

EL EFECTO EN EL MERCADO DE LA FILANTROPÍA CORPORATIVA Y SU CONTROL. IMPORTANCIA DEL SECTOR DE ACTIVIDAD DE LA EMPRESA.

AREA:

h) RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA

Palabras clave: filantropía, supervisión, sector, teoría de la señalización, valor de mercado.

Autores:

Arco-Castro¹, María Lourdes; López-Pérez, María Victoria²; Pérez-López, María-Carmen³; Rodríguez-Ariza, Lázaro⁴

Afiliación y dirección de los autores:

Departamento de Economía Financiera y Contabilidad

Universidad de Granada

Campus de Cartuja s/n 18071 Granada (España)

EL EFECTO EN EL MERCADO DE LA FILANTROPÍA CORPORATIVA Y SU CONTROL. IMPORTANCIA DEL SECTOR DE ACTIVIDAD DE LA EMPRESA.

Resumen

La filantropía corporativa es un tema importante en las organizaciones. En este trabajo analizamos el impacto sobre el mercado de capitales de las diferentes formas de

gestionar la filantropía corporativa, su supervisión y el posible efecto moderador del sector. Tomamos una muestra de 193 empresas durante los años 2011 a 2015 (965 datos). Los resultados muestran que el mercado responde positivamente a la gestión de la filantropía corporativa a través de fundaciones y negativamente cuando se usan donaciones, además, valora positivamente la verificación externa del desempeño social. Asimismo, el sector tiene un efecto moderador en algunas relaciones.

1. INTRODUCCIÓN

Las empresas pueden realizar políticas sociales, entre otras razones, para enviar un mensaje a sus grupos de interés sobre el compromiso social asumido (Mutakkin, Khan, y Subramaniam, 2015). Entre los grupos de interés a los que se dirige esta señal están los inversores, que pueden recibir esta información y su reacción puede tener un efecto en el mercado (Brammer y Millington, 2008; Muhammad, Scrimgeour, Reddy, y Abidin, 2015; Wang y Qian, 2011). Los inversores pueden entender que las acciones sociales de las empresas pueden crear valor a medio y largo plazo (Fioravante, 2010; Vveinhardt y Zygmantaite, 2015), debido a que este tipo de actuaciones genera confianza y mejora la cooperación con la entidad de los agentes con los que la empresa interactúa (Park, Mool, Na, y Lee, 2014).

El objetivo de nuestro estudio es examinar si las diferentes maneras de gestionar la filantropía corporativa y el hecho de que ésta sea supervisada podrían ser consideradas como una señal positiva de un mejor desempeño (Mutakin et al., 2015) o de una mayor compromiso por parte de la empresa con sus grupos de interés e influir en el valor de mercado. Para analizar esta cuestión, en primer lugar es necesario distinguir entre filantropía discrecional o vinculada a los directivos de la empresa, canalizada generalmente a través de donaciones esporádicas y filantropía corporativa con un perfil más profesional canalizada a través de fundaciones. En el primer caso, los directivos podría entenderse que llevan a cabo prácticas de filantropía para obtener beneficios propios o como respuesta a motivaciones personales (Barnea y Rubin 2010; Prior, Surroca, y Tribó, 2008). Este tipo de actuación podría ser considerada como una señal negativa para los inversores (Cohen y Dean, 2005), en la medida que no genera confianza y que resulta difícil vincularlo a una mejora de la entidad en el medio o largo plazo. En el segundo caso, las acciones sociales se apoyan en estructuras organizacionales especializadas y profesionalizadas (Brammer y Millington, 2003;

Marquis y Lee, 2013), a través de comités o departamentos de RSC (Donalson y Preston, 1995; Jo y Harjoto, 2011) o, con más frecuencia, a través de fundaciones a través de las cuales se encauza la estrategia social de la empresa (Minciullo y Pedrini, 2015). La gestión de la filantropía vía estructuras especializadas requiere la actuación de profesionales, añade seguridad a la realización de actividades sociales, y proporciona una idea de coherencia en la política social desarrollada por la empresa (Moratis, 2018). Este tipo de actuación puede ser tomada como señal por el mercado y valorada positivamente de forma que explique la mejora en el valor de mercado de la compañía.

El segundo objetivo del estudio es determinar si la introducción de mecanismos de supervisión y control sobre las actuaciones filantrópicas tiene algún efecto en el valor de mercado. Estos mecanismos de supervisión pueden ser internos y/o externos. Su existencia proporciona seguridad a los inversores y, por lo tanto, deberían impactar en el valor de mercado. Los mecanismos internos actuarían como indicadores de buen gobierno (Darko, Aribi y Uzonwanne, 2016) y los externos respaldarían la confiabilidad de los resultados alcanzados en materia de compromiso social de la empresa (IFAC, 2012).

En tercer lugar, analizamos el efecto moderador que puede tener el sector sobre el valor de mercado. La hipótesis que se plantea es que el impacto de canalizar la filantropía a través de fundaciones o donaciones puede variar según el sector en el que opera la empresa (Peterson y Su, 2017). Igualmente, el efecto del aseguramiento externo y/o interno de la filantropía corporativa sobre el valor de mercado puede diferir entre sectores (Sierra, Zorio y García-Benau, 2013).

El resto del artículo se organiza como sigue. En la próxima sección, revisamos la literatura y proponemos las hipótesis del estudio. En la tercera sección se presentan los datos y el método de estimación, para después analizar y discutir los resultados obtenidos. La última sección resume las principales conclusiones extraídas.

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA E HIPÓTESIS

2.1. MARCO TEÓRICO

El presente estudio se aborda tomando como marco teórico la teoría de la señalización. La teoría parte de la asimetría de la información existente entre dos partes y las señales

que se emiten para reducir estas asimetrías (Luffarelli y Awaysheh, 2018; Moratis, 2018). La empresa disminuye las asimetrías de información de los usuarios externos a través de señales de diferente tipo (Connelly, Certo, Irlanda y Reutzel, 2011), entre las que podemos señalar los compromisos sociales y su canalización. Esta teoría también explica que el receptor puede conocer la intencionalidad de los emisores de señales a través de sus acciones (Luffarelli y Awaysheh, 2018).

