

**LA FILANTROPÍA CORPORATIVA Y EL VALOR DE MERCADO. EL EFECTO
MODERADOR DE LA INDUSTRIA**

López Pérez María-Victoria

Vicedecana de innovación y calidad docente

Arco Castro María-Lourdes

Profesora sustituta interina Universidad de Granada

Pérez López María-Carmen

Profesora contratada doctora indefinida

Rodríguez Ariza Lázaro

Catedrático Universidad de Granada

Área temática: c) Responsabilidad Social Corporativa

Palabras Clave: Valor de mercado, fundaciones, donaciones, supervisión, industria

LA FILANTROPÍA CORPORATIVA Y EL VALOR DE MERCADO. EL EFECTO MODERADOR DE LA INDUSTRIA

Abstract

Las actuaciones filantrópicas de las empresas pueden incidir en el valor de mercado como consecuencia de diferentes factores. Se analiza el impacto de los diferentes modos de gestionar la filantropía, y su aseguramiento o supervisión, teniendo en cuenta que ambos factores pueden diferir según sean empresas comerciales e industriales. Los resultados muestran que el mercado valora la gestión profesional e independiente de la filantropía a través de fundaciones, frente a donaciones discrecionales, y la supervisión del desempeño social y de la divulgación de la información. Estas actuaciones mejoran la confiabilidad, y credibilidad de las actuaciones filantrópicas en el mercado.

1. INTRODUCCIÓN

La filantropía corporativa son las acciones sociales que desarrolla la firma hacia la comunidad o sociedad en general como respuesta a su compromiso social (Al tabaa et al., 2014; Brammer et al., 2009) o al objetivo de la mejora de las relaciones con la sociedad (Tuan, 2013). El hecho de que las empresas realicen estas actividades y las divulguen puede tener una incidencia en el valor de mercado, ya que los informes sobre aspectos sociales y medioambientales son uno de los aspectos que analistas e inversores más valoran en relación a la información no obligatoria (Martínez-Ferrero, et al. 2017). De hecho, la emisión de informes de RSC se asocia con un menor nivel de errores de los analistas de mercados (Dhaliwal et al. 2012). Se entiende que existe una relación entre el volumen de acciones realizadas y la información que sobre ellas se divulga. Normalmente, las actuaciones filantrópicas conllevan un incremento de la información divulgada, el establecimiento de códigos de buenas prácticas y una mejora de la transparencia y de la supervisión de estas actuaciones (Qian, Gao y Tsang, 2015), lo que permite reducir la asimetría de la información entre directivos e inversores (Waddock and Graves, 1997), genera confianza en los accionistas y, como consecuencia, puede incrementar el valor de la firma (Iatridis, 2017). Además, es una información que resulta de interés para aquellos inversores, cada vez más frecuentes, que tienen en cuenta en sus decisiones criterios sociales (Qian, Gao y Tsang, 2014; Gacl, 2014; Sparkes et al. 2004).

Las acciones sociales pueden crear valor a medio y largo plazo (Vveinhardt and Zygmantaine, 2015, Fioravante, 2010), en la medida que mejoran la confianza y motivan a la cooperación de los diversos agentes con los que la empresa interactúa (Jo and Hartojo, 2012; Park et al. 2014). Esta realidad puede ser captada y valorada por los inversores incidiendo en el valor de mercado de las acciones (Kim et al., 2017; Muhammad et al., 2015; Lewis y Sabater, 1996; Patten, 2007; Brammer y Millington, 2008; Wang y Quian, 2011).

Los inversores y accionistas no son los destinatarios directos de las acciones filantrópicas y, en la literatura sobre filantropía, al tratar los stakeholders normalmente no se incluyen a los inversores (Cheong et al., 2017), aunque es un dato relevante conocer el efecto de cualquier estrategia y política de la empresa sobre los indicadores de desempeño financiero, entre los que se encuentra el valor de mercado.

No existe unanimidad en la literatura sobre el efecto de esta influencia (Singh et al., 2017; Waddock and Graves, 1997; Berman et al. 1999). En nuestro caso, proponemos

que, para que la incidencia de la filantropía sea positiva, las actuaciones han de generar confianza, lo cual puede estar relacionado con el modo de gestionar las actuaciones filantrópicas. En la medida que se reduzca la discrecionalidad de las donaciones, se vinculen a unos planteamientos estratégicos y planificados (Leisinger, 2007; Smith, 1994), y exista una supervisión y aseguramiento, los inversores pueden percibir una gestión más eficiente y una seguridad de que se están realizando esas actuaciones de acuerdo a una planificación previa.

El planteamiento del trabajo nos lleva a apoyarnos básicamente en la teoría de la agencia, la teoría de la legitimación y la teoría de los stakeholders. Según la teoría de la agencia, los directivos podrían usar las donaciones para satisfacer intereses y motivaciones personales, invirtiendo discrecionalmente recursos con criterios ajenos a los intereses de los accionistas y propietarios. Sus decisiones podrían no estar orientadas al mercado. Por ello, una de las razones para gestionar los recursos destinados a la filantropía a través de fundaciones o de estrategias formalizadas es evitar la discrecionalidad de los CEOs en la asignación de recursos a acciones filantrópicas (Brown et al. 2006; Masulis y Reza, 2015) y de este modo reducir los costes de agencia. Asimismo, el hecho de que las entidades divulguen un mayor volumen de información, en este caso social y medioambiental, en cierto modo disminuye la asimetría del mercado (Cormier y Ledoux, 2011). La teoría de la legitimación, por su parte, puede ser apropiada para explicar las actuaciones filantrópicas, en la medida que las mismas pueden tener como objetivo la obtención de legitimidad o la mejora de la reputación de la firma (Hooghiemstra, 2000) y la atracción de inversores institucionales que tienen entre los criterios de toma de decisiones las inversiones de carácter social, apoyándose para ello en la imagen social de la entidad (Chen et al., 2008). Asimismo el hecho de verificar la información divulgada también puede relacionarse con el objetivo de legitimación, y asegurar que la información sea confiable. Por último, la teoría de los stakeholders postula que las firmas asumen responsabilidades sociales y medioambientales fruto de su compromiso con los stakeholders. Sin embargo, cuando la empresa fija sus inversiones filantrópicas no todos los stakeholders tienen la misma importancia (Rego et al. 2017). De hecho los inversores no suelen ser un objetivo prioritario de estas actuaciones. Sin embargo, hay inversores institucionales que demandan este tipo de actuaciones (Song et al, 2016) y, sus requerimientos han de ser atendidos y, además los accionistas perciben que las empresas que se comprometen activamente con la filantropía, también muestran una mayor preocupación por los intereses de los inversores (Qian et al, 2015). Por último, las acciones de filantropía generan confianza

