FACULDADE FIPECAFI

PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL
EM CONTROLADORIA E FINANÇAS

BEATRIZ SOUZA SILVA DOS SANTOS CARVALHO

Influência da RSE no desempenho econômico-financeiro das empresas antes e durante a Covid-19

SÃO PAULO
2021

BEATRIZ SOUZA SILVA DOS SANTOS CARVALHO

Influência da RSE no desempenho econômico-financeiro das empresas antes e durante a Covid-19

Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças da Faculdade FIPECAFI, para a obtenção do título de Mestre Profissional em Controladoria e Finanças.

Orientadora: Profa. Dra. Marta Cristina Pelucio Grecco

SÃO PAULO

2021

FACULDADE FIPECAFI

Prof. Dr. Welington Rocha

Diretor Presidente

Prof. Dr. Fernando Dal-Ri Murcia

Diretor de Pesquisa

Prof. Mestre João Domiraci Paccez

Diretor Geral de Cursos

Prof. Dr. Paschoal Tadeu Russo

Coordenador do Curso de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças

Catalogação na publicação

Serviço de Biblioteca da Faculdade FIPECAFI

Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis Atuárias e Financeiras

(FIPECAFI)Dados fornecidos pelo (a) autor (a)

C331i Carvalho, Beatriz Souza Silva dos Santos

Influência da RSE no desempenho econômico-financeiro das empresas antes e durante a COVID-19. / Beatriz Souza Silva dos Santos Carvalho. -- São Paulo, 2021.

58 p. il. col.

Dissertação (Mestrado Profissional) - Programa de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças – Faculdade FIPECAFI FundaçãoInstituto de Pesquisas Contábeis Atuárias e Financeiras

Orientador: Profa. Dra. Marta Cristina Pelucio Grecco.

1. Responsabilidade social empresarial. 2. COVID-19. 3. Teoria dos Stakeholders. I. Profa. Dra. Marta Cristina Pelucio Grecco. II. Título

333.7

BEATRIZ SOUZA SILVA DO SANTOS CARVALHO

Influência da RSE no desempenho econômico-financeiro das empresas antes e durante a Covid-19

Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças da Faculdade FIPECAFI, para a obtenção do título de Mestre Profissional em Controladoria e Finanças.

Aprovado em:___/___/_____

_____

Profa. Dra. Marta Cristina Pelucio Grecco
Faculdade FIPECAFI
Professora Orientadora – Presidente da Banca Examinadora

_____

Profa. Dra. Fabiana Lopes da Silva
Faculdade FIPECAFI
Membro Interno

_____

Profa. Dra. Cecília Moraes Santostaso Geron

Membro Externo

SÃO PAULO
2021

AGRADECIMENTOS

A Deus.
À família, mãe Dazire que sempre me apoiou e cuidou dos meus filhos, esposo Fabio que cuidou dos nossos filhos e aos filhos, Sarah e Thales, que compreenderam a importância do estudo.
Ao irmão Wellington pelos conselhos.
Aos amigos pela influência.
À Professora e Orientadora Dra. Marta Cristina Pelucio Grecco por tudo.
Aos Professores(as) Doutores(as) da FIPECAFI pelo conhecimento transmitido com carinho e sabedoria.
Permanece a minha gratidão a todos e para todo o sempre.

"Faça o bem, fale o bem, pense o bem.
Perceba que cada ser que encontramos é um ser iluminado, disfarçado a nos mostrar o Caminho.
Alguns nos mostram como não devemos ser.
Outros como devemos ser."

Monja Coen

RESUMO

Carvalho, Beatriz. 2021. Influência da RSE no desempenho econômico-financeiro das empresas antes e durante a Covid-19 (Dissertação de Mestrado). Faculdade FIPECAFI, São Paulo, SP, Brasil.

Responsabilidade social empresarial são ações sociais executadas pelas empresas de maneira organizada e estrategicamente planejada. Pesquisas evidenciam que as práticas sociais geram valor e este investimento é recuperado ao longo prazo. Em período de crise econômica as organizações praticam mais ações sociais assumindo uma responsabilidade para com seus *stakeholders*. O objetivo dessa pesquisa é compreender como as empresas com indicadores de ESG se desempenham perante as outras, em especial em tempo da crise da COVID-19. Verificou-se 621 empresas no período de 2015 a 2020. Os indicadores de responsabilidade social utilizados foram ESG da MSCI, o ISE e o S&P da B3. Como medida de desempenho foram aplicados: o retorno sobre ativos (ROA), o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e a rentabilidade antes dos efeitos tributários e de financiamento (EBITDA). Via dados em painel verificou-se que o desempenho medido pelo EBITDA das empresas com responsabilidade social foi superior que as demais. Confirmou-se que as empresas classificadas pelo ESG da MSCI e pelo ISE performam melhor, em especial no período de 2020, crise COVID-19. Adicionalmente, os resultados informam que o setor da saúde se sobressai em todos os períodos e indicadores de desempenho. Essa dissertação contribui com a teoria dos stakeholders de Freeman e Reed (1983) demonstrando o quão importante é cada um dos stakeholders para o sucesso da organização, pois as empresas socialmente responsáveis apresentam um diferencial em relação às demais. Colabora também com prática, mostrando aos investidores que as empresas socialmente responsáveis merecem sua atenção, pois podem gerar melhores retornos a eles. O tema RSE é enriquecido no referencial teórico com informações relevantes sobre índices, relatos e normas, incentivando as discussões com novas questões que afetarão o futuro das empresas.

Palavras-chave: Responsabilidade social empresarial; Covid-19; Teoria dos *stakeholders*

ABSTRACT

Carvalho, Beatriz. 2021. Influência da RSE no desempenho econômico-financeiro das empresas antes e durante a Covid-19 (Dissertação de Mestrado). Faculdade FIPECAFI, São Paulo, SP, Brasil.

Corporate social responsibility is social action carried out by companies in an organized and strategically planned manner. Research shows that social practices generate value and this investment is recovered in the long term. In periods of economic crisis, organizations practice more social actions, assuming a responsibility towards their stakeholders. The objective of this research is to understand how companies with ESG indicators perform in relation to others, especially in time of the COVID-19 crisis. It was verified 621 companies in the period from 2015 to 2020. The social responsibility indicators used were ESG of MSCI, the ISE and the S&P of B3. As performance measure were applied: the return on assets (ROA), the return on equity (ROE) and the profitability before tax and financing effects (EBITDA). Via panel data it was verified that the performance measured by the EBITDA of the companies with social responsibility was superior than the others. It was confirmed that companies classified by the MSCI ESG and the ISE perform better, especially in the period 2020, COVID-19 crisis. Additionally, the results inform that the health sector excels in all periods and performance indicators. This dissertation contributes with the stakeholder theory of Freeman and Reed (1983) demonstrating how important each one of the stakeholders is for the organization's success, since socially responsible companies present a differential in relation to the others. It also collaborates with practice, showing investors that socially responsible companies deserve their attention, as they can generate better returns for them. The CSR theme is enriched in the theoretical framework with relevant information about indexes, reports and norms, encouraging discussions with new issues that will affect the future of companies.

Keywords: Corporate Social Responsibility; Covid-19; Stakeholder Theory

LISTA DE TABELAS

TABELA 1: Organizações que apoiam a decisão da IFRS
TABELA 2: Normas primárias relacionadas a responsabilidade social
TABELA 3: Transformação da MSCI
TABELA 4: Normas GRI
TABELA 5: Modelo conceitual
TABELA 6: Amostra para os índices ESG da MSCI e ISE
TABELA 7: Amostra para o índice S&P/B3
TABELA 8: Testes conjunto, Hausman e Breusch-Pagan
TABELA 9: Resultados com a variável ESG da MSCI
TABELA 10: Resultados com a variável ISE
TABELA 11: Resultados com a variável S&P/B3

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AT: Ativo
B3: Brasil, Bolsa e Balcão
BI: Bens Industriais
CC: Consumo Cíclico
CDP: CDP *Disclosure Insight Action*
CDSB: *Climate Disclosure Standards Board*
CEO: *Chief Executive Officer*
CFC: Conselho Federal de Contabilidade
CNC: Consumo Não Cíclico
COM: Comunicações
CTG: Comunicado Técnico Geral
CVM: Comissão de Valores Mobiliários
DOU: Diário Oficial da União
DVA: Demonstração do Valor Adicionado
EBITDA: *Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*
ESG: *Environmental, Social and Governance*
EUA: Estados Unidos da América
FIN: Financeiro
GRI: *Global Reporting Initiative*
GSSB: *Global Sustainability Standards Board*
IASB: *International Accounting Standards Board*
IBASE: Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas
IFRS: *International Financial Reporting Standards*
IIRC: *International Integrated Reporting Council*
ISE: Índice de Sustentabilidade Empresarial
LDC: *Louis Dreyfus Company*
LL: Lucro Líquido
LN: Logaritmo Natural
MB: Materiais Básicos
MSCI: *Morgan Stanley Capital International*
NASDAQ: NASDAQ *Stock Market*
NBC: Normas Brasileiras de Contabilidade
NYSE: *New York Stock Exchange*
ONU: Organização das Nações Unidas
OSCIP: Organização da Sociedade Civil de Interesse Público
PGB: Petróleo, Gás e Biocombustíveis
PIB: Produto Interno Bruto
PME: Pequenas e Médias Empresas
POOLS: Dados em painel empilhados
RH: Recursos Humanos
ROA: *Return on assets,* retorno sobre ativos