En el área del desempeño social, las prácticas sociales pueden ser señales del compromiso social de las empresas hacia los grupos de interés (Connelly et al., 2011; Moratis, 2018). La eficiencia de la señal está relacionada con la percepción de las mismas por parte de los receptores (Siddique y Sciulli, 2018), entre los que se encuentran los inversores. Para los inversores, las prácticas de filantropía pueden percibirse como una señal de confianza, cooperación y preocupación de la empresa por los grupos de interés (Groening y Kanuri, 2018; Jo y Hartojo, 2011). Además, pueden percibirlo como un signo de la obtención de beneficios futuros debido a la mejora de la imagen, la reputación, una mejor relación con los grupos de interés que repercutirá en un mejor desempeño financiero (Bae et al., 2018; Moratis, 2018). No todas las prácticas de responsabilidad social son acogidas positivamente por los receptores. La señal debe tener algunas características. Así, los inversores deben percibir como un indicador de confianza el desempeño realizado en responsabilidad social (Luffarelli y Awaysheh, 2018). Por lo tanto, si consideran que la filantropía corporativa obedece a los intereses personales de los gerentes, que invierten recursos de manera discrecional, sin tener en cuenta los intereses de los accionistas y de la propiedad (Brown, Helland y Smith, 2006; Werbel y Carter, 2002), el efecto de las actuaciones filantrópicas será negativo. En este caso, los inversores no tendrían información sobre los objetivos perseguidos por la dirección con las actuaciones y no sabrían si están integrados en la estrategia general de las empresas o si son políticas discrecionales destinadas a satisfacer intereses o motivaciones personales de los directivos (Luffarelli y Awaysheh, 2018).

Los inversores obtienen información de la intencionalidad, valores y objetivos de la política social a través de las señales que emiten las empresas (Groening y Kanuri, 2018; Haski-Leventhal y Foot, 2016; Moratis, 2018). En este contexto, las señales de terceras partes sobre la adecuación de las políticas sociales a estándares objetivos las hacen más creíbles (Delmas, Etzion, y Nairn-Birch, 2013; Moratis, 2018). Los mecanismos de gobierno y control interno, como los comités de responsabilidad social

corporativa (RSC), podrían indicar una mayor propensión de la empresa a integrar la práctica social en la estrategia general de la empresa, y un mecanismo de control para reducir la asimetría de la información entre gerentes e inversores (Abdelmotaal y Abdel-Kader, 2016; Muttakin et al., 2015). La supervisión externa ofrece información independiente que constituyen señales de credibilidad y validez sobre la posición social de las empresas (Becker, 2018; Luffarelli y Awaysheh, 2018).

Finalmente, el sector en el que opera la empresa podría reforzar el efecto que la incidencia en la distribución de los recursos sociales, la exposición pública y las expectativas de los grupos de interés (Yang et al., 2018; Siddique y Sciulli, 2018) así como su aseguramiento tiene sobre indicadores de desempeño. Los grupos de interés pueden reaccionar de manera diferente a las prácticas o políticas sociales, dependiendo del sector, pudiendo afectar al contenido, eficiencia y credibilidad de la señal (Luffarelli y Awaysheh, 2018).

2.2. FILANTROPÍA CORPORATIVA Y VALOR DE MERCADO

Las empresas pueden gestionar la filantropía de varias maneras. Algunos estudios han observado diferencias en el efecto sobre el valor de la empresa, según el tipo de acción filantrópica realizada (Jo y Harjoto, 2011; Liang y Renneboog, 2017). Así, cuando las acciones son estructuradas, no discrecionales se relacionan con un rendimiento sostenible y un crecimiento a largo plazo.

Cuando la filantropía corporativa está integrada en la estrategia del negocio, esta es parte de la identidad de la entidad (Montfort y Villagra, 2016). La existencia de una estructura organizativa formal especializada asegura la coherencia de las políticas de filantropía y su integración en la estrategia global del negocio (Marquis y Lee, 2013; Useem y Kutner, 1986) y puede ser percibida por los receptores como una señal de coherencia (Chung y Kalnins, 2001; Moratis, 2018).

A este respecto, los inversores suelen evaluar varias cuestiones. Primero, la gestión de la filantropía corporativa a través de fundaciones a menudo se relaciona con prácticas sociales más innovadoras y una postura más prospectiva, junto con niveles más altos de actividad empresarial socialmente beneficiosa (Westhues y Einwiller, 2006). La filantropía corporativa podría ser una señal de la creación de valor futuro y los inversores podrían esperar una rentabilidad futura en la empresa (Moratis, 2018). Segundo, para

poder canalizar la filantropía corporativa a través de una fundación, se debe contar con una entidad legal, independiente de la empresa, y esto supone una mayor transparencia sobre la gestión de los recursos (Bereskin, Campbell, y Hsu, 2016; Liang y Reneboog, 2017), que es una de las características de una señal (Weigelt y Camerer 1998). Tercero, la canalización de recursos a través de fundaciones asegura una estabilidad a medio y/o largo plazo del desarrollo del programa social en la medida que no depende de la condición financiera de la empresa (Wolch, 1995), lo que manifiesta la calidad del compromiso social de la entidad (Moratis, 2018).

Cuando la filantropía se basa en prácticas esporádicas o personales, destinadas a obtener prestigio, satisfacer las motivaciones de los gerentes o justificar un desempeño deficiente o conflicto de carácter social o medioambiental (Chen, Patten y Roberts, 2008), el efecto en el valor de mercado puede ser negativo debido a que las prácticas no generan credibilidad y los accionistas no perciben a la empresa como un comunicador de confianza (Luffarelli y Awaysheh, 2018). Las prácticas esporádicas y discrecionales de los directores podrían generar desconfianza entre los inversores (Jensen, 1986), porque tales acciones de filantropía no están planificadas, no están reguladas y, generalmente, no están sujetas a supervisión externa (Bereskin et al., 2016; Liang y Renneboog, 2017).

Considerando lo anterior, se espera que el modo de canalizar la filantropía corporativa tenga un efecto sobre el valor de mercado, pero de diverso signo, siendo positivo en la caso de fundaciones y negativo en el caso de donaciones discrecionales. En este sentido se plantean las siguientes hipótesis:

Hipótesis 1: Existe una relación positiva entre el valor de mercado de una empresa y la canalización de la filantropía corporativa a través de fundaciones.

Hipótesis 2: Existe una relación negativa entre el valor de mercado de una empresa y la canalización de la filantropía corporativa a través de donaciones discrecionales y esporádicas.

2.3. MECANISMOS DE SUPERVISIÓN Y VALOR DE MERCADO

Las acciones de filantropía por parte de las empresas son importantes, pero para una mayor credibilidad y confiabilidad, estas acciones deben ser supervisadas para enviar una señal de veracidad y calidad a los grupos de interés (Becker, 2018).

Internamente, uno de los mecanismos disponibles para que la empresa supervise y controle los aspectos sociales es el comité de RSC (Eberhardt-Toth, 2017). Las empresas con mejor gobierno buscan reducir la asimetría de la información (Abdelmotaal y Abdel-Kader, 2016; Kanagaretnam, Lobo, y Whalen, 2007) y eso mejora la confianza y la reputación percibida (Becker, 2018). Estos comités controlan y supervisan a los directivos para asegurar que sus decisiones sean coherentes con los objetivos de la empresa, es decir, que los intereses del inversor y el directivo estén alineados. Su mera existencia podría considerarse como una señal de competencia en el gobierno (Connolly y Dhanani, 2009).

