paper, University College Dublin
- Hope, O.K. (2003). Accounting policy disclosures and analysts' forecasts. *Contemporary Accounting Research*, 20(2): 295-321.
- Jensen, M.C. (2002). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 235–256.
- Jones, G.H.; Jones, B.H.; Little, P. (2000). Reputation as reservoir: Buffering against loss in times of economic crisis. *Corporate Reputation Review*, 3(1), 21-29.
- Jones, T.M. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of Management Review*, 20(2), 404-437.
- Khan, M. A. (2022). ESG disclosure and Firm performance: A bibliometric and Meta Analysis. *Research in International Business and Finance*, 101668.
- Lee, K.J.; Lu, S.L. (2021). The impact of COVID-19 on the stock price of socially responsible enterprises: an empirical study in Taiwan stock market. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 18(4), 1398.
- Lengnick-Hall, C.A.; Beck, T.E.; Lengnick-Hall, M.L. (2011). Developing a capacity for organizational resilience through Strategic Human Resource Management. *Human Resource Management Review*, 21, 243-255.
- Lins, K. V.; Servaes, H.; Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *The Journal of Finance*, 72(4), 1785–1824.
- McGowan, M. A.; Andrews, D.; Millot, V. (2018). The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries. *Economic Policy*, 33(96), 685-736
- McManus, S.; Seville, E.; Vargo, J.; Brunson, D. (2008). Facilitated process for improving organizational resilience. *Natural Hazards Review*, 9(2), 81-90.
- Musteen, M.; Datta, D.K.; Kemmerer, B. (2010): Corporate reputation: Do board characteristics matter? *British Journal of Management*, 21: 498-510.

- Nakamura, J. I.; Fukuda, S. I. (2013). What happened to "Zombie" Firms In Japan?: Reexamination for the lost two decades. *Global Journal of Economics*, 2(02), 1350007.
- Oliveira Teixeira, E.; Werther Jr, W. B. (2013). Resilience: Continuous renewal of competitive advantages. *Business Horizons*, 56(3), 333-342.
- Orlitzky, M.; Schmidt, F. L.; Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization studies*, 24(3), 403-441.
- Pfeffer, J.; Salancik, G. R. 1978. *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Harper & Row, New York.
- Preghenella, N.; Battistella, C. (2021). Exploring business models for sustainability: A bibliographic investigation of the literature and future research directions. *Business Strategy and the Environment*, 30(5), 2505-2522.
- Reverte Maya, C. (2015). La nueva Directiva Europea de Reporting no Financiero: una excelente oportunidad para la mejora de la transparencia empresarial y del contenido del informe de gestión. *Revista AECA* (110), 17-21.
- Rojas, F.; Olmo, F.; Aires, D. (2022). Empresas zombis: análisis de las vulnerabilidades del sector empresarial en el contexto pos-covid-19. *Cuadernos de Información económica*, 286, 45-54
- Rudolph, J. W.; Repenning, N. P. (2002). Disaster dynamics: Understanding the role of quantity in organizational collapse. *Administrative Science Quarterly*, 47(1), 1-30.
- Serafeim, G.; Yoon, A. (2022). Stock price reactions to ESG news: The role of ESG ratings and disagreement. *Review of Accounting Studies*, 1-31.
- Tognini, C. (2021). *The Zombie firms' phenomenon: origin and economic consequences in OECD countries*. Doctoral dissertation, Politecnico di Torino
- Vallaster, C. (2017). Managing a company crisis through strategic corporate social responsibility: A practice-based analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(6), 509-523.
- Vogus, T.J.; Sutcliffe, K.M. (2007). Organizational resilience: towards a theory and research agenda. *Proceedings of IEEE International Conference on Systems, Man and Cybernetics*, pp. 3418-3422.
- Waddock, S. (2008). Building a new institutional infrastructure for corporate responsibility. *Academy of Management Perspectives*, 22(3), 87-108.
- Yevdokimova, M.; Zamlynskyi, V.; Minakova, S.; Biriuk, O.; Ilina, O. (2019). Evolution of corporate social responsibility applied to the concept of sustainable development. *Journal of Security & Sustainability Issues*, 8(3), 473-480.
- Zhang, J.; Zhang, Y.; Sun, Y. (2022). Restart economy in a resilient way: The value of corporate social responsibility to firms in COVID-19. *Finance Research Letters*, 102683.