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ROE:	*Return on equity*, retorno sobre patrimônio líquido
RSE:	Responsabilidade Social Empresarial
S&P:	*Standard & Poor's*
SASB:	*Sustainability Accounting Standards Board*
SAU:	Saúde
TI:	Tecnologia da Informação
UNEP:	*United Nations Environment Programme*
UP:	Utilidade Pública

SUMÁRIO

1.INTRODUÇÃO 19

2 REFERENCIAL TEÓRICO 23

2.1 Teoria dos Stakeholders ***23***

2.2 Responsabilidade social empresarial - RSE ***24***

2.2.1 Environmental, Social and Governance (ESG) *27*

2.2.2 Fundação IFRS *28*

2.2.3 Conselho Federal de Contabilidade - CFC – CTG 09 ..... *29*

2.2.4 Normas e Índices *29*

2.2.4.1 Normas 30

2.2.4.2 Índices 30

2.2.4.3 Indicadores ETHOS 30

2.2.4.4 Indicadores B3 31

2.2.4.5 MSCI – Morgan Stanley Capital International 32

2.2.5 Relatórios *34*

2.2.5.1 Balanço Social 34

2.2.5.2 Global Reporting Initiative (GRI) 35

2.2.5.3 Demonstração do Valor Adicionado (DVA) 37

2.3 Crises e seus efeitos econômicos e sociais ***38***

2.3.1 Crise de 1929 ..... *38*

2.3.2 Crise de 2008 ..... *38*

2.3.3 Crise Brasileira de 2016-2017 ..... *38*

2.3.4 Crise de saúde COVID-19 ..... *39*

2.4 Medidas de Desempenho ***39***

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS 41

3.1 Delimitação da pesquisa ***41***

3.2 Modelo de análise e variáveis de estudo ***43***

3.2.1 Variáveis dependentes *43*

3.2.2 Variáveis explicativas *43*

3.2.3 Modelo de regressão linear múltipla *43*

3.3 Tratamento dos dados ***46***

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS *40*

4.1 Testes Hausman, de Breusch-Pagan e teste conjunto ***47***

4.2 Variável ESG ***47***

4.3 Variável ISE ***49***

4.4 Variável S&P/B3 ..... ***50***

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS 53

REFERÊNCIAS 55

1. INTRODUÇÃO

A Responsabilidade Social Empresarial (RSE) engloba um conjunto de ações tomadas pelas empresas com objetivo de produzir o bem-estar social. A evolução da RSE está vinculada à maneira como as empresas tratam as questões sociais e ambientais ao observar as necessidades de seus diferentes usuários, ou melhor, refere-se à resposta da organização frente às demandas dos diversos grupos com os quais tem responsabilidades (Ullmann, 1985).

Carroll (1979) pesquisou na literatura um conceito para responsabilidade social empresarial e encontrou diversas visões, chegando à conclusão de que a conceituação varia de acordo com às expectativas econômicas, legais, éticas e discricionárias que a sociedade tem para com as organizações. Cada empresa aplica uma estratégia diferente para atender aos seus usuários, respeitando o ambiente em que está estabelecida.

Brundtland (1985) complementou que a RSE deriva do conceito de desenvolvimento sustentável e que este consiste em satisfazer as necessidades das gerações presentes sem comprometer as futuras, isto é, a RSE evoluirá conforme as futuras necessidades sociais.

Ashley (2005, p.35) concorda que a RSE é direcionada à sociedade, mas adiciona a este conceito que a empresa necessita se preocupar com outros grupos de *stakeholders*, tornando-se responsável por outras partes com quem interage, tais como os colaboradores, clientes e fornecedores. Nesse sentido, a organização que almeja o sucesso ao longo prazo carece adotar estratégias que considerem os *stakeholders*. Explicitando a Teoria dos *stakeholders*, Freeman e Reed (1983) indicam que estes possuem a capacidade de alavancar ou derrubar uma firma.

Pesquisas empíricas evidenciam que as empresas praticam a responsabilidade social para servir aos *stakeholders,* alternando a estratégia de acordo com sua natureza. A seguir se apresentam alguns destes estudos:

a) Levek, Benazzi, Arnone, Seguin e Gerhardt (2002) pesquisaram o ato de responsabilidade social como estratégia de *marketing*, indicando que o objetivo da empresa é atrair investimentos e atender aos *stakeholders*;
b) Boeira e Cunha (2010) analisaram as ações sociais de indústrias de cigarros, evidenciando que companhias dessa natureza praticam RSE associada à saúde da comunidade;
c) Milani, Righi, Ceretta e Dias (2012) analisaram a RSE sob a ótica da governança corporativa, indicando que os gestores necessitam se preocupar com a ética e a moral nos feitos de responsabilidade social;
d) Yuan, Lu, Tian e Yu (2018) examinaram a relação entre a estratégia de uma empresa e o seu desempenho em matéria de RSE. Seus resultados sugerem tolerância ao risco e à incerteza nas firmas que exercem responsabilidade social;
e) Dias, Rodrigues, Craig e Neves (2019) comprovaram que a RSE é praticada nas PME (pequenas e médias empresas) de Portugal com tanto afinco como nas companhias de capital aberto. As PME se utilizam da RSE para promover a sua reputação e gerir o diálogo com partes interessadas influentes.

É importante ressaltar que RSE não se restringe ao ato de cumprir obrigações legais: estudos têm exercido esforços para associá-la com o desempenho da empresa no intuito de evidenciar que a entidade por suas ações responsáveis atenderá tanto aos interesses do *shareholders* (acionistas) quanto aos demais *stakeholders*: Como definido por Moskowitz (1972) a RSE faz com que uma instituição consiga ter melhor desempenho econômico-financeiro, tornando-se mais atrativa.

Ashley (2005, p. 186) confirma que as empresas praticam a RSE para garantir crescimento econômico e sobreviver ao mercado. Essa estratégia tem progredido constantemente por ser um processo que se identifica com a necessidade dos clientes internos e externos. Para Milani (2008), ações sociais direcionadas ao cliente interno se convertem em investimento no capital humano e as ações com foco no público externo favorecem condições de pagamento que geram captação de recursos; de ambas as formas a empresa ganha competitividade.

O Instituto Ethos explica que a responsabilidade social está interligada com a geração de valor econômico-financeiro da empresa, cujo resultado deve ser compartilhado com os *stakeholders*. É importante mencionar que a produção e comercialização das empresas necessitam ser organizadas de modo que conservem o meio ambiente e o desenvolvimento sustentável da sociedade (https://www.ethos.org.br/conteudo/indicadores/, recuperado em 24 de maio, 2020).

Nesse contexto, a RSE foi incorporada pelas empresas, entidades representativas e órgãos reguladores, emergindo uma necessidade de gerenciamento. Para suprir essa necessidade, são utilizados os indicadores de responsabilidade social, que são instrumentos que a organização tem à sua disposição para direcionar e avaliar o retorno das suas estratégias, bem como medir a eficácia das metas e iniciativas planejadas (Santos, Santos & Sehnem, 2016). Por outro lado, os indicadores classificam as empresas de acordo com o nível de comprometimento que estas possuem com a RSE. Dessa forma, os investidores podem fazer uso desses índices e direcionar seu capital da maneira que desejarem. Dentre os diversos indicadores, destaca-se o indicador de efeito das atividades ambientais, sociais e de governança (ESG - Environmental, Social and Governance) desenvolvido pela Morgan Stanley Capital International (MSCI) em 2007, que tem sido internacionalmente utilizado como medida de RSE, a exemplo de Jain, Sharma e Srivastava (2019), Lima (2017) e Azar e Zhou (2017). À medida que estudos correlacionam a RSE com o desempenho econômico-financeiro, surgiram pesquisas que buscaram entender essa relação em períodos financeiramente críticos. Lins, Servaes e Tamayo (2017) analisaram a rentabilidade de 1.673 companhias nos anos de 2008 e 2009, período de crise financeira mundial, e encontraram evidências de que as ações das empresas com alta classificação de RSE renderam até quatro vezes mais que as companhias com indicadores mais baixos.

Em dezembro de 2019 iniciou-se uma crise de saúde mundial pela propagação da doença provocada pelo novo coronavírus, denominada COVID-19 (do inglês *Coronavirus Disease* 2019). Devido a sua exponencial contaminação, as autoridades ao redor do mundo implementaram o isolamento social, fechando fronteiras, comércios, indústrias e suspendendo a prestação de serviços, cuja atividade não é considerada essencial à população. O Instituto ETHOS pronunciou que esta crise causará um impacto econômico no curto e no longo prazo à comunidade empresarial (https://www.ethos.org.br/cedoc/pacto-global- sugere-respostas-das-empresas-a-covid-19/, recuperado em 16 de junho, 2020).