Entre otras funciones, un comité de RSC debe analizar el impacto social y ambiental de la empresa, determinar su estrategia hacia los grupos de interés (Dias, Rodrigues y Craig, 2017; Mahmood, Kouser, Ali, Ahmad y Salman, 2018) y fomentar una cultura de sostenibilidad dentro de la organización (Eccles, Weijer, y Mittman, 2011; Mahmood et al., 2018). Sus acciones pueden ser una señal para los inversores del tratamiento que se les da a los grupos de interés (Stiglitz, 2000).

Los miembros de los comités de RSC suelen tener experiencia y conocimientos en esta área, y propondrán políticas y estrategias teniendo en cuenta las consideraciones sociales. Estos comités supervisan las acciones de filantropía de la empresa (Dias et al., 2017; Mahmood et al., 2018) y los informes de sostenibilidad (Fernández-Sánchez, Luna-Sotorrio, y Diez-Baraibar, 2011), asegurando así que los usuarios reciban información de alta calidad, confiable y creíble (Fuente, García-Sánchez, y Lozano, 2016; Luffarelli y Awaysheh, 2018). Esta garantía de calidad suele ser observada y tomada en cuenta por los grupos de interés, entre los que se encuentran los inversores, en su toma de decisiones (Frías-Aceituno, Rodríguez-Ariza, y Sánchez-García, 2013).

Si el control por parte de un comité de RSC no es considerado suficiente por los inversores (Jo y Harjoto, 2011), las empresas también pueden recurrir a mecanismos de supervisión externos (Braam y Peeters, 2018). Los grupos de interés, entre los cuales los inversores son de gran importancia, pueden requerir que las empresas tengan una

verificación externa e independiente de sus actividades (Sethi, Martell y Demir, 2017), lo que garantiza la calidad y la adecuación a unos estándares aceptados (Luffarelli y Awaysheh, 2018; Martínez-Ferrero y García-Sánchez, 2017). El ajuste a los estándares de credibilidad y confiabilidad al compromiso de las empresas hacia los problemas sociales (Kolk y Perego, 2010; Moratis, 2018).

La supervisión externa, en la medida que es un signo fiable, tendría un efecto sobre indicadores financieros, al corroborar la credibilidad de la información divulgada (Lo, 2015). La verificación externa puede incidir en la decisión de invertir, ya que ésta requiere no solo una evaluación de riesgos según los datos disponibles, sino también la confianza en que dichos datos son creíbles (Guiso, Sapienza y Zingales, 2008). Además, permitiría a los inversores evaluar mejor la información social, diferenciando así a la empresa de sus competidores y respondiendo a las necesidades de transparencia de los inversores (Sethi et al., 2017).

Por lo tanto, los mecanismos de supervisión pueden ayudar a salvaguardar los intereses de los inversores y de otros grupos de interés y mejorar la confiabilidad de los informes en los que se basan la toma de decisiones, reduciendo así las asimetrías de información y los errores en el pronóstico (Bansal, López-Pérez, y Rodríguez-Ariza, 2018; Luffarelli y Awaysheh, 2018). Se plantea que estos mecanismos serán valorados positivamente por los inversores y aumentando del valor de mercado de la empresa (Abdelmotaal y Abdel-Kader, 2016; Villarón-Peramato, García-Sánchez, y Martínez Ferrero, 2018). En consecuencia, se proponen las siguientes hipótesis:

Hipótesis 3: Existe una relación positiva entre la existencia de un comité de RSC dentro de una empresa y su valor de mercado.

Hipótesis 4: Existe una relación positiva entre la verificación externa de las acciones de filantropía y el valor de mercado de la empresa.

2.3. EL EFECTO MODERADOR DEL SECTOR

El sector en el que una empresa realiza sus actividades puede ser un elemento que modere el efecto de la filantropía corporativa y la supervisión sobre el valor de mercado (Sethi et al., 2017). En este sentido se distingue entre empresas comerciales, orientadas al consumidor, e industriales (Gautier y Pache, 2015).

En las empresas comerciales, el valor asignado a la filantropía podría estar asociado con la búsqueda de aceptación por parte de los grupos de interés. En este contexto la entidad buscaría mejorar su reputación y legitimar sus operaciones (Amato y Amato, 2012). La filantropía se vería como una herramienta de marketing, útil para promover y reforzar la imagen de la organización (Peterson y Su, 2017). Las empresas industriales, por otro lado, son menos propensas a ver la filantropía en términos de comercialización, y sus decisiones de filantropía tienden a ser más altruistas (Peterson y Su, 2017). Sus decisiones de filantropía son más estables en el tiempo, lo que facilita el logro de objetivos sociales. Pero, independientemente de las razones para desarrollar la política de filantropía, es importante analizar el modo en el que los inversores la perciben (Groening y Kanuri, 2018; Luffarelli y Awaysheh, 2018). Los inversores pueden notar la intención subyacente de las empresas (marketing o altruismo, donaciones esporádicas o asignaciones estables de recursos) y operar en consecuencia (Weigelt y Camerer, 1998). La hipótesis que se plantea es que los inversores perciben una política estable y coherente en las empresas industriales y ello tiene un impacto en el valor de mercado, frente a las políticas adoptadas por compañías comerciales que pueden ser menos creíbles para los inversores, al poder ser percibidas más vinculadas a objetivos de reputación o imagen.

Cuando una empresa opera en un sector industrial proyecta una filantropía corporativa estable lo que supondrá un impacto positivo sobre el valor de mercado (Groening y Kanuri, 2018; Peterson y Su, 2017), proponiéndose la siguiente hipótesis:

Hipótesis 5: El sector empresarial modera el impacto en el valor de mercado producido por la gestión de la filantropía corporativa a través de fundaciones o donaciones.

El sector en el que una empresa opera podría afectar al tipo de supervisión que se demanda (Sierra et al., 2013). La demanda de supervisión es mayor entre las compañías industriales (Sierra et al., 2013; Simnet et al., 2009). Los inversores deben sopesar los riesgos que plantean los diferentes tipos de actividad empresarial, y las empresas que operan en un área que es sensible a este respecto, por el impacto medioambiental o social de sus actuaciones, podrían hallar que la supervisión externa aumenta el valor de mercado, en la medida que posibilita mejorar los pronósticos por lo que proponemos la siguiente hipótesis:

Hipótesis 6: El sector empresarial al que pertenece una empresa modera el impacto en el valor de mercado de la empresa producido por el uso de mecanismos de supervisión interna o externa.