en los stakeholders, aumenta la conciencia de pertenencia a la organización, la identificación con la firma, como parte del grupo, y se mejoran sus actitudes y relaciones hacia ella (Brammer et al, 2007; Fosfuri et al, 2011; Shih et al, 1999). Aunque esto afecta en mayor medida a trabajadores y comunidad en general, también incide sobre los inversores.

Así, el presente estudio tiene como primer objetivo contrastar que el modo en el que se gestione la filantropía corporativa incide sobre el valor de mercado. En este sentido distinguiremos entre las acciones filantrópicas discrecionales o personales y la filantropía corporativa. Las acciones filantrópicas se pueden desarrollar a través de prácticas esporádicas y discrecionales, que respondan a necesidades inmediatas o preferencias personales de los responsables, o integrar la filantropía en el núcleo del negocio y, por tanto, en las estrategias de la firma, teniendo en cuenta las demandas sociales o los requerimientos en este ámbito realizados a las empresas (Porter y Kramer, 2006). En el primero de los casos, podría considerarse que los directivos llevan a cabo prácticas sociales para la obtención de beneficios individuales o por motivaciones personales (Chih et al., 2008; Prior et al., 2008; Barnea and Rubin 2010) y se hablaría de una filantropía individual o personalista (Dare, 2016), mientras que en el segundo, las acciones de filantropía formarían parte de la llamada filantropía corporativa.

La filantropía corporativa se suele apoyar en estructuras organizacionales especializadas (Marquis and Lee, 2013; Brammer and Millington, 2003), ya sea internas en la propia empresa, a través de comités o departamentos (Donalson and Preston, 1995; Jo and Hartojo, 2011) o, cada vez con mayor frecuencia, externas, a través de fundaciones (Anheier 2003, Minciullo and Pedrin_2015, Waniak-Michalak and Michalak 2016). El hecho de gestionar las donaciones a través de estructuras especializadas debe tener una incidencia positiva sobre el mercado.

En segundo lugar, se contrasta si el hecho de establecer mecanismos de aseguramiento y supervisión tiene un efecto sobre el valor de mercado. Si la información sobre las actuaciones filantrópicas no está supervisada su credibilidad puede ser cuestionada (Kolk y Perego, 2010). Por ello, sobre las actuaciones filantrópicas se pueden ejercer mecanismos de control (Kim et al., 2017; Jo and Hartojo, 2011) que aseguran que se alcanzan los objetivos planteados al fijar las estrategias (Villarón-Peramato et al., 2018; Bertrand and Mullainathan, 2003). Estos mecanismos de supervisión pueden ser internos y/o externos. Su existencia dará seguridad a los inversores y, por lo tanto, debería incidir positivamente en el valor de mercado. El interno como indicador de mecanismo de buena gobernanza (Darko et al.,

2016) y el externo como refuerzo del grado de confiabilidad de los resultados (IFAC, 2012).

En definitiva, este estudio tiene como primer objetivo analizar el impacto de los distintos modos de gestionar la filantropía en el valor de mercado que puede ser determinante para los inversores, y que en general, se han estudiado, sin hacer distinción entre ellos. En segundo lugar, se analiza la incidencia del aseguramiento y auditoría interno y/o externo sobre el valor de mercado. En general, se han estudiado por separado, pero resulta de interés analizar el efecto de ambos y mostrar si la verificación externa es más fiable para el mercado, al igual que ocurre con el aseguramiento de los mecanismos de buena gobernanza.

Para abordar dichos objetivos el trabajo se organiza como sigue. En la próxima sección se revisa la literatura y se plantean las hipótesis. En la tercera sección se presentan los datos y el método de estimación. La cuarta sección se dedica al análisis y discusión de los resultados y se muestran los principales hallazgos para finalizar presentando las principales conclusiones.

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA E HIPÓTESIS

2.1. LA FILANTROPÍA CORPORATIVA Y EL VALOR DE MERCADO

Las empresas gestionan la filantropía de diversos modos que no han sido estudiados en profundidad (Liang and Renneboog, 2017; Jo and Hartojo, 2011). Algunos estudios recientes han hallado diferencias en el valor de la empresa y el tipo de donación (Liang and Renneboog, 2017; Jo and Hartojo, 2011; Iatridis, 2015), relacionando las actuaciones estructuradas y no discrecionales con el desempeño sostenible y crecimiento a largo plazo.

La filantropía planificada, orientada a los stakeholders y asumida de manera estratégica (Iatridis, 2015), reduce los problemas de agencia, derivados de la asignación de los recursos según las preferencias de los directivos (Brown et al. 2006; Werber and Carter, 2002), reduciendo el riesgo de los accionistas (Iatridis 2015; Brown et al, 2006; Johanson y Vahlne, 2006). Este hecho puede llevar a que los inversores valoren positivamente que la gestión de la filantropía corporativa se realice a través de fundaciones.

Canalizar la filantropía corporativa a través de fundaciones supone la creación de una entidad legal, con personalidad jurídica propia, separada de la firma, garantizando una

mayor transparencia (Liang and Reneboog, 2017; Bereskin et al., 2016). Esta entidad posibilita la toma de decisiones independiente de los directivos (Conley y Williams, 2005), limitando la discrecionalidad de las decisiones (Marquis y Lee, 2013), permitiendo la estabilidad en el tiempo del desarrollo de los programas al estar separada de las fluctuaciones del ciclo del negocio (Brown et al., 2006; Peterson y Su, 2017), de las condiciones financieras de la firma (Wolch, 1995) o del ciclo económico. Esto puede ser valorado positivamente por los inversores (Jensen, 1986) incrementándose el valor de mercado (Iatridis, 2015).