Ademais, Ullmann (1985) identificou que o desempenho social da empresa é mais influenciado pela pressão exercida por grupos de interesse do que pelo desempenho econômico, ou seja, as empresas exercem a RSE para atender às partes interessadas, independente de seus recursos. Seus resultados incentivam a investigação sobre a situação econômica em momentos de crise entre as empresas que praticam a RSE e as que não o fazem, onde um índice de RSE faz a distinção entre as entidades. De acordo com Silva, Azevedo e Oliveira (2016), no período de crise as empresas se aproximam de seus *stakeholders* através das divulgações sobre responsabilidade social.

Nesse cenário, surge a seguinte questão de pesquisa: Qual a influência da RSE no desempenho econômico-financeiro das empresas antes e durante a COVID-19?

O objetivo dessa pesquisa é compreender como as empresas com indicadores de ESG se desempenham perante as outras, em especial em tempo da crise da COVID-19.

Segundo a literatura, a Teoria dos *stakeholders* sugere que o gestor administre sua relação com todas as partes interessadas, sendo a responsabilidade social uma relação da empresa com a sociedade. No referencial teórico encontra-se pesquisas que evidenciam a estratégia da RSE. Considerando estudos anteriores, que demonstram como as empresas praticantes de responsabilidade social se desempenham melhor que as demais, considera-se que a análise dos indicadores sociais elucida quais estratégias essas companhias utilizam para obter um desempenho melhor.

Este estudo se justifica: através de dados empíricos sobre o desempenho de companhias que visam o lucro e praticam RSE estrategicamente, quebrando o paradigma de que esta só é praticada por filantropia; pela ascensão da responsabilidade social praticada pelas empresas que, via

gestão de seus *stakeholders*, agregam valor; pelas análises encontradas em estudos acadêmicos (Friedman, 1970; Ashley, 2005; Aliglieri, 2011; Barakat, Boaventura & Polo, 2017); pela inovação por parte dos intermediadores (B3, GRI, MSCI, ETHOS, IBASE), pois, à medida que surgem questionamentos sobre as divulgações (Braga & Salotti, 2008; Consenza, 2003; Pelucio-Grecco, Milani, Segura, Sanchez, & Dominguez, 2013), é importante evidenciar tais pesquisas e relatar as novas visões e propensões.

A tendência às práticas de RSE tem recebido atenção de órgãos normatizadores — como a IFRS, que demonstrou uma preocupação com a comunicação entre as empresas e os seus *stakeholders* ao iniciar uma pesquisa fundamental sobre qual estratégia a fundação adotará mediante as publicações sobre RSE.

Essa dissertação contribui com a teoria dos stakeholders de Freeman e Reed (1983) demonstrando o quão importante é cada um dos stakeholders para o sucesso da organização, pois as empresas socialmente responsáveis apresentam um diferencial em relação às demais. Colabora também com prática, mostrando aos investidores que as empresas socialmente responsáveis merecem sua atenção, pois podem gerar melhores retornos a eles.

O tema RSE é enriquecido no referencial teórico com informações relevantes sobre índices, relatos e normas, incentivando as discussões com novas questões que afetarão o futuro das empresas. Para Zulmir Ivânio Breda, Presidente do CFC (2020), a sustentabilidade está se tornando cada vez mais uma questão econômica nas empresas (https://www.cfc.org.br, recuperado em 8 de dezembro, 2020).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria dos Stakeholders

A Teoria dos *stakeholders* conceitua como os gestores devem trabalhar para atingir o sucesso com as partes interessadas, mediante a ideia de que qualquer empresa, para ser bem-sucedida, tem que criar valor aos *stakeholders* — que podem ser clientes, fornecedores, funcionários, consumidores, acionistas, investidores, bancos, a depender da atividade empresarial. Contudo, os administradores não podem centralizar um grupo de *stakeholders*, e sim, interagir com todos simultaneamente, de modo a descobrir para onde seus interesses estão direcionados.

No início do século XX, as empresas faziam negócios como uma simples troca; na década de 1950 (período da Guerra Fria), surgiu a necessidade de captar recursos com terceiros, como bancos e acionistas, fenômeno denominado de *Laissez Faire*, ou capitalismo acionário. De acordo com Freeman, Harrison e Wicks (2007), a visão geral dos negócios nesse período era voltada aos acionistas, mas essa ideia não retrata o mercado do fim do século XX.

Freeman (2010) propõe o gerenciamento para os *stakeholders*, enfatizando que os negócios são um conjunto de relações entre grupos, sobre como clientes, fornecedores, funcionários, acionistas, governo, bancos, comunidades e os gerentes interagem e criam valor. Portanto, a depender da relação, um *stakeholder* poderá levar a firma ao fracasso ou ao sucesso. A essa possibilidade, Freeman e Reed (1983) denominaram de poder legítimo.

No instante que se compreende os *stakeholders* como pessoas, é importante fazer o gerenciamento com ética. Freeman et al. (2007) evidenciam três princípios fundamentais para realizar essa gestão:

a) princípio da consequência: reconhecer quando a decisão traz melhorias para todos sob o conceito de RSE;

b) princípio dos direitos: o acionista possui o direito à propriedade, mas este não sobrepõe os direitos dos *stakeholders*;

c) princípio do caráter: o acionista e o executivo definem qual empresa querem criar.

Mediante a dificuldade de contentar a todos interessados, surgiu o conceito de saliência, ou seja, separar os *stakeholders* por prioridade, em função dos principais interesses econômicos da empresa, sem se esquecer do fundamental: que tudo está interligado (Boaventura, Cardoso, Silva & Silva 2009). No entanto, os precursores da teoria, Freeman e Reed (1983), aconselham o gerenciamento simultâneo, pois os negócios funcionam melhor quando há conexão com todos envolvidos.

Um caso interessante sobre gestão de *stakeholders* aconteceu em 2006, quando o GREENPEACE emitiu um relatório chamado de *Eating up the Amazon*, denunciando o envolvimento de diversos *traders* (Cargill, Bunge, LDC, ADM, AMAGGI, Wilmar) no desmatamento da Amazônia para o cultivo de soja (soja dos *traders* Cargill, Bunge, LDC, ADM, AMAGGI, Wilmar). Este grão é o principal alimento do frango (JBS, BRF, Cargill) recepcionado pelos restaurantes KFC, Burger King, Carrefour e McDonald's. Devido à popularidade deste último, a ONG o escolheu como alvo de sua campanha. A partir de então, o grupo conheceu seus *stakeholders* secundários e interagiu com todos mediante a pressão de seus clientes, pois se envolveram no acordo: o GREENPEACE, o Governo do Brasil, uma comunidade indígena, a Cargill e o grupo McDonald's. Após inúmeras discussões, em 2020 o plantio da soja é controlado e não há desmatamento na Amazônia por esse motivo (https://www.greenpeace.org\brasil, recuperado em 14 de novembro, 2020).

Outro exemplo é mencionado por Hillman e Keim (2001) sobre a compra de um produto por um preço razoável: o menor preço é o objetivo do consumidor e, na falta de procura, menos produtos serão adquiridos. Isso afeta as expectativas presentes e futuras do mercado, resultando em queda nas ações, possivelmente levando a demissões, reduções nas compras de insumos de fornecedores, entre outras consequências negativas para todos os *stakeholders*.

Clarkson (1995) dividiu os *stakeholders* em primários e secundários: o primeiro grupo é

considerado essencial para a empresa e o segundo não está envolvido na operação principal desta. Agle, Mitchell e Sonnenfeld (1999) sustentam que os gestores devem separar seus *stakeholders* de acordo com às reivindicações dos mesmos. No modelo de Mitchell, Agle e Wood (1997), os *stakeholders* são classificados a partir de três atributos:

a) o poder dos *stakeholders* de influenciar a organização;
b) a legitimidade da relação do *stakeholder* com a organização;
c) a urgência das reivindicações do *stakeholder*.

Donaldson e Preston (1995) apresentam três categorias de *stakeholders* para a gestão por saliência:

d) Descritiva: é composta por trabalhos que explicam o comportamento e as características dos *stakeholders* pela discussão sobre a natureza da organização, como os administradores atuam, por exemplo.
e) Instrumental: a teoria estabelece uma conexão entre as práticas do gestor perante os *stakeholders* e como este comportamento afeta o desempenho da empresa. Jones (1995) integrou essa abordagem com a ética empresarial e concluiu que empresas que realizam negócios com *stakeholders* na base da confiança têm a oportunidade de demonstrar um compromisso sincero e um comportamento ético, permitindo-lhes uma vantagem competitiva; consequentemente, se desenvolverão de forma duradoura e produtiva.
f) Normativa: inclui pesquisas que direcionam a teoria às diretrizes morais e filosóficas na operação e gerenciamento das empresas. Reed (1999) analisou o aspecto normativo sob três domínios: legitimidade, moralidade e ética, no intuito de indicar as vantagens desse modelo quando o relacionamento envolver os *stakeholders* e os *shareholders*. É digno de nota que os acionistas são o foco porque os interesses destes diferem dos demais grupos, visto que a administração possui uma obrigação de retorno de investimento para com estes.