Finalmente, el sector empresarial y la zona geográfica dónde opera la empresa se incluyen en el estudio como variables de control. El sector es un factor que puede asociarse al valor de mercado (Jia y Zhang, 2014). De manera similar, en las diferentes zonas geográficas se siguen diferentes sistemas legales. El sistema legal, basado en el derecho civil o en el derecho común, puede influir en el valor de una empresa (Miralles-Quiros, Miralles-Quiros y Arraiano, 2017; Wang, Dou y Jia, 2016). Los países europeos con un sistema de derecho común tienden a implementar mayores políticas de protección de los accionistas (Miralles-Quiros et al., 2017), frente a los que siguen un sistema de derecho civil.

3. METODOLOGÍA

Este estudio se centra en 193 empresas europeas que operan en trece países, utilizando datos desde 2011 hasta 2015 (965 observaciones), siendo la muestra equilibrada. La variable dependiente fue extraída de la base de datos de Datastream y el resto de las variables fueron extraídas de la base de datos de Sustainalytics. Esta es un proveedor de datos para inversores socialmente responsables. Esta base de datos se ha utilizado en investigaciones anteriores sobre RSC (Arco-Castro, López-Pérez, Pérez-López, y Rodríguez-Ariza, 2018; Surroca, Tribó, y Waddock, 2010; Wolf, 2014).

El estudio estima modelos estadísticos utilizando el método generalizado de momentos (GMM) (Arellano y Bond, 1991; Hansen, 1982). El uso del estimador GMM nos permite controlar la endogeneidad (García-Castro, Ariño y Canela, 2010) y eliminar la heterogeneidad no observable (Villarón-Peramato, García-Sánchez, y Martínez Ferrero, 2018). Los modelos se obtuvieron utilizando el estimador de dos pasos (Arellano y Bond, 1991; Roodman, 2009). Se consideró un retardo de un año en las variables (Arellano y Bond, 1991).

Nuestras hipótesis fueron testadas por medio del siguiente modelo:

$$\begin{aligned} \text{Valor de Mercado}_{it} &= \beta_0 + \beta_1 \text{Fundacion}_{it} + \beta_2 \text{Donacion}_{it} + \beta_3 \text{Comite de RSC}_{it} \\ &+ \beta_4 \text{Verificacion externa}_{it} + \beta_j \text{Sector}_i + \beta_k \text{Zona}_i \end{aligned}$$

Además, se introducen varias variables en el modelo para considerar el sector como variable moderadora.

Para el “valor de mercado” utilizamos la Q de Tobin que considera las expectativas de valor de mercado y de rentabilidad futuras (Zyglidopoulos, Georgiadis, Carroll y Siegel, 2012). La Q de Tobin explica la relación entre el mercado y los datos reales de las empresas (Lin, Lee y Lee, 2011).

“Fundación” toma el valor 1 cuando la empresa gestiona sus acciones de filantropía a través de una fundación, y 0 en cualquier otro caso. “Donación” se mide por el porcentaje de beneficios destinados a donaciones. “Comité de RSC” toma el valor 1 si hay mecanismos internos para el control de RSC y 0 en cualquier otro caso (Dias et al., 2017; Fuente et al., 2016). “Verificación Externa” toma el valor 1 si el informe sobre filantropía corporativa es supervisado externamente, y 0 en cualquier otro caso (Kolk y Perego, 2010). “Sector” toma el valor 1 si la empresa opera en el sector industrial y 0 si es comercial (Peterson y Su, 2017). Finalmente, la variable “Zona” toma el valor 1 si el país tiene un sistema legal basado en el derecho civil y 0 si el sistema legal se basa en el derecho común (Kim, Park, y Ryu, 2017).

4. RESULTADOS Y DISCUSION

La tabla 1 muestra los estadísticos descriptivos de las variables. Según se observa, las empresas destinan a donaciones una media del 0,38% de su beneficio neto; el 51% de las empresas analizadas gestionan su filantropía corporativa a través de fundaciones; el 85% de las empresas tienen un mecanismo interno para controlar la RSC y el 63% tiene mecanismos de verificación externa. Además, el 52% son empresas comerciales y el 74% son empresas que operan en países cuyo sistema legal está basado en el derecho civil.

Tabla 1. Estadísticos descriptivos de las variables del estudio.

VARIABLES CONTÍNUAS	Descripción	Media	SD	Min.	Max.
---------------------	-------------	-------	----	------	------

1. Valor de Mercado	Q de Tobin		2.35	2.10	.15	12.34
2. Donaciones	Porcentaje de beneficios netos destinado a donaciones.		.38	.14	.00	1.00
VARIABLES DICOTOMICAS			Frecuencia	%	Porcentaje válido	Porcentaje Acumulado
3. Fundación	Empresas que canalizan la filantropía a través de una fundación	490	50.78	50.78	50.78	50.78
	Empresas que canalizan la filantropía a través de una fundación	475	49.22	49.22	49.22	100.00
4. Comité de RSC	Empresas con comité de RSC.	820	84.97	15.03	15.03	15.03
	Empresas sin comité de RSC.	145	15.03	84.97	84.97	100.00
5. Verificación Externa	Hay verificación externa.	607	62.90	62.90	62.90	62.90
	No hay verificación externa.	358	37.10	37.10	37.10	100.00
6. Sector	Sector industrial.	460	47.67	47.67	47.67	47.67
	Sector comercial.	505	52.33	52.33	52.33	100.00
7. Zona	Derecho civil.	710	73.58	73.58	73.58	73.58
	Derecho común.	255	26.42	26.42	26.42	100.00

La tabla 2 proporciona una descripción de la muestra por países.

Tabla 2. Análisis de las variables dicotómicas por países.