La filantropía corporativa, integrada en la estrategia empresarial, forma parte de la identidad corporativa (Montfor y Villagra, 2016). La existencia de una estructura formal especializada asegura su coherencia en relación con la estrategia general de la empresa (Useem y Kutner, 1986; Conley and Williams, 2005; Marquis and Lee, 2013; Waniak-Michalak and Michalak 2016). En este sentido, la filantropía introducida en el corazón del negocio puede mejorar el valor de mercado de la firma (Iatridis, 2015).

Ello no se puede conseguir con prácticas esporádicas, individuales o dirigidas a la obtención de prestigio, satisfacer las motivaciones de los directivos o para justificar desempeños sociales y ambientales deficientes (Chen et al., 2008). Las prácticas esporádicas y discrecionales pueden generar cierta desconfianza en los accionistas y costes de agencia asociados a los conflictos de interés entre la dirección y la propiedad (Jensen, 1986). Estas actuaciones filantrópicas no se ajustan a estándares de divulgación, y, por tanto no es posible someterlas a mecanismos de supervisión externa (Liang and Renneboog, 2017; Bereskin et al., 2016) afectando negativamente al valor de la firma (Barnea and Rubin, 2010).

La filantropía, canalizada a través de fundaciones, puede constituir una postura más orientada hacia los inversores y el mercado, mientras que las donaciones individuales responden mayormente a los intereses de los directivos. En este sentido ambos modos de canalizar las acciones filantrópicas tendrían un efecto sobre el valor de mercado aunque de signo contrario. Teniendo en cuenta lo anterior se formulan las siguientes hipótesis:

Hipótesis 1: Existe una relación positiva entre el valor de mercado de la empresa y el empleo de fundaciones para llevar a cabo sus actuaciones filantrópicas.

Hipótesis 2: Existe una relación negativa entre el valor de mercado de la empresa y las actuaciones filantrópicas discrecionales.

2.2. LOS MECANISMOS DE SUPERVISIÓN Y EL VALOR DE MERCADO

El hecho de que las empresas lleven a cabo acciones de filantropía es relevante, pero para asegurar una mayor credibilidad y veracidad es necesario que se supervise. Esta supervisión se realiza sobre la información que elabora la empresa sobre las actuaciones realizadas en este ámbito (Simnett et al. 2009), para asegurar que se corresponde con la realidad y responden a unos estándares previamente establecidos. Los informes son discrecionales, tanto en la decisión de divulgarlos como en los contenidos e ítems sobre los que se informa (Luo et al. 2012). El aseguramiento proporciona confianza en la confiabilidad, calidad, utilidad, credibilidad y seguridad de la información social y medioambiental de las entidades (Kolk y Perego, 2010). Por esta razón, se ha extendido la adopción por parte de las empresas de mecanismos de supervisión de la información que elaboran sobre RSC, tanto a nivel interno como externo. Aunque esta supervisión resulta de interés para los diferentes stakeholders, los inversores serían uno de los principales demandantes de este tipo de verificación de la información, ya que toman decisiones en base a ella (Martínez-Ferrero, et al. 2017).

A nivel interno, uno de los mecanismos que tiene la empresa para supervisar y controlar los aspectos relacionados con la RSC son los comités de RSC, dentro de los consejos de administración. El comité de RSC analiza el impacto social y ambiental de la firma y fija la estrategia de la misma hacia los stakeholders (Mamood et al., 2017; Dias et al., 2017; Ullman, 1985), además, fomenta la existencia de una cultura de sostenibilidad dentro de la organización (Mamood, 2018; Eccles et al., 2011).

Los comités de RSC incluyen miembros con experiencia y conocimiento en esta área, debiendo proponer a los directivos de la empresa las políticas y estrategias de RSC que se deben seguir, garantizando el funcionamiento adecuado de los sistemas de información y control de RSC, así como la supervisión del informe anual de RSC (Fernández et al, 2011). Los comités desempeñan funciones de supervisión de las actuaciones filantrópicas (Mamood et al., 2018; Dias et al., 2017; Michelon and Parbonetti, 2012; Mackenzie 2007). Los comités de RSC aseguran la calidad de los informes de RSC proporcionando información confiable y creíble para los usuarios (Fuente et al., 2016), que pueda ser considerada por los stakeholders como fuente segura para la toma de decisiones (Prado-Lorenzo and García-Sánchez, 2010; Frías-Aceituno et al., 2012).

Para asegurar un control eficiente del comportamiento en materia social y medioambiental los sistemas de control interno podrían no ser suficientes para los inversores (Jo and Harjoto, 2011; Jensen, 1993), de aquí que las empresas también estén empleando mecanismos de supervisión externa (Braam y Peeters, 2018). En este sentido, los stakeholders demandan la existencia de una verificación independiente (Sethi et al., 2017) y externa que asegure la calidad y que se ajuste a unos estándares ampliamente aceptados (Martínez-Ferrero y García-Sánchez, 2017). La información verificada y supervisada aumenta la credibilidad en las actuaciones mejorando la reputación de la empresa (Casey y Grenier, 2015; Hahn y Kühner, 2013) y legitimando su actuación. Asimismo, la verificación externa de la información reduce en cierto modo la asimetría entre los diferentes agentes y cataliza un diálogo efectivo y constructivo con los stakeholders de la compañía (KPMG, 2012).

Por tanto, los mecanismos de supervisión llevarán a una gestión más eficiente y se conseguirán mejores desempeños sociales, ambientales y económicos (Villarón-Peramato et al., 2018; Jo and Hartojo, 2011). Estos mecanismos deben ser valorados positivamente por los inversores incidiendo positivamente en el valor de mercado (Abdelmotaal and Abdel-Kader, 2015; Lin et al., 2017; Villarón-Peramato et al., 2018). Para ello, planteamos las dos hipótesis siguientes:

Hipótesis 3: Existe una relación positiva entre la existencia de comités de CSR en la empresa y el valor de mercado de la misma.