Entretanto, a teoria dos *stakeholders* defende um tratamento virtuoso para com os *stakeholders* porque é a coisa moralmente correta a se fazer (Freeman, 2010); haverá um grupo mais importante que outro, mas não faz se necessário separá-los.

Desse modo, o conceito de *stakeholder* indica que a atividade empresarial não é só uma transação de mercado, mas uma rede de relações cooperativas e competitivas organizadas entre si. Muitas partes influenciam a empresa, emergindo uma oportunidade para que ela melhore seu desempenho (Russo & Perrini, 2010).

O princípio da responsabilidade de Freeman reforça ao gestor que as pessoas devem ser responsáveis pelos efeitos de suas ações sobre os outros e, como definiu Friedman (1970), as empresas são formadas por pessoas. Nesse sentido, a RSE se incorpora na estratégia para o gerenciamento dos *stakeholders*.

2.2 Responsabilidade social empresarial - RSE

A RSE não possui definição exata, e sim, concepções semelhantes explicadas por pesquisadores e órgãos não governamentais. Em essência, são ações praticadas por empresas no intuito de proporcionar o bem-estar social no ambiente interno e externo.

O termo "responsabilidade social corporativa" corresponde à cidadania corporativa, ética empresarial, gerenciamento de partes interessadas e sustentabilidade; ao mesmo tempo, o conceito de desempenho social corporativo se tornou um termo que engloba tanto os aspectos descritivos como os normativos, bem como tudo o que as empresas estão realizando no âmbito das políticas de responsabilidade social, práticas e resultados (Carroll, 1999).

A origem de responsabilidade social é indefinida, mas os registros acadêmicos confirmam que se iniciou após a Segunda Guerra Mundial, na qual a falência de muitos países e a degradação ambiental propiciou práticas sociais (Carroll, 1979; Wartick & Cochran, 1985; Roman, 2004) e os empresários começaram a divulgar suas ações, denominando-as de negócios responsáveis (Friedman, 1970).

Para Friedman (1970), o termo "negócios responsáveis" não era adequado, uma vez que

responsabilidade social é pessoal e não empresarial. Ecônomo e capitalista nato, Friedman entrou na discussão de RSE para esclarecer o papel da empresa, do gestor e dos donos das organizações, quando mencionou:

> "No sistema de propriedade privada um executivo é um funcionário dos proprietários da empresa, cuja responsabilidade é conduzir os negócios de acordo com os desejos dos donos, que geralmente serão os de ganhar o máximo de dinheiro possível, enquanto cumprem com suas regras básicas da sociedade, tanto aquelas incorporadas na lei como costumes éticos".

Na mesma década, esse conceito foi contrariado por Carroll (1979), que fez um estudo literário com o propósito de entender a aplicabilidade da RSE, identificando expectativas econômicas, legais, éticas e discricionárias por parte da sociedade para com as organizações em um determinado momento. Freeman (1984) também contribui para a discussão ao mencionar o princípio da responsabilidade para a gestão dos *stakeholders*, no sentido de as empresas se preocuparem com suas ações, incluindo a sociedade como um grupo de *stakeholders*.

Carroll (1979) presume que a RSE se trata de ação econômica e independente, propondo um modelo que se preocupa com a visão que a sociedade tem para com as empresas, dado que a sociedade é um grupo de *stakeholders*. De acordo com o referido autor, a sociedade cria expectativas perante o comportamento empresarial sob quatro aspectos: econômicos, legais, éticos e discricionários. Na descrição que se segue, são fornecidos mais detalhes de cada expectativa proposta por essa concepção:

> a) responsabilidade econômica: é a principal na opinião de Carroll (1979). Nesse aspecto, as empresas são vistas como uma unidade econômica básica da nossa sociedade e possuem a responsabilidade de produzir bens e serviços, vendendo-os com lucro. Todas as outras funções empresariais se baseiam neste pressuposto fundamental;
>
> b) responsabilidade legal: ocorre quando a sociedade espera que as empresas realizem seus negócios nos requisitos legais e ofereçam produtos que tenham padrões securitários, obedecendo às regulamentações;
>
> c) responsabilidade ética: representa o comportamento e as normas éticas que a sociedade espera dos negócios. Essa categoria tem adquirido mais importância atualmente, em grande medida, porque os níveis de tolerância da sociedade em relação a comportamentos antiéticos estão cada vez menores. Isso implica em análise e em reflexão, exigindo que a tomada de decisão dos gestores seja feita considerando as consequências de suas ações, honrando o direito alheio, cumprindo deveres e evitando prejudicar o próximo. Também significa procurar justiça e equilíbrio nos interesses de vários grupos atuantes nas corporações: empregados, consumidores, fornecedores e os residentes da comunidade na qual os negócios operam;
>
> d) responsabilidades discricionárias (filantrópicas): são ações sustentáveis relacionadas ao cuidado com o meio ambiente.

Schwartz e Carroll (2003) separaram a filantropia (aspecto discricionário) da RSE para fornecer um quadro de referência mais apropriado e teórico, facilitando a identificação das atividades de RSE. Os autores deixaram explícito que, na visão da sociedade, as responsabilidades econômicas e legais são "necessárias", as responsabilidades éticas são "esperadas" e as responsabilidades discricionárias ou filantrópicas são "desejáveis".

Wood (1991) identificou tipos diferentes de RSE. Ao examinar questões relacionadas com os princípios e processos adotados pelas empresas e como esse comportamento impacta no desempenho da companhia, constatou que, em maioria, a RSE tem aspecto econômico e fracionou este fator em três níveis:

> a)nível institucional: as motivações têm origem no princípio da legitimidade, ou seja, as empresas se veem como responsáveis pela sociedade ao seu redor;
>
> b)nível organizacional: as motivações derivam de um senso de responsabilidade pública;
>
> c)nível individual: a motivação parte do gestor que exerce a RSE para uma especificidade.

Jamali e Mirshak (2007) testaram os modelos de Carroll (1979) e Wood (1991) em empresas nacionais e multinacionais instaladas no Líbano. As entrevistas revelaram que as organizações não seguiam um padrão ou um modelo de gerenciamento, tampouco desenvolveram metas claras e rigorosas com a diligência na sua busca de RSE. Sob esse resultado, os pesquisadores concluíram que no referido país as empresas praticam a responsabilidade social de maneira filantrópica.

Tais abordagens (Carroll, 1979; Schwartz e Carroll, 2003; Wood, 1991) ainda parecem desconectadas da realidade empresarial (Porter & Kramer, 2006). O objetivo de Freeman em seu *framework* de 1984 era simplesmente "que os gestores façam negócios sustentáveis em atendimento aos seus *stakeholders* e não somente aos *shareholders*". Entretanto, o caso da fábrica de Malden Mills trouxe uma visão diferente: após um incêndio acidental em 1995, o CEO Aaron Feuerstein decidiu reconstruí-la e, durante três meses, manteve todos os funcionários com seus respectivos ordenados em dia. Sua generosidade se estendia à comunidade, através de contribuições aos abrigos e projetos de revitalização de bairros. Todavia, devido ao endividamento, o CEO foi deposto. Feuerstein conduziu a empresa ao fracasso, apesar das boas intenções e da ajuda da comunidade local ao adquirir mais produtos da fábrica nesse período (Harrison & Bosse, 2013).

No entanto, a RSE segue em ascensão e acadêmicos continuam auxiliando as organizações na sua implementação estratégica. O foco estava na direção oposta: ao invés do gestor compensar os danos causados com RSE, deve, primeiramente, descobrir o benefício social, gerando valor e menos custos (Husted & Allen, 2007). Essa visão partiu do conceito cadeia de valor de Michael Porter:

> "A cadeia de valor retrata todas as atividades em que uma empresa se envolve enquanto faz negócios. Pode ser usado como estrutura para identificar o impacto social positivo e negativo dessas atividades. Essas ligações 'de dentro para fora' podem variar de políticas de contratação e demissão a emissões de gases de efeito estufa, como demonstra a lista parcial de exemplos aqui ilustrados" (Poter & Kramer, 2006).

Barakat, Boaventura e Polo (2017) observaram na literatura um alinhamento estratégico de práticas de RSE que podem trazer benefícios sociais à organização e seus *stakeholders*: aproveitar ações sustentáveis para melhorar o contexto competitivo (Poter & Kramer, 2006); concentrar as iniciativas de RSE em questões que tenham alguma interseção com a área de atuação da empresa; manter um diálogo com os *stakeholders*, identificando suas expectativas (Freeman, 1984); acompanhar, via indicadores, o retorno da RSE.