	Fundación		Sin Fundación		Comité de RSC		Sin Comité de RSC		Verificación Externa		Sin Verificación Externa	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
Dinamarca n=45	20	4.1	25	5.3	30	3.7	15	10.3	22	3.6	23	6.4
Finlandia n=55	23	4.7	32	6.7	35	4.3	20	13.8	27	4.5	28	7.8
Francia n=120	88	17.9	32	6.7	100	12.2	20	13.8	83	13.7	37	10.3
Alemania n=130	85	17.4	45	9.5	122	14.9	8	5.5	63	10.4	67	18.7
Grecia n=15	0	.00	15	3.2	10	1.2	5	3.5	7	1.2	8	2.2
Irlanda n=25	2	.4	23	4.8	20	2.4	5	3.5	15	2.5	10	2.8
Italia n=55	42	8.6	13	2.7	45	5.5	10	6.9	35	5.8	20	5.6
Holanda n=55	42	8.6	13	2.7	50	6.1	5	3.5	45	7.4	10	2.8
Noruega n=35	10	2.0	25	5.3	33	4.0	2	1.4	18	2.9	17	4.8
España n=90	65	13.3	25	5.3	80	9.8	10	6.9	85	14.0	5	1.4
Suecia n=40	5	1.0	35	7.4	30	3.7	10	6.9	10	1.7	30	8.4
Suiza n=70	35	7.1	35	7.4	62	7.6	8	5.5	45	7.4	25	7.0
Reino Unido n=230	73	14.9	157	33.0	203	24.7	27	18.6	152	25.0	78	21.8

La tabla 3 muestra las diferencias en el valor de mercado (Q de Tobin) en función de las variables independientes dicotómicas. Aplicando el test U de Mann-Whitney (Athari,

Adaoglu, y Bektas, 2016), los resultados muestran diferencias significativas en el valor de mercado en el caso de dos variables, en concreto, las fundaciones y la zona geográfica donde se ubica la empresa.

Tabla 3. Diferencias entre la Q de Tobin y las variables dicotómicas independientes.

VARIABLES	Test U de Mann-Whitney			
	U de Mann-Whitney	Wilcoxon	Z	Asump. Sig.(2-tailed)
Fundación	13996.5	33302.5	4.219	.000
Comité de RSC	8810.5	1051.5	-.896	.370
Verificación Externa	17246.5	46892.5	-.121	.904
Sector	18255.5	36021.5	-.325	.745
Zona	9126.5	50802.5	-5.163	.000

La relación entre variables dicotómicas se analiza a través del test Chi-cuadrado cuyos resultados cuando son significativos se muestran en la tabla 4.

Tabla 4. Estadísticos para la tabla de contingencias (test Chi-cuadrado).

	Fundación-Verificación Externa			Fundación-Zona			Verificación Externa-Sector		
	Valor	g.l.	Asymp. Sig. (2-sided)	Valor	g.l.	Asymp. Sig. (2-sided)	Valor	g.l.	Asymp. Sig. (2-sided)
Chi-cuadrado de Pearson	20.758	1	.000**	10.363	1	.001**	6.236	1	.013**
Likelihood Ratio	20.977	1	.000	10.451	1	.001	6.245	1	0.12
Linear-by-Linear-Association	20.704	1	.000	10.336	1	.001	6.220	1	.013
N de casos válidos	965			965	1	.001	965	1	
							965		

*Significación al 5%. **Significación al 1%.

Los resultados indican que la filantropía corporativa está asociada positiva y significativamente con la verificación externa. Esta situación puede venir ocasionada porque las fundaciones están sujetas a más mecanismos de transparencia (Liang y Reneboog, 2017), debido a la existencia de obligaciones legales o también en respuesta a las demandas de las entidades que canalizan recursos a través de ellas o las demandas de los inversores. Las fundaciones y los mecanismos de supervisión desempeñan un papel importante como instrumentos de control, asegurando que la empresa está al tanto y cumple con las expectativas y demandas de los grupos de interés y de la sociedad (Jo y Harjoto, 2011; Westhues y Einwiller, 2006). En consecuencia, ambos instrumentos facilitan y aseguran la orientación estratégica de la empresa hacia las prioridades sociales (Westhues y Einwiller, 2006). Sin embargo, las donaciones no están significativamente relacionadas con la existencia de mecanismos de supervisión. Las donaciones están más sujetas a la discrecionalidad del CEO que

las actividades de filantropía canalizadas a través de fundaciones (Barnea y Rubin, 2010). Además, los resultados de este test muestran que la existencia de fundaciones difiere entre países dependiendo de su sistema legal. Con respecto a la verificación y la variable sector, puede afirmarse que el sector se asocia a mecanismos de verificación externa (Seguí-Mas, Bolas-Araya, y Polo-Garrido, 2018; Sierra et al., 2013).

Finalmente la tabla 5 muestra los resultados del análisis de regresión. Los modelos 2 a 5 presentan el efecto moderador del sector sobre las diferentes variables independientes.

Variable dependiente Q de Tobin (Valor de mercado)										
	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5	
	Coef.	Std. Error	Coef.	Std. Error	Coef.	Std. Error	Coef.	Std. Error	Coef.	Std. Error
Fundación	.698**	.2249	.558*	.264	.682**	.223	.602**	.226	.668**	.224
Donaciones	-.0043*	.002	-.0044*	.002	-.009**	.003	-.004*	.002	-.0036	.002
Comité de RSC	.171	.234	.167	.234	.166	.232	-.702	.446	.134	.233
Verificación Externa	.443**	.153	.460**	.154	.519**	.156	.482**	.152	.217	.188
Sector	-.209	.182	-.404	.265	-.570*	.253	-1.074*	.419	-.601*	.265
Zona	-.470	.509	-.415	.512	-.551	.506	-.466	.503	-.648	.512
Constante	1.966**	.293	2.040**	.302	2.142**	.303	2.737**	.444	2.194**	.312
Fundación * Sector			.300	.297						
Donaciones * Sector					.008* (2.03)	.004				
Comité de RSC * Sector							1.008* (2.29)	.440		
Verificación Externa* Sector									.513* (2.02)	.254
test AR(2) Arellano–Bond	Prob > z = .582		Prob > z = .487		Prob > z = .501		Prob > z = 0.554		Prob > z = .540	
test Hansen	Prob > chi2 = 1.000		Prob > chi2 = 1.000		Prob > chi2 = 1.000		Prob > chi2 = 1.000		Prob > chi2 = 1.000	

Nota = 965 observaciones. Niveles de significación: *p < .05, **p < .01. Son facilitados los coeficientes estimados, los errores estándar asociados, el test de Arellano-Bond para AR (2), y el test de Hansen de sobre-identificación.

Los resultados del modelo 1 muestran que el mercado valora positivamente el compromiso social de la empresa cuando sus prácticas de filantropía corporativa son

gestionadas a través de fundaciones y, por tanto, se acepta la hipótesis 1. Por el contrario, la relación entre las donaciones y el valor de mercado también es significativa pero negativa, siendo también aceptada la hipótesis 2. Si la empresa adopta una postura de compromiso social, y esta es planeada y dirigida a través de instituciones especializadas (Useem y Kutner, 1986), el mercado podría identificarse con esta política o podría percibir que esta política tiene efectos positivos tales como la mejora de las relaciones con los grupos de interés (Deigh, Farquhar, Palazzo, y Siano, 2016; Leisinger, 2007). Los inversores pueden percibirla como una señal de profesionalidad, credibilidad y coherencia (Moratis, 2018). En el caso de las donaciones la incidencia sobre el valor de mercado es negativo, lo cual indica que la expectativa de creación de valor de mercado a medio-largo plazo por medio de este tipo de filantropía es negativa (Fioravante, 2010; Vveinhardt y Zygmantaite, 2015). Quizás, el déficit de transparencia o la discrecionalidad de las prácticas son consideradas una señal negativa (Muttakin et al., 2015).