Hipótesis 4: Existe una relación positiva entre la existencia de una verificación externa de la filantropía y el valor de mercado de la misma.

2.3. EL EFECTO MODERADOR DE LA INDUSTRIA

La industria es un elemento que puede asociarse al valor de mercado de forma directa, pero en el ámbito de la filantropía, hemos de considerar, además, que puede ejercer un efecto moderador en la medida que el sector puede incidir sobre el modo de gestionar la filantropía (Sethi et al., 2017) y tener finalmente un efecto sobre el valor de mercado. Esto se debe a que pueden existir diferencias entre las industrias en relación con las políticas de filantropía corporativa (Gautier et al., 2015), potenciando en algunas de ellas la incidencia del modo de gestionar la filantropía sobre el valor de mercado.

Las actuaciones filantrópicas son más frecuentes en las industrias más sensibles medio-ambiental y socialmente, así como aquellas en las que invierten ONGs, instituciones gubernamentales o fondos de pensiones, entre otros (Sethi et al., 2017). En ocasiones, las leyes obligan a hacer inversiones en entidades que tengan en cuenta aspectos sociales.

En la literatura se distinguen entre las empresas comerciales, orientadas al consumidor, y las empresas industriales (Gautier et al., 2015), siendo las primeras las que destinan un mayor volumen de recursos a la filantropía (Fry et al. 1982; Amato y Amato, 2012). Esto podría vincularse a la búsqueda de la aceptación de los stakeholders, a través de la mejora de su reputación que legitime su actuación (Hooghiemstra, 2000; Useem, 1988; Amato y Amato, 2012; Brammer y Milligton, 2005). La filantropía sería en este contexto una herramienta de marketing, para promover y reforzar la imagen de la firma (Peterson y Su, 2017). En este sentido las donaciones posiblemente sean más esporádicas y discrecionales. El uso de la filantropía de manera esporádica y discontinua pueden tener efectos negativos sobre el desempeño financiero de la firma (Godfrey, 2005). Las empresas industriales son menos proclives a ver la filantropía como herramienta de marketing. Es posible que sus decisiones filantrópicas estén más relacionadas con motivos altruistas (Peterson y Su, 2017). Las decisiones de filantropía de empresas industriales son más estables en el tiempo y suele gestionarse a través de fundaciones corporativas. El hecho de ser una empresa industrial potenciaría el efecto sobre el valor de mercado de la filantropía corporativa gestionada a través de fundaciones.

Con respecto a los mecanismos de supervisión, las empresas comerciales y aquellas de mayor impacto social (gas y de energía) aseguran sus informes de RSC (Sethi et al., 2017). El nivel de garantía y verificación de los informes sociales está por debajo de las auditorías de la información financiera. En ese sentido consideramos que la actividad a la que se dedique la empresa puede reforzar el efecto de la supervisión sobre el valor de mercado. Por lo tanto, planteamos las siguientes hipótesis:

Hipótesis 5: La industria a la que pertenece la empresa refuerza el impacto de la filantropía corporativa gestionada a través de fundaciones en el valor de mercado.

Hipótesis 6: La industria a la que pertenece la empresa refuerza el impacto de la verificación externa de los informes sobre el valor de mercado.

3. METODOLOGÍA Y DATOS

Este estudio se centra en 232 empresas europeas de 13 países, utilizando datos obtenidos de la base de datos Sustainalytics para el año 2015. Sustainalytics es un proveedor de datos para inversores socialmente responsables, que facilita el análisis de los aspectos sociales, ambientales y de gobierno de las entidades corporativas. Se genera un perfil para cada empresa, a partir de los datos divulgados por la empresa, de los datos de los medios y de las entrevistas con las partes interesadas. Este informe se envía a la empresa para su verificación y corrección. Cualquier cambio sugerido por la compañía es verificado por Sustainalytics. El trabajo lo llevan a cabo expertos que aplican los mismos parámetros de análisis a cada empresa, minimizando así el sesgo al que están sujetas todas las encuestas. Esta base de datos, que se ha utilizado en investigaciones previas sobre CSR (Surroca et al., 2010; Wolf, 2014), también proporciona información del desempeño¹ y de la industria en la que operan estas empresas.

De acuerdo con los objetivos del estudio, se propone el siguiente modelo de regresión:

$$\text{Valor de mercado} = \beta 1 \text{ Fundaciones} + \beta 2 \text{ Donaciones} + \beta 3 \text{ CSR Comité} + \beta 4 \text{ Verificación externa} + \beta 5 \text{ Industria}$$

La variable dependiente “valor de mercado” se mide a través del logaritmo del valor de capitalización bursátil.

En relación con las variables independientes, la variable “fundación” toma el valor 1 cuando la empresa gestiona su acción filantrópica a través de una fundación y 0 en caso contrario. La variable “donaciones” se mide teniendo en cuenta el porcentaje del beneficio neto destinado a donaciones, de este modo, la variable toma el valor cero si no realiza donación, 0,25 si es inferior al 0.5%, 0,50 si se encuentra comprendida entre el 0.5% y el 1% y finalmente 1 si es superior al 1%. La variable “CSR Comité”, toma el valor 1 si existe un mecanismo de supervisión interna de la CSR y cero en caso contrario (Días et al., 2017; Fuente et al., 2016). La variable “verificación externa” toma el valor 1 si la empresa asegura los informes sociales a través de profesionales externos y cero en caso contrario (Al-Shaer et al., 2016).

La variable moderadora “industria” toma el valor 1 si la empresa es industrial y 0 si se dedica a actividades comerciales (Petersen y Su, 2017).

¹ Esta base presenta un conjunto de indicadores para evaluar el desempeño teniendo en cuenta los Indicadores Clave de Desempeño para ESG 3.0 desarrollados por DVFA (Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management) y EFFAS (The European Federation of Financial Analysts Societies).