A publicação da RSE recebeu auxílio voluntário de entidades como ONU, IBASE, Instituto ETHOS e GRI, para que as empresas informem suas ações sociais de maneira padronizada, permitindo a comparação entre estas (Pelucio-Grecco et al, 2013).

Por meio das demonstrações contábeis e dos relatos socioambientais, Hopkins (1997) propôs indicadores de modo a avaliar as companhias. Definiu nove elementos com o respectivo indicador para o comportamento social nas empresas:

a) legitimidade: código de ética;
b) responsabilidade pública: litígios envolvendo a violação de leis, penalidades, contribuição para inovações e geração de empregos diretos e indiretos;
c) arbitrariedade dos executivos: código de ética e condenações aos executivos por atividades ilegais;
d) percepção do ambiente: quais questões sociais são relevantes para a companhia;
e) gerenciamento dos *stakeholders*: auditoria social, prestação de contas e políticas internas;
f) administração de questões: políticas com base nas análises de questões sociais;
g) efeitos nos *stakeholders* internos: código de ética, relação sindical, políticas de RH, lucratividade e bem-estar da comunidade;
h) efeitos nos *stakeholders* externos: código de ética, litígios, *recall* de produtos, propagandas, relação com fornecedores e doações;
i) efeitos institucionais externos: código de ética, litígios genéricos, processos por ações

classistas e melhorias nas políticas internas decorrente de pressões externas.

Cada elemento proposto pelo autor supracitado recebe um grau de importância, cujo propósito é fornecer uma base para efetuar a auditoria social da empresa e contribuir para a um sistema geral de *ranking*, permitindo a comparabilidade entre as empresas no que diz respeito ao seu comprometimento com a RSE.

Daher, Oliveira, Cals e Ponte (2007) testaram indicadores de Hopkins (1997) nas empresas de energia do nordeste brasileiro. Por meio das demonstrações contábeis e do balanço social das companhias, os autores conseguiram evidenciar ações de responsabilidade social nos nove elementos do modelo, indicando a possibilidade de categorizar as companhias do estudo como socialmente responsáveis. Em consonância com as citações anteriores, Ashley (2005, p. 5) considera que ao adotar a responsabilidade social em sua estratégia, a empresa necessita, primeiramente, refletir sobre a ética, envolvendo-a em suas operações. Após essa reflexão as organizações devem fazer uso dos indicadores de responsabilidade social como instrumentos que direcionam e avaliam o retorno de suas estratégias (Karkotli, 2004).

No entanto, outros indicadores surgiram para atender a demanda do mercado de investimento (ISE, 2005 e MSCI, 2007). A seguir este estudo apresenta mais informações sobre os relatórios de RSE e seus indicadores, iniciando pela estrutura de ambos, o termo ESG.

2.2.1 Environmental, Social and Governance (ESG)

Environmental, Social and Governance (ESG) é uma expressão internacional utilizada para designar os componentes ambientais, sociais e de governança associados à sustentabilidade e à informação não financeira.

Segundo Giese, Lee, Melas, Nagy e Nishikawa (2019), o termo ESG surgiu no congresso da ONU no ano de 2004, no pronunciamento intitulado *Who Cares Wins*: *Connecting Financial Markets to a Changing World*. Já Aguila e Viñuales (2019) acreditam que os aspectos sociais, ambientais e governamentais foram evidenciados em 1982 em um encontro promovido pelo *United Nations Environment Programme* (UNEP) para discutir a degradação ambiental; mais adiante, durante a Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento, realizada no estado do Rio de Janeiro em 1992, os ideais foram retomados e intensificados até se tornarem um pacto global em 2018.

Contudo, todos os eventos relacionados ao Pacto Global se consolidam no discurso da Organização das Nações Unidas (ONU) em 10 de maio de 2018, com a resolução 72/277 sob o título *Towards a Global Pact for the Environment*, na qual se menciona os congressos anteriores realizados para a abertura da discussão e se designa um time *ad hoc* e um fundo monetário focados nos objetivos e metas da Agenda 2030.

A princípio, os três pilares eram os aspectos econômicos, sociais e ambientais; o termo governança foi inserido mais tarde dada a sua importância no combate à corrupção (Resolução n. 72/277). Após a Declaração Universal de Direitos Humanos, a Declaração da Organização Internacional do Trabalho sobre Princípios e Direitos Fundamentais no Trabalho, a Declaração do Rio sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento e a Convenção das Nações Unidas Contra a Corrupção (https://www.pactoglobal.org.br/10-principios, recuperado em 23 de outubro, 2020), foram formados dez princípios para que as organizações implementem em suas atividades, resumindo-os em três fatores: ambiental, social e de governança ou ESG:

a) apoiar e respeitar a proteção dos direitos humanos internacionais;
b) assegurar-se de não interagir com as violações dos direitos humanos;
c) apoiar e reconhecer a liberdade do direito a negociação coletiva do trabalho;
d) eliminar o trabalho escravo;
e) abolir o trabalho infantil;
f) erradicar a discriminação no local de trabalho, bem como em contratações futuras;
g) apoiar atividades preventivas ao meio ambiente;
h) desenvolver iniciativas de responsabilidade social;

i) incentivar o desenvolvimento de novas tecnologias limpas;
j) combater a corrução em essência e forma.

Dessa forma, as instituições como GRI e ETHOS e consultorias de investimentos como B3, NYSE, NASDAQ e MSCI pesquisam nas empresas a integração desses elementos, adotando-os na nomenclatura de seus respectivos relatos integrados ou índices de investimentos.

A organização Rede Brasil, representante do país no Pacto Global, informa que a adesão a este em nosso território chega a ser a terceira do mundo, com mais de 950 membros empresariais (https://www.pactoglobal.org.br/no-brasil, recuperado em 05 de outubro, 2020). Para a referida instituição, o ESG é um indicador de grande relevância:

> "O ESG é um índice que avalia as operações das principais empresas conforme os seus impactos em três eixos da sustentabilidade – o Meio Ambiente, o Social e a Governança. A medida oferece mais transparência aos investidores sobre as empresas nas quais eles estão investindo. O critério de Meio Ambiente vê como a companhia atua na gestão da natureza. O Social examina se a organização viola direitos humanos universais, monitorando as relações da empresa entre trabalhadores, os fornecedores e as comunidades onde atuam. Já a avaliação da Governança envolve práticas de gestão empresarial ligadas ao combate à corrupção e ao *compliance*. O índice é concebido sob a mesma base de valores pregados pelos dez Princípios do Pacto Global para o desenvolvimento sustentável integral".

Por consequência, as empresas sustentáveis se consolidam quando gerenciam os componentes ambientais, sociais e de governança. A demanda por essas informações fez crescer entidades interessadas em analisar o comportamento das empresas e fornecer, principalmente aos investidores, dados de ESG (Giese et al., 2019).

O tema recebeu tamanha notoriedade, que órgãos normativos, como a Fundação IFRS e o CFC, analisam como intervir com normas e procedimentos que possam auxiliar as empresas na comunicação com seus *stakeholders*, em especial os *shareholders*.

2.2.2 Fundação IFRS

A Fundação IFRS (*International Financial Reporting Standards*) é uma organização sem fins lucrativos de interesse público, estabelecida para desenvolver um único conjunto de padrões contábeis de alta qualidade, compreensíveis, executáveis e mundialmente aceitos. Com uma hierarquia composta por três níveis, a Fundação demonstra legitimidade. O conselho de especialistas independentes define as normas (*International Accounting Standards Board*), supervisionado por curadores mundiais (IFRS *Foundation Trustees*) que são monitorados por um conselho administrativo de autoridades públicas e do mercado de capitais (IFRS *Foundation Monitoring Board*).

As normas internacionais repassam transparência para as demonstrações contábeis, tendo em vista as relações econômicas entre as fronteiras, posto que de acordo com a Fundação, mais de um terço de todas as transações financeiras ocorrem entre países, são investidores que buscam diversidade e empresas que recebem recursos estrangeiros (https://www.ifrs.org, recuperado em 08 de dezembro, 2020).

Em 2019, os *trustees* da Fundação iniciaram uma pesquisa documental sobre a RSE, identificando uma necessidade crescente de informação sobre ESG nos relatórios das empresas, dado que tais informações ajudariam a avaliar o retorno dos investimentos a longo prazo. Dentre os dados disponibilizados por órgãos empenhados em auxiliar os gestores a emitir os relatos de sustentabilidade, se compreende que os modelos não são eficientes, simplesmente por não serem padronizados. Nesse sentido, a Fundação emitiu uma consulta pública para ouvir os *stakeholders*, solicitando uma visão do mercado financeiro mundial sobre em que medida a Fundação IFRS poderia ter um papel no âmbito dos relatórios de sustentabilidade global.