Los resultados obtenidos para los mecanismos de supervisión indican que la presencia de comités de RSC no resulta ser una variable explicativa de las variaciones del valor de mercado, por lo que se rechaza la hipótesis 3. Sin embargo, la verificación externa sí se asocia positiva y significativamente con el valor de mercado de la empresa, y por tanto se acepta la hipótesis 4. La supervisión interna no es considerada por los inversores como una señal de la integración y salvaguarda de los intereses de los grupos de interés en el proceso de toma de decisiones de la empresa (Godos-Díez et al., 2018). Sin embargo, la incorporación de medidas de supervisión externa facilita el control de los logros sociales de la empresa y su conformidad con los estándares y normas ampliamente aceptados. Además, la calidad de información es mejorada, también la confiabilidad y comparabilidad, lo que asegura su idoneidad para la toma de decisiones. Por otra parte, la existencia de medidas de control y verificación limita la liberalidad del CEO frente a las prácticas sociales de la empresa (Jo y Harjoto, 2011; Martínez-Ferrero y García-Sánchez, 2017), garantiza la transparencia y veracidad de la información divulgada (Eberhardt-Toth, 2017; Sethi et al., 2017); y reduce las asimetrías de información (Jo y Harjoto, 2011). Por lo tanto, aumenta la confianza de los inversores, lo que contribuye a aumentar el valor de mercado de la empresa.

Por último, y en relación con las variables de control los resultados obtenidos indican que el área geográfica en la que opera la empresa y el sector empresarial no inciden en el valor de mercado.

En los modelos 2 a 5 se considera el efecto moderador del sector respecto a cada una de las variables. En el caso de las fundaciones, el sector no afecta indicando que el hecho de tener fundaciones afecta al valor de mercado tanto para el caso de empresas comerciales como industriales. En el caso de las donaciones según muestra el modelo 3, el sector modera la relación de esta variable con el valor de mercado. Por lo tanto, la hipótesis 5 es aceptada parcialmente. El hecho de que las empresas industriales realicen donaciones refuerza la relación de las donaciones con el valor de mercado. Los inversores perciben las razones sociales subyacentes de las empresas industriales como estables y creíbles (Groening y Kanuri, 2018; Luffarelli y Awaysheh, 2018; Weigelt y Camerer, 1998).

Finalmente, los resultados para los modelos 4 y 5 muestran que el sector empresarial modera la relación entre la supervisión (interna y externa) y el valor de mercado, por lo que la hipótesis 6 es aceptada. El hecho de que las empresas industriales aseguren y controles sus actuaciones sociales es valorado positivamente por el mercado.

5. CONCLUSIONES

La filantropía corporativa es un tema de creciente importancia en las organizaciones (Gautier y Pache, 2015). Este estudio pretende contribuir a esta área de investigación aportando diferentes implicaciones teóricas y prácticas. Por una parte, nuestros resultados apoyan la teoría de la señalización (Spence, 1973). Las estrategias de filantropía y su supervisión consideradas conjuntamente, a diferencia del estudio individualizado que se ha realizado en la literatura de estas variables, se muestran como señales percibidas por los inversores que pueden influir en la valoración en el mercado de las empresas. Esta estrategia empresarial incrementa la confianza en la empresa, siendo considerada un signo de ganancias venideras y de creación de valor (Moratis, 2018; Bae et al., 2018) y esto influye en el valor de mercado como muestran los resultados de este estudio. Cuando las empresas realizan actividades de filantropía corporativa podrían tener en cuenta que sus acciones no solamente afectan a la comunidad hacia la cual estas acciones son dirigidas, sino que serán evaluadas por los

inversores, quienes considerarán que un mayor interés por la comunidad es asociado a mayores compromisos hacia todos los grupos de interés, y hacia ellos mismos (Qian et al., 2015). La gestión de la filantropía a través de fundaciones es una señal de coherencia y confianza (Chung y Kalnins, 2001), los inversores notan la intención subyacente de la empresa y la toman en cuenta en sus decisiones (Weigelt y Camerer, 1998). Por el contrario, la canalización de filantropía a través de donaciones influye negativamente en el valor de mercado de la empresa (Luffarelli y Awaysheh, 2018).

Por otra parte, en el estudio se ha considerado el efecto de la supervisión interna y externa de las prácticas de filantropía. La verificación externa reduce la asimetría de información (Luffarelli y Awaysheh, 2018) y controla la discrecionalidad de la dirección (Abdelmotaal y Abdel-Kader, 2016; Jo y Harjoto, 2011; Kim et al., 2017).

Además, una implicación adicional de los resultados de este estudio es el hecho de que el sector es una variable que puede influir en la relación de las formas de gestionar la filantropía corporativa y su supervisión con el valor de mercado. Concretamente, en el caso de las empresas industriales, se refuerza la relación de las donaciones, de la supervisión interna y de la externa con el valor de mercado de las empresas.

Estos resultados aportan nuevas evidencias que pueden ser aplicadas en la gestión que las empresas realicen de su filantropía corporativa, así como en los mecanismos de supervisión interna y externa de sus actuaciones filantrópicas. No obstante, este estudio debe ser complementado con otras líneas futuras de investigación. Por una parte, es necesario estudiar cómo la gestión de la filantropía corporativa puede afectar a otros grupos de interés (por ejemplo, los empleados o la comunidad en general). Por otra parte, es interesante analizar los efectos en el valor de mercado de otros mecanismos de gobierno corporativo, tales como la existencia de directores independientes y la estructura de propiedad de la empresa.

BIBLIOGRAFÍA

Abdelmotaal, H., y Abdel-Kader, M. (2016). The use of sustainability incentives in executive remuneration contracts Firm characteristics and impact on the shareholders' returns. *Journal of Applied Accounting Research*, 17(3), 311-330.