Además, se incorpora como variable de control la zona geográfica, asignando valores del 1 al 4, de acuerdo con la religión dominante, como variable proxy de los valores culturales (Van der Duijn Schouten et al., 2014; Witt and Stahl, 2016; Du, 2012), ya que existen diferencias entre los diversos países europeos respecto a preferencias en materia de RSC, divulgación y transparencia (Adams et al., 1998; Santema et al., 2005).

Para el análisis de datos se ha utilizado el programa estadístico SPSS v.24.

4. RESULTADOS

La tabla 1 muestra los descriptivos y las correlaciones de las variables utilizadas en el estudio.

Tabla 1. Estadísticos descriptivos y correlaciones

VARIABLES	Medi a	DT	1	2	3	4	5	6	7
1. Valor de mercado	3.97	0.79	1						
2. Fundaciones	0.38	0.39	0.313**	1					
3. Donaciones	0.52	0.40	0.113	0.270**	1				
4. CSR Comité	0.74	0.36	0.239**	0.137*	0.181**	1			
5. Verificación externa	0.55	0.46	0.307**	0.230**	0.169*	0.397**	1		
6. Industria	0.54	0.50	0.021	0.038	-0.038	-0.105	0.111	1	
7. Zona	2.61	1.15	-0.122	0.211**	-0.040	-0.036	0.137*	0.066	1

Nota: Nivel de significación: **p < 0.01 *p < 0.05.

El análisis de las medias muestra que un número significativo de entidades (38%) canalizan su filantropía corporativa a través de fundaciones, y un número mayor destinan un porcentaje relevante de su beneficio neto a donaciones (del 0,5% al 1%). Existe una tendencia creciente a adoptar una estrategia de filantropía corporativa o asumir compromisos sociales, siendo un aspecto significativo para las empresas de la muestra (Gautier y Pache, 2015). Del análisis de los datos se desprende, además, que

un 74% disponen de un mecanismo de supervisión interna de la CSR y un 55% de las empresas verifican externamente los informes sociales.

Las correlaciones muestran que las diversas acciones filantrópicas se relacionan entre sí. Asimismo, las acciones de filantropía corporativa se asocian positiva y significativamente con la supervisión y control tanto externo como interno (Ho and Hartojo, 2011), siendo más significativa la supervisión o aseguramiento externo en el caso de las fundaciones. Esta situación puede estar justificada porque las fundaciones están sometidas a más mecanismos de transparencia que en el caso de las donaciones (Liang y Reneboog, 2017), legalmente o como demanda de las entidades que canalizan recursos a través de ellas. En el caso de las donaciones, es significativa su relación con los mecanismos de supervisión interna. En la medida que las donaciones de efectivo pueden orientarse en mayor grado a la discrecionalidad de los directivos, se podría crear estos mecanismos de supervisión interna para evitar posibles problemas de agencia (Ho y Hartojo, 2011).

En cuanto a la relación de las variables con el valor de mercado, en la tabla 2 se muestran los resultados del análisis de regresión.

Table 2. Resultados de la regresión

Variables independientes y de control	
Fundaciones	0.243** (.017)
Donaciones	-.037 (.569)
CSR Comité	.297** (.004)
Verificación externa	0.221** (.001)
Zona	-.214** (.001)
Industria	0.308** (.037)
Industria*Fundaciones	.063 (.581)
Industria*CSR Comité	-.392** (.012)
R ² ajustado	.207
F-Statistic	8.195

Probabilidad	.000
--------------	------

**p<0.05

Los resultados obtenidos muestran que el mercado valora positivamente el compromiso social de la firma asumiendo prácticas de filantropía corporativa gestionadas a través de fundaciones, contrastándose la hipótesis 1. Sin embargo, no se pone de manifiesto una relación significativa de la realización de actividades de filantropía discrecionales con el valor de la empresa en el mercado, rechazándose la hipótesis 2. Estos resultados ponen de relieve la importancia de integrar la filantropía en el núcleo del negocio (Porter y Kramer, 2002). Si la firma asume unos compromisos sociales, los planifica y gestiona a través de instituciones especializadas (Useem y Kurtner, 1986), el mercado puede percibir que se generarán beneficios a largo plazo como la mejora de las relaciones con los distintos grupos de interés, cooperación, creación de alianzas, innovación, capital social, entre otros (Deigh et al., 2016, Leinsinger, 2007, Godfrey, 2005). La filantropía gestionada a través de fundaciones es más estable (Brown et al., 2016), limita la realización de prácticas discrecionales y esporádicas de filantropía (Marquis y Lee, 2013). Asimismo, el mercado posiblemente entienda que si existe una preocupación por la comunidad, ésta también alcanzará al resto de los stakeholders, entre los que se encuentran los accionistas (Qian et al., 2015). El hecho de que se divulgue más información se puede percibir por los accionistas como una disminución de la asimetría de la información (Waddock y Graves, 1997) y como consecuencia se incrementa el valor de la firma (Iatridis, 2017).

Respecto a los mecanismos de supervisión, los resultados indican que el hecho de que la empresa disponga de comités de RSC y que lleve a cabo una verificación externa de la información se relaciona positivamente con el valor de mercado de la empresa, contrastándose las hipótesis 3 y 4. La incorporación de medidas de supervisión interna y externa a la empresa facilita el seguimiento de los objetivos en materia social y la adecuación a unos estándares previamente establecidos. Se mejora la calidad de la información, la confiabilidad, la comparabilidad de modo que se asegura la idoneidad de la información para la toma de decisiones. La existencia de medidas de control y verificación limita la discrecionalidad de las prácticas sociales en las empresas (Martínez-Ferrero, 2017; Ho y Hartojo, 2011), asegura la transparencia y la veracidad de la información divulgada (Eberhardt, 2017; Sethi et al., 2017), reduciendo las asimetrías de información (Ho y Hartojo, 2011). Por tanto, la confianza de los inversores mejora con estos mecanismos de supervisión y contribuye a aumentar el valor de mercado.