Em 2020, as entidades CDP, CDSB, GRI, IIRC e SASB anunciaram uma visão compartilhada de um sistema de relatórios corporativos em apoio à intenção da Fundação IFRS, dado a semelhança de suas missões, como demonstra a tabela abaixo:

Tabela 1:
Organizações que apoiam a decisão da IFRS

CDP *Disclosure Insight Action* - CDP	Administrar o sistema de divulgação global para investidores, empresas e entidades públicas gerenciarem seus impactos ambientais.
***Climate Disclosure Standards Board* - CDSB**	Emitir informações relacionadas ao clima para o mercado de investimentos.
***Global Reporting Initiative* - GRI**	Desenvolver relatórios padronizados para ajudar as empresas a comunicar seus impactos relacionados ao meio ambiente, aos direitos humanos e à corrupção.
***International Integrated Reporting Council* - IIRC**	Estabelecer relatórios de sustentabilidade.
***Sustainability Accounting Standards Board* - SASB**	Desenvolver padrões de relatórios sustentáveis.

O prazo para os *stakeholders* se pronunciarem perante a consulta pública terminou em 31 dezembro de 2020. A Fundação se preocupa em como iniciar e gerenciar essas normas sustentáveis para que não fiquem sem uso por parte dos gestores. O importante é que a atenção está direcionada ao tema ESG, e que no futuro, tais relatos sejam indispensáveis (https://www.ifrs.org/news-and-events/, recuperado em 8 de dezembro, 2020)

2.2.3 Conselho Federal de Contabilidade - CFC – CTG 09

Com base no relato integrado desenvolvido pelo IIRC *(International Integrated Reporting Council*) o Conselho Federal de Contabilidade, CFC, emitiu o Comunicado Técnico Geral (CTG) 09, com o objetivo de "estabelecer Princípios de Orientação e Elementos de Conteúdo que sirvam de regra para o conteúdo geral do Relato Integrado e explicar os conceitos fundamentais que os sustentam" (Comunicado Técnico Geral CTG-09, 2020, p. 02).

De acordo com o pronunciamento do CFC, "essa iniciativa vem ao encontro de uma necessidade do mercado brasileiro quanto à padronização de relatórios que atendam aos temas sobre ESG (https://cfc.org.br/notícias, recuperado em 09 de dezembro, 2020).

Para Zulmir Ivânio Breda, Presidente do CFC, a emissão da norma se deve à tendência mundial das empresas elaborarem relatórios sustentáveis, com a finalidade de criarem valor a longo prazo para atenderem aos seus *stakeholders*.

Em consulta realizada no *site* do CFC no dia 09 de dezembro de 2020, a norma estava pendente de publicação no DOU (Diário Oficial da União), mas o órgão adiantou na ordem técnica CPC 09 que seus respectivos procedimentos não serão obrigatórios.

Segue-se um breve relato dos índices, relatórios e normas que têm por essência o enfoque do ESG.

2.2.4 Normas e Índices

Com a relevância e o crescimento das práticas de RSE, surgiram normas, técnicas, certificações e relatórios, com o objetivo de controlar e regulamentar as consequências das ações empresariais para com os *stakeholders* (Orozco, Acevedo & Acevedo, 2013).

As normas direcionam o foco em desenvolvimento e certificação de sistemas de gerenciamento via processos de execução de políticas, planejamento, implementação de operação, ações preventivas, corretivas e de revisão. Os indicadores possuem o papel de mensurar as ações sociais e os relatórios são dados organizados para informar as mesmas ações.

2.2.4.1 Normas

As normas de RSE identificam que as empresas se preocupam com o meio ambiente e com os impactos sociais. Os empresários procuram a certificação, por meio das normas, para assegurar que suas atividades não impactam, negativamente, o meio social.

Segundo Aliglieri (2011), as normas promovem orientações processuais específicas para implementar e manter sistemas de gerenciamento, programas e atividades.

No âmbito da RSE, as seguintes normas são apresentadas, conforme tabela 2.

Tabela 2:

Normas primárias relacionadas à responsabilidade social

Objetivo	Norma	Ano	Instituição
Diretrizes para a responsabilidade social	AA 1000	1999	Institute of Social and Ethical Accountability
	AFNOR SD 21000	2003	L'association AFNOR
	NBR 160001	2004	Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT)
	ISO 26000	2010	International Organization for Standardization (ISO)

Nota. Aliglieri (2011)

Alinhada à Teoria dos *stakeholders*, a norma ISO 26000 identifica e direciona a relação da empresa para com os mesmos (https://www.iso.org/standard/42546.html, recuperado em 07 de novembro, 2020).

2.2.4.2 Índices

Orozco et al. (2013) recordam que algumas empresas têm visto a RSE como um segmento de mercado, sem praticar as ações sociais. Nesse sentido, emerge a importância dos índices que, entre outras funções, garantem a transparência das publicações direcionadas aos *stakeholders* (Aliglieri, 2011).

Orlitzky, Schmidt e Rynes (2003) definem os índices como refletores da reputação de RSE, nos quais os bons reflexos dos valores e comportamentos são implícitos ao comportamento social; em outras definições, avaliam, também, a qualidade dos relatórios publicados (Villiers & Staden, 2011).

2.2.4.3 Indicadores ETHOS

O Instituto ETHOS de Empresas e Responsabilidade Social é uma Organização da Sociedade Civil de Interesse Público (OSCIP) criado em 1998, que desenvolveu um conjunto de ferramentas de gestão de RSE, cujo objetivo principal é apoiar as empresas na incorporação da sustentabilidade em suas estratégias de negócio.

A empresa interessada em aplicar o indicador ETHOS precisa se associar e responder ao questionário; depois, poderá acompanhar o diagnóstico comparativo do seu desempenho com outras empresas do seu setor. O questionário é composto pelas dimensões do ESG somadas às perspectivas de visão e estratégia, nas quais os subtemas são inspirados nas normas ISO 26000 (https://www.ethos.org.br/conteudo/indicadores, recuperado em 07 de novembro, 2020).

Aligleri (2011) intensifica a importância dos indicadores ETHOS como sistema de princípios diretivos e instrumentos de gestão que objetiva garantir a transparência da comunicação com os *stakeholders*, sendo muito utilizado pelas companhias frente a muitos outros conjuntos de indicadores.

Arantes (2006) testou o desempenho das empresas que investem em RSE e utilizam os indicadores ETHOS. O estudo evidenciou correlação positiva entre o desempenho e o nível de divulgação. Portanto, este indicador é benéfico a longo prazo e compatível com os objetivos das companhias.

Em contrapartida, Oliveira (2006) analisou a estratégia de RSE das 131 empresas

cadastradas no Instituto ETHOS, através de um *software* de análise qualitativa. O estudo concluiu que a maioria das empresas não possui a percepção de como incorporá-lo em suas estratégias.

2.2.4.4 Indicadores B3

A B3 possui seis índices voltados à sustentabilidade que visam acompanhar o desempenho das companhias praticantes:

a) índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE);
b) índice Carbono Eficiente (ICO2);
c) índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC);
d) índice de Governança Corporativa Trade (IGCT);
e) índice Governança Corporativa – Novo Mercado (IGC-NM);
f) índice de Ações com *Tag Along* Diferenciado (ITAG);
g) índice S&P/B3 Brazil ESG.

Para a B3, os índices são instrumentos atrativos e estimulantes. (http://iseb3.com.br/pt_br/b3/sustentabilidade/nas-empresas/indices/, recuperado em 23 de janeiro, 2021). Alinhados com o objetivo desta pesquisa são os índices ISE e S&P/B3. Segue-se um relato sobre os mesmos.

2.2.4.4.5 Indicadores de Sustentabilidade Empresarial - ISE

O Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) foi criado em 2005 sob uma parceria da Brasil, Bolsa e Balcão (B3), da Fundação Getúlio Vargas, do apoio técnico da ABC Associados e financiado pela *International Finance Corporation* (IFC), sendo o primeiro do Brasil e o quarto do mundo. Tem por objetivo apoiar os investidores, elencando as 40 organizações mais sustentáveis. De acordo com Machado, Macedo, Machado e Siqueira (2012), em 2010 os princípios do ISE tinham por base o *Triple Bottom Line*, mas em 2020 a B3 anuncia que as empresas elegíveis são aquelas que absorvem as práticas ESG (http://www.b3.com.br, recuperado em 07 de novembro, 2020).

São convidadas as 200 maiores companhias (o critério é o valor dos ativos em negociação) listadas na B3 no período anterior ao ano vigente. A empresa que aceita ingressar no programa responde ao questionário relativo às práticas de ESG. Destas, são selecionadas até 40 companhias para compor a carteira. A classificação dependerá da avaliação sobre as dimensões sustentáveis, por exemplo, na carteira de 2020, há 36 ações de 30 empresas (http://iseb3.com.br/o-que-e-o-ise, recuperado em 07 de novembro, 2020).