- Amato, L.H., y Amato, C.H. (2012). Retail philanthropy: Firm size, industry, and business cycle. *Journal of Business Ethics*, 107(4), 435-448.
- Arco-Castro, M.L., López-Pérez, M.V., Pérez-López, M.C., y Rodríguez-Ariza, L. (2018). Corporate philanthropy and employee engagement. *Review of Managerial Science*, 1-21. <https://doi.org/10.1007/s11846-018-0312-1>.
- Arellano, M., y Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- Athari, S.A., Adaoglu, C., y Bektas, E. (2016). Investor protection and dividend policy: The case of Islamic and conventional banks. *Emerging Markets Review*, 27, 100-117.
- Bae, S., Masud, M., y Kim, J. (2018). A cross-country investigation of corporate governance and corporate sustainability disclosure: A signaling theory perspective. *Sustainability*, 10(8), 2611.
- Bansal S., Lopez-Perez, M.V., y Rodriguez-Ariza, L. (2018). Board independence and corporate social responsibility disclosure: The mediating role of the presence of family ownership. *Administrative Science*, 8(3), 1-21.
- Barnea, A., y Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility and conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71–86.
- Becker, A. (2018). An experimental study of voluntary nonprofit accountability and effects on public trust, reputation, perceived quality, and donation behavior. *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 47(3), 562-582.
- Bereskin, F.L., Campbell, T.L., y Hsu, P-H. (2016). Corporate philanthropy, research networks, and collaborative innovation. *Financial Management*, 45(1), 175-206.
- Braam, G., y Peeters, R. (2018). Corporate sustainability performance and assurance on sustainability reports: Diffusion of accounting practices in the realm of sustainable development. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(2), 164–181.
- Brammer, S., y Millington, A. (2003). The effect of stakeholder preferences, organizational structure, and industry type on corporate community involvement. *Journal of Business Ethics*, 45(3), 213–226.
- Brammer, S., y Millington, A. (2008). Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 29(12), 1325-1343.
- Brown, W.O., Helland, E., y Smith, J.K. (2006). Corporate philanthropic practices. *Journal of Corporate Finance*, 12(5), 855-877.
- Casey, R.J., y Grenier, J.H. (2015). Understanding and contributing to the enigma of corporate social responsibility (CSR) assurance in the United States, Auditing. *A Journal of Practice and Theory*, 34(1), 97-130.

- Chen, J.C., Patten, D. M., y Roberts, R. W. (2008). Corporate charitable contributions: A corporate social performance or legitimacy strategy?. *Journal of Business Ethics*, 82(1), 131-144.
- Chung, W., y Kalnins, A. (2001). Agglomeration effects and performance: A test of the Texas lodging industry. *Strategic Management Journal*, 22(10), 969-988.
- Cohen, B.D., y Dean, T. J. (2005). Information asymmetry and investor valuation of IPOs: Top management team legitimacy as a capital market signal. *Strategic Management Journal*, 26(7), 683-690.
- Connelly, B.L., Certo, S.T., Ireland R.D., y Reutzel, C.R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39-67.
- Connolly, C., y Dhanani, A. (2009). *Narrative reporting by UK charities*. Association of Chartered Certified Accountants.
- Darko, J., Aribi, Z.A., y Uzonwanne, G.C. (2016). Corporate governance: the impact of director and board structure, ownership structure and corporate control on the performance of listed companies on the Ghana stock exchange. *Corporate Governance The international Journal of Business in Society*, 16(2), 259-277.
- De Beelde, I., y Tuybens, S. (2015). Enhancing the credibility of reporting on corporate social responsibility in Europe. *Business Strategy and the Environment*, 24(3), 190-216.
- Deigh, L., Farquhar, J., Palazzo, M., y Siano, A. (2016). Corporate social responsibility: engaging the community. *Qualitative Market Research: An International Journal*, 19(2), 225-240.
- Delmas, M.A., Etzion, D., y Nairn-Birch, N. (2013). Triangulating environmental performance: What do corporate social responsibility ratings really capture?. *Academy of Management Perspectives*, 27(3), 255-267.
- Dias, A., Rodrigues, L.L., y Craig, R. (2017). Corporate governance effects on social responsibility disclosures. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(2), 3-22.
- Eberhardt-Toth, E. (2017). Who should be on a board corporate social responsibility committee?. *Journal of Cleaner Production*, 140, 1926-1935.
- Eccles, M.P., Weijer, C., y Mittman, B. (2011). Requirements for ethics committee review for studies submitted to Implementation Science. *Implementation Science*, 6, 32-35.
- Fernández-Sánchez, J.L., Luna-Sotorrio, L., y Diez-Baraibar, E.B. (2011). The relationship between corporate governance and corporate social behavior: A structural equation model analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 18(2), 91-101.
- Fioravante, P.L. (2010). Philanthropic initiatives and the value proposition equation. *The Journal of Values Based Leadership*, 3(2), 6.

- Frías-Aceituno, J.V., Rodríguez-Ariza, L. y Sánchez-García, I.M. (2013). Is integrated reporting determined by a country's legal system? An exploratory study. *Journal of Cleaner Production*, 44, 45-55.
- Fuente J.A., García-Sánchez, I.M., y Lozano, M.B. (2016). The role of the board of directors in the adoption of GRI guidelines for the disclosure of CSR information. *Journal of Cleaner Production*, 141, 737-750.
- García-Castro, R., Ariño, M.A., y Canela, M.A. (2010). Does social performance really lead to financial performance? Accounting for endogeneity. *Journal of Business Ethics*, 92(1), 107-126.
- Gautier, A., y Pache, A.C. (2015). Research of corporate philanthropy: A review and assessment. *Journal of Business Ethics*, 126(3), 343-369.
- Godos-Díez, J.L., Cabeza-García, L., Alonso-Martínez, D., y Fernández-Gago, R. (2018). Factors influencing board of directors' decision-making process as determinants of CSR engagement. *Review of Management Science*, 12, 229-253.
- Groening, C., y Kanuri, V. K. (2018). Investor reactions to concurrent positive and negative stakeholder news. *Journal of Business Ethics*, 1-24.
- Guiso, L., Sapienza, P., y Zingales, L. (2008). Trusting the stock market. *Journal of finance*, 63, 2557-2600.
- Hansen, L.P. (1982). Large sample properties of generalized method of moments estimators. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1029-1054.
- Haski-Leventhal, D., y Foot, C. (2016). The relationship between disclosure and household donations to nonprofit organizations in Australia. *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 45(5), 992-1012.
- International Federation of Accountants (IFAC) 2012 Annual Report.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jia, M., y Zhang, Z. (2014). Donating money to get money: The role of corporate philanthropy in stakeholders reactions to IPOs. *Journal of Management Studies*, 51(7), 1118-1152.
- Jo, H., y Harjoto, M.A. (2011). Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 103(3), 351-383.
- Kanagaretnam, K., Lobo, G.J., y Whalen, D.J. (2007). Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements?. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(4), 497-522.
- Kim, H., Park, K., y Ryu, D. (2017). Corporate environmental responsibility: A legal origins perspective. *Journal of Business Ethics*, 140(3), 381-402.
- Kolk, A., y Perego, P. (2010). Determinants of the adoption of sustainability assurance statements: An international investigation. *Business strategy and the Environment*, 19(3), 182-198.