Respecto al efecto moderador estudiado de la industria en este trabajo, los resultados no muestran que el sector en el que la empresa desarrolla su actividad refuerce el efecto del uso de fundaciones sobre el mercado, rechazándose la hipótesis 5. El mercado no valora como un elemento adicional que las fundaciones sean el modo de gestión para un determinado sector. Aunque haya sectores más inclinados al empleo de fundaciones para gestionar la filantropía (Peterson y Su, 2017), el mercado no diferencia el tipo de sector que está empleando la fundación. Sin embargo, en el caso de la supervisión, el mercado valora el hecho de que en las empresas comerciales exista un mecanismo de supervisión interna. En el caso de las empresas comerciales, el empleo de la filantropía puede estar vinculado a la imagen o reputación de la firma (Hooghiemstra, 2000). El hecho de ser supervisada asegura su credibilidad (Kolk y Perego, 2010) y es valorado por el mercado. Se acepta la hipótesis 6.

Finalmente, los resultados indican que tanto el país como la industria inciden en el valor de mercado.

5. CONCLUSIONES

El estudio realizado permite analizar el impacto de los distintos modos de gestionar las acciones de filantropía en el valor de mercado. Los diversos modos de gestionar la filantropía han sido tratados conjuntamente, sin embargo los resultados muestran que el mercado valora la existencia de unas estrategias, una profesionalidad e independencia en la gestión de la filantropía. Las prácticas de filantropía corporativa logran un impacto positivo en el mercado. En este caso disminuyen los conflictos de agencia entre la dirección y los accionistas (Jo and Harjoto 2011; Kim et al. 2017; Abdelmotaal and Abdel-Kader, 2015; Lin et al., 2017). El establecimiento de fundaciones y mecanismos de supervisión son medidas relacionadas con una dirección orientada hacia los stakeholders. En este caso los inversores valoran a adopción de estas medidas que disminuyen las asimetrías de información.

Los resultados de este estudio apoyan la teoría de los stakeholders (Freeman, 1984). Las empresas, entre otras razones, pueden canalizar la filantropía corporativa a través de fundaciones para aumentar la independencia en la asignación de recursos, incrementar la transparencia, aspectos que son valorados por el mercado. Aunque los inversores no son los beneficiarios de las actuaciones sociales, el hecho de que forme parte de las estrategias de la entidad incrementa su confianza. De este modo se limitan las prácticas discrecionales, esporádicas y personalistas por parte de los directivos (Marquis y Lee, 2013).

Asimismo, los mecanismos de control y supervisión sobre las actuaciones filantrópicas y sobre la divulgación de información social y medioambiental afectan positivamente al valor de mercado. Incrementan la confianza, la confiabilidad y credibilidad de la información y los inversores están más seguros. Además, en el caso de las empresas comerciales, el hecho de tener mecanismos de supervisión incide en el valor de mercado. Posiblemente porque en este tipo de sector, las prácticas filantrópicas pueden tener un objetivo de ofrecer una imagen social de la empresa y mejorar la reputación de la empresa.

En conclusión, se pone de relieve que la filantropía corporativa a diferencia de las donaciones discrecionales supone la integración de la filantropía y el compromiso social en el núcleo del negocio. Asimismo, se contrasta que los mecanismos de supervisión tanto a nivel interno como externo son de especial importancia en la valoración de la empresa en el mercado. Por tanto, las empresas asumen prácticas de filantropía y mecanismos de supervisión que aseguran su orientación a los stakeholders, en este caso a los inversores y el mercado.

En cuanto a la industria se muestra que es un factor que afecta al valor de mercado, pero los resultados indican que no refuerza el efecto de las fundaciones sobre el valor de mercado. Es decir, el mercado valora el hecho de que las empresas gestionen su filantropía a través de fundaciones, independientemente del sector en el que desarrolle su actividad. En general, las empresas comerciales tienden a desarrollar una filantropía más aleatoria e inestable (Peterson y Su, 2017), pero cuando lo hacen a través de fundaciones no se producen diferencias significativas respecto a las industriales en su efecto sobre el valor de mercado

Las limitaciones del estudio se refieren al uso de datos referidos a un solo año. Además quedan abiertas algunas líneas de investigación en relación al modo en el que afecta la gestión de la filantropía corporativa a otros stakeholders principales como empleados y la propia comunidad. Asimismo, analizar el efecto que puede tener la consideración de otros mecanismos de gobierno corporativo, consejeros independientes, o estructura de la propiedad. Finalmente, en este contexto conviene considerar igualmente el efecto que podría tener el marco legal.

BIBLIOGRAFÍA

- Abdelmotaal, H., and 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
- Adams, C.A. (2002) "Internal organisational factors influencing corporate social and ethical reporting: beyond current theorizing" *Account. Audit. Account. J.* 15 (2): 223-250.
- Al -Tabbaa, O., Leach, D., March, J. (2014) "Collaboration Between Nonprofit and Business Sectors: A Framework to Guide Strategy Development for Nonprofit Organizations", *Voluntas* 25: 657-678. DOI. 10.1007/s11266-013-9357-6.
- Anheier, H.K., 2003. "Das Stiftungswesen in Deutschland: Eine Bestandsaufnahme in Zahlen." In *Handbuch Stiftungen. Ziele—Projekte—Management—Rechtliche estaltung*, edited by B. Stiftung, 43–85. Wiesbaden: Gabler.
- Barnea, A. and Rubin, A., 2010 "Corporate Social Responsibility and Conflict between Shareholders" *Journal of Business Ethics* (2010) 97:71–86. DOI 10.1007/s10551-010-0496-z
- Berle AA, Means GGC (1932) "The modern corporation and private property" Transaction Publishers, Piscataway
- Berman, S.L.; Wicks, A.C.; Kotha, S.; Jones, T.M. (1999) "Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance" *Acad. Manag. J.*, 42: 99–120.
- Bertrand, M. and Mullainathan, s. (2003) "Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences" *Journal of Political Economy*, 111 (5): 1043-1075. <https://doi.org/10.1086/376950>
- Brammer, S.J., Pavelin, S. and Porter, L.A., "Corporate Charitable Giving, Multinational Companies and Countries of Concern" *Journal of Management Studies* 46 (4): 575-596.
- Brown, W. O., Helland, E., & Smith, J. K. (2006) "Corporate philanthropic practices" *Journal of Corporate Finance*, 12 (5): 855–877.
- Buchholtz, A., Amason, A., & Rutherford, M. (1999) "Beyond resources: The mediating effects of topmanagement discretion and values on corporate philanthropy" *Business & Society*, 38(2): 167–187.
- Chen, C.J., Patten, D.M., & Roberts, R.W. (2008) "Corporate Charitable Contributions: A Corporate Social Performance or Legitimacy Strategy? *Journal of Business Ethics* 82: 131-144. DOI. 10.1007/s10551-007-9567-1
- Cheong, C.W.H., Sinnakkannub, J., ans Ramasamyc, S. (2017) "Reactive or proactive? Investor sentiment as a driver of corporate social responsibility" *Research in International Business and Finance* 42: 572–582.