Pesquisas tentam relacionar o desempenho das empresas classificadas com o ISE. Silva (2019) analisou o retorno operacional das companhias classificadas por este índice, comparando-o com o investimento em RSE e evidenciou, por método estatístico, uma relação positiva, ou seja, quanto maior o investimento, maior será o retorno operacional, inclusive em ativos financeiros. Machado et al. (2012) sugerem que o ISE identifica na empresa questões sustentáveis árduas de se levantar por serem voluntárias. Visto que o mercado de investimentos considera que tais empresas geram valor ao longo do tempo, os autores analisaram e encontraram relação entre os investimentos socioambientais com o ingresso das companhias no ISE.

Teixeira, Nossa e Funchal (2011) testaram o impacto do ISE no risco das companhias. As evidências do estudo demonstram que há um risco considerável devido ao aumento de endividamento destas. Serra, Felsberg e Fávero (2017), ao pesquisarem os retornos das organizações de 2005 a 2015, não encontraram evidências de retorno significativo no desempenho dessas empresas.

2.2.4.4.6 S&P/B3 *Brazil* ESG

O índice S&P/B3 foi criado em 31 de agosto de 2020, com a parceria entre *Dow Jones Indices* e B3. É restritamente direcionado às empresas listadas na B3 e na S&P *Brazil* BMI, simultaneamente. Visa mensurar as performances relacionadas ao ESG e ao desenvolvimento das condutas do Pacto Global. A diferenciação está nos diversos níveis de pontuação que a empresa pode obter e na análise dos relatórios publicados sobre RSE.

O investidor interessado nessa carteira de ativos acessa o portal e visualiza as companhias que o compõem; esse portifólio não é estático. Por exemplo, a empresa Carrefour perdeu pontuações devido a uma má conduta propagada nas mídias e que ocasionou a saída deste indicador, ou seja, este índice não depende de demonstrações financeiras publicadas.

Em outubro de 2020, a primeira carteira do S&P/B3 foi composta por 94 empresas de diversos setores. São elegíveis companhias que possuam uma boa avaliação de RSE. O acesso ao portfólio é restrito aos investidores, mas a B3 divulgou, em janeiro de 2021, as dez maiores empresas. De posse desse material, foi possível analisar o desempenho econômico-financeiro destas e de seus respectivos concorrentes.

2.2.4.5 MSCI – Morgan Stanley Capital International

A MSCI aperfeiçoou o índice ESG *rating* ao cenário global de 2007, pois o mesmo foi intencionado pela consultoria KLD Research sob o título de *KLD Social Index*.

Fundada em 1989 por Peter Kinder, Steve Lydenberg e Amy Domini, a KLD *Research and Analytics Inc.* ofereceu aos investidores informações abrangentes e precisas sobre as empresas americanas. Por uma profunda pesquisa se descrevia o perfil destas, aplicando tanto critérios positivos quanto negativos relacionados ao investimento social.

Quando reuniram um conjunto relevante de dados a respeito da RSE, mudaram o nome do índice para KLD 400 Social Index, um índice de ações ordinárias composto por 400 corporações que passaram por múltiplas e amplas fases sociais, servindo como um *book* das melhores empresas rentáveis para os investidores sociais.

Em 2010, a *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) adquiriu a controladora *Risk Metrics* e suas respectivas subsidiárias: *Center for Financial Research and Analysis* (CFRA), *Innovest Strategic Advisors* (*Innovest*) e a *KLD Research and Analytics Inc.* (KLD).

Com amplo portfólio de produtos, em 2020 a MSCI ofertava os seguintes serviços:

a) Índices: são calculados diariamente cerca de 12.000 índices em tempo real, sendo úteis em diversas áreas do processo de investimento, incluindo o cálculo do preço dos *Exchange Traded Funds (ETF)*:

- *MSCI Global Equity Indexes*: são projetados para medir retornos em uma ampla variedade de mercados de ações, distintos entre tamanho e segmentos;
- *Factor Indexes*: são projetados para capturar o retorno de fatores históricos, quais setores são mais rentáveis a longo prazo, com base em estudos acadêmicos empíricos e no comportamento do mercado;
- *ESG Indexes*: são construídos utilizando dados do segmento Ambiental, Social e de Governança para atender à crescente demanda por índices que integram critérios para facilitar estratégias de investimento sustentável;
- *Custom Indexes*: são calculados aplicando os critérios de um cliente, como exclusões de ações, cobertura cambial, taxas de impostos ou ponderação especial para um índice MSCI existente;
- *Thematic Indexes*: são projetados para medir o desempenho de índices sociais, econômicos e industriais específicos, estratégias de investimento ambiental ou demográfico;
- *Private Real Assets Indexes*: proporcionam transparência e visão das estratégias de investimento imobiliário privado.

b) *Analytics*: portfólio composto por aplicações e serviços que proporcionam aos clientes uma visão integrada do risco e do retorno e uma análise do mercado contendo risco de crédito, liquidez e de contraparte em todas as principais classes de ativos, abrangendo curto, médio e longo prazo;

c) *MSCI ESG Research*: estudo avançado de aproximadamente 8.500^5 empresas do mundo, adquirido como parte da *KLD Research & Analytics*. Mantém um histórico de décadas e tem por intuito demonstrar aos investidores como as considerações ambientais, sociais e de governança reduzem o risco e recompensam a longo prazo. É utilizado por gestores de fundos, consultores e acadêmicos.

A seção *ESG Research* é dividida em dois seguimentos. A primeira, muito importante para esta pesquisa, é chamada de *MSCI ESG Ratings*. São classificações projetadas para identificar riscos ou oportunidades ambientais, sociais e de governança que podem não ser capturados através de análises convencionais. Abrangem classificações de ações e títulos de renda, incluindo títulos corporativos e governamentais. As informações são projetadas para identificar e analisar questões de ESG com exposições ao risco, como, por exemplo: segmento comercial e risco geográfico ou gerenciamentos específicos do setor, que podem incluir a interseção dos principais impactos sociais e ambientais com suas operações comerciais, identificando, assim fraquezas e oportunidades para a empresa e seus investidores. Neste, as entidades são classificadas em escala de AAA (líder do setor) até CCC (tardio do setor) de acordo com a interpretação de 37 questões sobre três fatores:

a) ambientais: emissão de carbono, preservação de recursos naturais, emissão de poluentes e resíduos, oportunidades de melhorias no meio ambiente;
b) sociais: capital humano, responsabilidade pelo produto, oposição das partes interessadas e oportunidades sociais;
c) governança: governança corporativa e comportamento corporativo.

A classificação da empresa resulta da média das notas apropriadas aos fatores acima e podem ser CCC, B, BB, BBB, A, AA ou AAA. Segue-se uma breve explicação das notas separadas por grupos e cores:

a) CCC ou B, último e antepenúltimo respectivamente, formam o grupo vermelho. Recebem essa classificação as empresas que evidenciam atraso de RSE se comparadas com seu respectivo setor e demonstram falha no gerenciamento de riscos;

b) BB, BBB ou A são do grupo amarelo. Representam empresas com um histórico misto, sem ações excepcionais a respeito da RSE, porém, se destacam do seu setor;

c) AA ou AAA representam os líderes do grupo verde. Este é composto por entidades com alto gerenciamento de riscos, gestão de oportunidades sociais e comportamento corporativo. Nesse sentido, temos o exemplo do Banco Bradesco S.A., que foi avaliado pela MSCI em fevereiro de 2020. Seu índice de ESG é A, isso porque a instituição financeira foi classificada com notas diferentes nos três aspectos, sendo: CCC no aspecto governança; BB nas questões de corrupção e segurança de produtos financeiros e AAA nos aspectos sociais, como financiamentos, privacidade de dados e desenvolvimento de capital humano (https://www.msci.com/esg-ratings/issuer/banco-bradesco-sa/IID000000002158979, recuperado em 28 de junho, 2020).

A evolução deste índice é identificada no fato de que 14 das 25 empresas classificadas em maio de 2020 não existiam ou não se qualificavam para inclusão. Dado a este e outros diferenciais citados acima que se optou por incluir este índice na pesquisa como variável independente.

A segunda seção da *ESG Research* é denominada de MSCI *ESG Business Involvement Screening Research*. Trata-se de um serviço de triagem que permite aos investidores institucionais gerenciar os padrões ESG e restrições de forma confiável e eficiente, modelando sua carteira de investimentos.

Há outro produto do segmento imobiliário que inclui pesquisas, relatórios, dados de mercado e ofertas de *benchmarking* que fornecem análise do desempenho imobiliário para fundos, investidores e administradores. Variam de uma análise parcial ou total sobre a empresa e incluem:

a) *MSCI Enterprise Analytics*: aplicação interativa que oferece uma única visão integrada de análise para investidores e administradores imobiliários privados, proporcionando-lhes a capacidade de avaliar os investimentos de uma organização, bem como rever as exposições e concentrações entre mercados, categorias de ativos e carteiras cada vez mais diversificadas.

b) *MSCI Global Intel*: banco de dados que equipa os proprietários de ativos, pesquisadores, estrategistas e gerentes de risco com dados e análises para melhorar sua compreensão de desempenho e riscos imobiliários ao nível global.

c) *Global MSCI Real Estate Analytics Portal*: plataforma dinâmica para desempenho e risco imobiliário que permite aos investidores imobiliários obter *insights* ao nível de mercado e avaliar o desempenho de suas carteiras individuais usando filtros analíticos relevantes.