- Leisinger, K.M. (2007). Corporate philanthropy: The “top of the pyramid”. *Business and Society Review*, 112(3), 315–342.
- Liang, H., Reneeboog, L. (2017). Corporate donations and shareholders value. *Oxford Review of Economic Policy*, 33(2), 278-316.
- Lin, M.J., Lee, D.C., y Lee, L.T. (2011). Using Tobins Q ratio to testing the stakeholder theory applied to the corporate social performance. *African Journal of Business Management*, 5(34), 12951-12957.
- Lo, A.K. (2015). Accounting credibility and liquidity constraints: Evidence from reactions of small banks to monetary tightening. *The Accounting Review*, 90(3), 1079-1113.
- Luffarelli, J., y Awaysheh, A. (2018). The impact of indirect corporate social performance signals on firm value: Evidence from an Event Study. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25, 295-310.
- Mahmood, Z., Kouser, R., Ali, W., Ahmad, Z., y Salman, T. (2018). Does corporate governance affect sustainability disclosure? A mixed methods study. *Sustainability*, 10(1), 207-227.
- Marquis, C., y Lee, M. (2013). Who is governing whom? Executives, governance, and the structure of generosity in large U.S. firms. *Strategic Management Journal*, 34(4), 483–497.
- Martínez-Ferrero, J., y García-Sánchez, I.M. (2017). Sustainability assurance and assurance providers: Corporate governance determinants in stakeholder-oriented countries. *Journal of Management and Organization*, 23(5), 647-670.
- Minciullo, M., y Pedrini, M. (2015). Knowledge transfer between for profit corporations and their corporate foundations. *Nonprofit Management and Leadership*, 25(3), 215-234.
- Miralles-Quiros, M.D.M., Miralles-Quiros, J.L., y Arraiano, I.G. (2017). Sustainable development, sustainability leadership and firm valuation: Differences across Europe. *Business Strategy and the Environment*, 26(7), 1014-1028.
- Montfort, A., y Villagra, N. (2016). Corporate social responsibility and corporate foundations in building responsible brands. *El profesional de la información*, 25(5), 767-777.
- Moratis, L. (2018). Signalling responsibility? Applying signalling theory to the ISO 26000 standard for social responsibility. *Sustainability*, 10(11): 1-20.
- Muhammad, N., Scrimgeour, F., Reddy, K., y Abidin, S. (2015). The impact of corporate environmental performance on market risk: the Australian industry case. *Journal of Business Ethics*, 132(2), 347–362.
- Muttakin, M. B., Khan, A., y Subramaniam, N. (2015). Firm characteristics, board diversity and corporate social responsibility: evidence from Bangladesh. *Pacific Accounting Review*, 27(3), 353-372.
- Park, J.C., Mool, P., Na, K.H., y Lee, C.G. (2014). The effects of creating shared value on corporate performance. *Journal of Distribution Science*, 12(10), 29-35.

- Peterson, D.K., y Su, Y. (2017). Relationship between corporate foundation giving and the economic cycle for consumer and industrial oriented firms. *Business and Society*, 56(8), 1169-1194.
- Prior, D., Surroca, J., y Tribó, J.A. (2008). Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), 160-177.
- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The Stata Journal*, 9(1), 86-136.
- Seguí-Mas, E., Bolas-Araya, H. M., y Polo-Garrido, F. (2018). Assurance on corporate governance reports in Spain: Towards an enhanced accountability or a new form of public relations?. *Administrative Sciences*, 8(3), 32.
- Sethi, S.P., Martell, T.F., y Demir, M. (2017). Enhancing the role and effectiveness of corporate social responsibility (CSR) reports: The missing element of content verification and integrity assurance. *Journal of Business Ethics*, 144(1), 59-82.
- Siddique, S.P., y Sciulli, N. (2018). Sustainable development of small companies: Investors' perspectives. *Business Strategy and the Environment*, 27(8), 1258-1271.
- Sierra, L., Zorio, A., y García-Benau, M.A. (2013). Sustainable development and assurance of corporate social responsibility reports published by Ibex-35 companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(6), 359-370.
- Simnett, R., Vanstraelen, A., Chua, W.F. (2009). Assurance on sustainability reports: an international comparison. *The Accounting Review*, 84(3), 937-967.
- Surroca J., Tribó J.A., y Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: the role of intangible resources. *Strategy Management Journal*, 31(5), 463-490.
- Useem M., y Kutner S.I. (1986). In Nonprofit Enterprise in the Arts: Studies in Mission and Constraint. DiMaggio PJ (Eds.) *Corporate contributions to culture and the arts: the organization of giving and the influence of the chief executive officer and of other firms on company contributions in Massachusetts* 93–112. Oxford University Press: New York.
- Villarón-Peramato, Ó., García-Sánchez, I. M., y Martínez-Ferrero, J. (2018). Capital structure as a control mechanism of a CSR entrenchment strategy. *European Business Review*, 30(3), 340-371.
- Vveinhardt, J., y Zygmantaite, R. (2015). Impact of social context on strategic philanthropy: Theoretical insight. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 214, 1165-1173.
- Wang, H., y Qian, C. (2011). Corporate philanthropy and corporate financial performance: The roles of stakeholder response and political access. *Academy of Management Journal*, 54(6), 1159-1181.

- Wang, Q., Dou, J., y Jia, S. (2016). A meta-analytic review of corporate social responsibility and corporate financial performance: The moderating effect of contextual factors. *Business and Society*, 55(8), 1083-1121.
- Weigelt, K., y Camerer, C. (1998). Reputation and corporate strategy: A review of recent theory and applications. *Strategic management journal*, 9(5), 443-454.
- Werbel, J.D., y Carter, S.M. (2002). The CEO's influence on corporate foundation giving. *Journal of Business Ethics*, 40(1), 47-60.
- Westhues, M., y Einwiller, S. (2006). Corporate foundations: Their role for corporate social responsibility. *Corporate reputation review*, 9(2), 144-153.
- Wolch, J.R. (1995). Corporate philanthropy, urban research, and public policy. In *Philanthropy and Economic Development*. America RF (ed). Greenwood Press: Westport, C.T, 16-37.
- Wolf, J. (2014). The relationship between sustainable supply chain management, stakeholder pressure and corporate sustainability performance. *Journal of Business Ethics*, 119(3), 317-328.
- Yang, X., Wang, Y., Hu, D., y Gao, Y. (2018). How industry peers improve your sustainable development? The role of listed firms in environmental strategies. *Business Strategy and the Environment*, 27(8), 1313-1333.
- Zyglidopoulos, S.C., Georgiadis, A.P., Carroll, C.E., y Siegel, D.S. (2012). Does media attention drive corporate social responsibility?. *Journal of Business Research*, 65(11), 1622-1627.