- Clarkson, M. (1995) "A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance" *Academy of Management Review*, 20(1): 92–117.
- Conley, J., & Williams, C. A. (2005) "An Emerging Third Way?: The Erosion of the Anglo-American Shareholder Value Construct" *Cornell International Law Journal*, 38(2): 493–551.
- Dare 2016: Dare, J. (2016) "Will the Truth Set Us Free? An Exploration of CSR Motive and Commitment" *Business and Society Review*, 121 (1): 85-122.
- Deigh, L., Farquhar, J., Palazzo, M. Siano, A. (2016) "Corporate social responsibility: engaging the community" *Qualitative Market Research: An International Journal* 19 (2): 225-240. <http://dx.doi.org/10.1108/QMR-02-2016-0010>.
- Dias, A., Rodrigues, L.L., Craig, R. (2017) "Corporate Governance Effects on Social Responsibility Disclosures" *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(2): 3-22. DOI:10.14453/aabfj.v11i2.2.
- Eberhardt-Toth, E. (2017) "Who should be on a board corporate social responsibility committee?" *Journal of Cleaner Production* 140: 1926-1935
- Fich, E., Garcia, D., Robinson, T., and Yore, A. (2009), "Corporate Philanthropy, Agency Problems, and Shareholder Wealth", working paper, Duke University.
- Fioravante, P. L. (2010) "Philanthropic initiatives and the value proposition equation" *The Journal of Values Based Leadership*, 3(2): 56.
- Fombrun, Gardberg, Barnett, 2000: Fombrun, C. J., Gardberg, N. A., and Barnett, M. L. (2000) "Opportunity platforms and safety nets: Corporate citizenship and reputational risk," *Business and Society Review* 105: 85–106.
- Freeman, R. E. (1984) "Strategic management: A stakeholder approach" Marshfield, MA: Pitman Publishing, Inc.
- Friedman, M. (1970) "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits" *The New York Times Magazine*, 13 (33): 122-126.
- Glac, (2014) "The Influence of Shareholder on Corporate Social Responsibility" *Economics, Management, and Financial Markets* Volume 9(3), pp. 34–72,
- Godfrey (2005): Godfrey, P.C. (2005) "The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: a risk management perspective" *Academy of Management Review* 30 (4): 777–798.
- Godos-Díes, J.L., Cabeza-García, L. Alonso-Martínez, D., and Fernánandez-Gago, R, (2018) "Factors influencing board of directors' decision-making process as determinants of CSR engagement" *Rev Manag Sci* (2018) 12: 229–253- Doi. <https://doi.org/10.1007/s11846-016-0220-1>.
- Goyal, A., and Santa-Clara, P. (2003) "Idiosyncratic risk matters!" *Journal of Finance* 58: 975–1008.

- Guiso, L., P. Sapienza and L. Zingales: 2008, "Trusting the stock market", *Journal of finance* 63, 2557-2600.
- Habek (2017) "CSR Reporting Practices in Visegrad Group Countries and the Quality of Disclosure" *Sustainability* 2017, 9, 2322. DOI:10.3390/su9122322.
- Hsiang-Lin Chih, H.L., Shen, C-H, Kang, F-C., (2008) "Corporate Social Responsibility, Investor Protection, and Earnings Management: Some International Evidence" *Journal of Business Ethics* (2008) 79:179–198. DOI 10.1007/s10551-007-9383-7.
- Husser, J. and Evraert-Bardinet, F. (2014) "The effect of social and environmental disclosure on companies' market value", *Management International*, Vol. 19 (1): 61-84.
- Iatridis, G.E., (2015) "Corporate philanthropy in the US stock market: Evidence on corporate governance, value relevance and earnings manipulation" *International Review of Financial Analysis* 39: 113-126.
- Jensen, M. C. (2001) "Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function", *Journal of Applied Corporate Finance* 14, pp. 8–21.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling, (1976) "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure" *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305–360.
- Jia, M., & Zhang, Z. (2014) "How Does the Stock Market Value Corporate Social Performance? When Behavioral Theories Interact with Stakeholder Theory" *Journal Business Ethics*, 125: 433-465. DOI: 10.1007/s10551-013-1924-7.
- Jo, H., Harjoto, M.A., (2011) "Corporate governance and firm value: the impact of corporate social responsibility". *J. Bus. Ethics* 103, 351–383. (NO SALE)
- Jo, H., Na, H., (2012) "Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors" *J. Bus. Ethics*. <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-012-1492-2>.
- Johanson, J., & Vahlne, J. (2006). "Commitment and opportunity development in the internationalization process: A note on the uppsala internationalization process model" *Management International Review*, 46(2): 165–178.
- Kim, Y.S., Kim, Y., and Kim, H-D., (2017) "Corporate Social Responsibility and Internal Control Effectiveness" *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 46: 341–372. DOI:10.1111/ajfs.12172.
- Leisinger, K.M., (2007) "Corporate Philanthropy: The "Top of the Pyramid"" *Business and Society Review* 112:3 315–342
- Lewin, D., & Sabater, J. M. (1996) "Corporate philanthropy and business performance". In D. F. Burlingame & D. R. Young (Eds.), *Corporate philanthropy at the crossroads* (105–112). Bloomington: Indiana University Press.
- Liang, H., and Reneeboog, L. (2017) "Corporate Donations and Shareholders Value" *Oxford Review of Economic Policy*, 33 (2): 278-316.

- Lins, K V., Servaes, H., and 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.
- Louma, P., and Goodstein, J. (1999) "Stakeholders and corporate boards: Institutional influences on board composition and structure" *Academy of Management Journal*, 42 (5): 553-563.
- Mahmood, Z., Kouser, R., Ali, W., Ahmad, Z., and Salman, T. (2018) "Does Corporate Governance Affect Sustainability Disclosure? A Mixed Methods Study" *Sustainability*, 10, 207; doi:10.3390/su10010207.
- Margolis, J.D.; Elfenbein, H.A.; Walsh, J.P.(2009) *Does It Pay to Be Good . . . And Does It Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance*; Harvard University: Cambridge, MA, USA.
- Markley, M.J.; Davis, L. (2007) "Exploring future competitive advantage through sustainable supply chains". *Int. J. Phys. Distrib. Logist. Manag.* 2007, 37, 763–774.
- Marquis y Lee, 2013: Marquis, C., & Lee, M. (2013) "Who is governing whom? Executives, Governance, and the structure of generosity in large U.S. Firms" *Strategic Management Journal*, 34: 483–497. DOI: 10.1002/smj.2028.
- Martínez-Ferrero, J., and García-Sánchez, I.M., (2017) "Sustainability assurance and assurance providers: Corporate governance determinants in stakeholder-oriented countries" *Journal of Management & Organization*, 23(5): 647–670
- McGuire, J. B., A. Sundgren, and T. Schneeweis, (1988) "Corporate social responsibility and firm financial performance" *The Academy of Management Journal* 31: 854–872.
- Michelon, G., and Parbonetti, A. (2012), "The effect of corporate governance on sustainability disclosure", *Journal of Management and Governance*, Vol. 16 (3): 477-509.
- Minciullo, M., and Pedrini, M. (2015) "Knowledge Transfer between For-Profit Corporations and Their Corporate Foundations" *Nonprofit Management & Leadership*, vol. 25, no. 3: 215-234.
- Montford and Villagra, 2016 "Corporate social responsibility and Corporate Foundations in Building responsible Brands" *El profesional de la información*, 2016, 25, (5): 1699-2407.
- Muhammad, N., Scrimgeour, F., Reddy, K., Abidin, S., 2015. "The impact of corporate environmental performance on market risk: the Australian industry case" *J. Bus. Ethics* 132: 347–362.
- Patten, D. M. (2008). "Does the market value corporate philanthropy? Evidence from the Response to the 2004 tsunami relief effort". *Journal of Business Ethics*, 81(3): 599–607.

- Porter, M. E., & Kramer, M. (2006) "Strategy and society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility" *Harvard Business Review*, 84(12): 78–92.
- Porter, M. E., and Kramer, M. R. (2002) "The Competitive Advantage of Corporate Philanthropy" *Harvard Business Review*, 3-16.
- Prior, D., Surroca, J., and tribó, J.A., "Are Socially Responsible Managers Really Ethical? Exploring the Relationship Between Earnings Management and Corporate Social Responsibility" *Journal compilation*, 16 (3): 160-177.
- Qian, C., • Gao, X., Tsang, A. Corporate Philanthropy, Ownership Type, and Financial Transparency *Journal Business Ethics*, 130: 851–867
- Sacconi, L., and Degli A., 2011, *Social Capital, Corporate Responsibility, Economic Behaviour and Performance* (Palgrave MacMillan, New York, NY).
- Seifert, B., Morris, S., & Bartkus, B. (2003). Comparing big givers and small givers: Financial
- Sing, P.J., Sethuraman, K., and Lam, J. Y. "Impact of Corporate Social Responsibility Dimensions on Firm Value: Some Evidence from Hong Kong and China". *Sustainability* 2017, 9, 1532; doi:10.3390/su9091532.
- Sparkes, R., and C. J. Cowton (2004), "The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link with Corporate Social Responsibility," *Journal of Business Ethics* 52(1): 45–57.
- Useem M, Kutner SI. (1986). "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. In *Nonprofit Enterprise in the Arts: Studies in Mission and Constraint*". DiMaggio PJ (ed). Oxford University Press: New York; 93–112.
- Villarón, O. and Martínez-Ferrero, J. and García-Sánchez, I. (2018) "CSR as entrenchment strategy and capital structure: Coreporate Governance and investor protection as complementary and substitutive factos" *Rev Manag Science* 12: 27–64. <https://doi.org/10.1007/s11846-016-0212-1>.
- Waddock, S.A.; Graves, S.B (1197) "The corporate social performance—Financial performance link. *Strat. Manag. J.*, 18: 303–319.
- Wang, H., & 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.
- Waniak-Michalak, H., and Michalak, J. (2016) "Corporate and NGOs' Voluntary Disclosure on Collaboration. Evidence from Poland" *Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics*, 27(1): 98–108.
- Weber and Carter, 2002
- Wolch JR. (1995) "Corporate philanthropy, urban research, and public policy. In *Philanthropy and Economic Development*", America RF (ed). Greenwood Press: Westport, CT; 16–37.

- Wood, D. (1991) "Corporate Social Performance Revisted" *Academy of Management Review*, Vol. 16. N° (4): 691-718.
- Wood, D.; Jones, R (1995) Stakeholder mismatching: A theoretical problem in empirical research on corporate social performance. *Int. J. Organ. Anal*, 3: 229–267.
- Zahra SA, Priem RL, Rasheed AA (2005) The antecedents and consequences of top management fraud. *J Manag* 31:803–828