A tabela 3 sintetiza a transição da MSCI.

Tabela 3:

Transformação da MSCI

1990	2020
Antes da Internet e da rápida disseminação global de informações, a coleta de dados era um processo manual e compreendia 650 empresas.	Em 2020, aproveitam-se fontes de dados alternativas e AI (Artificial Intelligence) para descobrir dados não revelados, embora as informações tenham se tornado cada vez mais públicas.

Nota. Adaptado de MSCI Inc.

Estudos desenvolvidos pela MSCI evidenciaram que as empresas classificadas com pontos fortes em responsabilidade ambiental e social tenderam a ser mais lucrativas, ou seja, com melhor retorno sobre o investimento do que as outras empresas. Em média, o índice aumentou a exposição das empresas com melhor desempenho e reduziu a exposição daquelas com pior desempenho.

Para Linda-Eling Lee, Diretora Geral da *MSCI ESG Research*, independentemente do tipo de "novo normal" que surja da pandemia causada pelo coronavírus, a agitação que ela desencadeou faz com que os investidores examinem novamente a capacidade das empresas de resistir a eventos inesperados e choques exógenos — desde a inter-relação das cadeias de abastecimento até a importância da saúde e segurança, bem como e a interdependência das empresas e comunidades. Com a pandemia, a importância dos fatores ambientais, sociais e de governança (ESG) para identificar e avaliar tais riscos se tornou evidente.

2.2.5 Relatórios

Os relatórios de sustentabilidade podem ser voluntários, compulsórios ou mistos, como a DVA (Demonstração do Valor Adicionado), que é obrigatória para empresas de capital aberto e, ao mesmo tempo, voluntária para as demais companhias. Segundo Basseto (2010), as entidades que aderirem à publicação de relatos sociais, desde que auditados, interagem melhor com seus *stakeholders*, consentindo-lhes pensar sobre as ações sociais internas e externas.

2.2.5.1 Balanço Social

O Balanço Social surgiu na França em 1972, emitido pela empresa Singer (Trevisan, 2002). No Brasil, foi idealizado pelo sociólogo Herbert de Souza (Betinho), com o Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (IBASE). Ambos desenvolveram campanhas para incentivar os empresários e a sociedade sobre a relevância desse indicador (Levek et. al, 2002).

Segundo Kroetz (1998), o balanço social é uma ferramenta gerencial que reúne dados qualitativos e quantitativos sobre as políticas administrativas e suas respectivas relações com os grupos de *stakeholders,* servindo como instrumento de controle para a tomada de decisão e adoção de estratégias. Trevisan (2002) observou, na visão do *marketing*, que o balanço social aperfeiçoaria a relação da empresa com a sociedade, assegurando a transparência de suas rotinas sociais.

Este indicador não possui um modelo padrão, porém, as empresas podem utilizar os

exemplos do Instituto ETHOS ou do IBASE (Milani, 2008). Por um período, as empresas utilizavam o Balanço Social como *marketing* (Trevisan, 2002; Andrade, Avelino & Linhares, 2016). Contudo, com regulamentação e os incentivos de novas práticas, a importância do relatório foi percebida pelas companhias (Andrade et al., 2016).

Braga e Salotti (2008) testaram o nível de *disclosure* das 500 maiores empresas brasileiras, evidenciando que muitas adotavam o modelo proposto pelo Instituto ETHOS e pelo IBASE. Em paralelo, o estudo demonstrou que quanto maior o porte da companhia, mais informações são declaradas sobre a RSE, o que indicava uma preocupação em atender às expectativas dos *stakeholders.*

2.2.5.2 Global Reporting Initiative (GRI)

Fundada no ano de 1997, a *Global Reporting Initiative*, ou GRI, é uma fundação sem fins lucrativos que tem focado suas atividades no desenvolvimento de relatórios padronizados que discorram os aspectos relacionados à sustentabilidade econômica, social e ambiental das organizações e que sejam rotineiros e passíveis de comparação, como são os relatórios financeiros. Para assegurar a qualidade técnica, credibilidade e relevância, a estrutura dos relatórios é desenvolvida com o apoio de especialistas e de empresas usuárias, passando por alterações constantes.

A meta principal é ajudar as empresas na transparência das informações e na responsabilidade para com seus impactos sociais. As diretrizes, elaboradas pela divisão *Global Sustainability Standards Board* (GSSB), são atualizadas conforme as mudanças sociais. Em 2020, as empresas podiam utilizar a quarta versão do relatório, denominada de G4, criada em 2013 e atualizada em 2018. A organização que se dispor ao modelo GRI tem acesso a um manual para identificar quais questionários se aplicam à sua realidade. As normas 102, 102 e 103 são a identificação da empresa e aplicável para todos. Já as normas dos grupos 200, 300 e 400, a empresa escolhe de acordo com sua intenção. A tabela 4 descreve a relação dessas diretrizes.

Tabela 4:

Normas GRI

Norma		Aplicação
GRI 101	Fundamentos	Identificação
GRI 102	Conteúdos gerais	
GRI 103	Forma de gestão	
GRI 201	Desempenho econômico	Valor econômico direto gerado e distribuído (EVG&D) em regime de competência.
GRI 202	Presença no mercado	Quantidade de funcionários remunerados com base no salário mínimo federal.
GRI 203	Impactos econômicos indiretos	Investimentos em infraestrutura, uso de serviços locais.
GRI 204	Práticas de compras	Gastos com fornecedores locais.
GRI 205	Combate à corrupção	Riscos relativos à corrupção.
GRI 206	Concorrência desleal	Participação em processos judiciais.
GRI 207	Tributos	Estratégia tributária vinculada a RSE.
GRI 301	Materiais	Informar o peso e o volume das embalagens utilizadas, separadas por renováveis e não-renováveis.
GRI 302	Redução do consumo de energia	Informar o volume de redução de energia, o tipo e a base de cálculo.
GRI 303	Águas e efluentes	Relação que a companhia tem com a água, como é captada, consumida e descartada.
GRI 304	Biodiversidade	Para empresas instaladas em locais com proteção ambiental, informar m² construído, materiais utilizados na construção, entre outros.
GRI 305	Emissões	Quantidade de emissões diretas de gás efeito estufa.
GRI 306	Resíduos	Atividades que geram resíduos, separadas por impactos possíveis e reais.

Tabela 4:	Normas GRI	continuação
GRI 307	Conformidade ambiental	Multas e sanções relativas à inconformidade ambiental
GRI 308	Avaliação ambiental de fornecedores	Informar os novos fornecedores selecionados por uma avaliação ambiental.
GRI 401	Emprego	Novas contratações e demissões separadas por idade, gênero e região
GRI 402	Relações de trabalho	Procedimentos relacionados às informações e acordos coletivos dados aos colaboradores
GRI 403	Saúde e segurança do trabalho	Implementação do sistema de saúde para colaboradores.
GRI 404	Capacitação e educação	Treinamentos separados por gênero e categoria funcional
GRI 405	Diversidade e igualdade de oportunidades	Percentual de colaboradores em cargo de governança separados por gênero e idade (< 30, 30~50 e > 50 anos).
GRI 406	Não discriminação	Quantidade de casos de discriminações ocorridos.
GRI 407	Liberdade sindical e negociação coletiva	Riscos relativos às suas atividades e a de seus fornecedores.
GRI 408	Trabalho infantil	Fatores que apresentam riscos em suas atividades e de seus fornecedores.
GRI 409	Trabalho forçado ou análogo ao escravo	
GRI 410	Práticas de segurança	Quantidade de treinamentos aplicados relativos à segurança.
GRI 411	Direitos de povos indígenas	Quantidade e informações sobre violação dos direitos.
GRI 412	Avaliação de direitos humanos	
GRI 413	Comunidades locais	Interações com a sociedade local.
GRI 414	Avaliação social de fornecedores	Fornecedores selecionados com base em uma avaliação social.
GRI 415	Políticas públicas	Doações para partidos políticos.
GRI 416	Saúde e segurança do consumidor	Percentual de melhorias implementadas.
GRI 417	*Marketing* e rotulagem	Dados sobre os componentes do produto ou serviço produzido que causam danos ambientais.
GRI 418	Privacidade do cliente	Quantidade de reclamações feitas por clientes.
GRI 419	Conformidade socioeconômica	Multas e sanções relativas à não conformidade socioeconômica.

A GRI permite a escolha de quais relatórios a empresa quer publicar. Por exemplo, a empresa de tecnologia que oferece cursos gratuitos à comunidade pode aderir às normas GRI número 413 (específica sobre comunidades locais). Dessa forma, a companhia irá fornecer todas as informações sobre esse aspecto. Ao receber o relatório, a GRI analisa e atribui uma nota à empresa.

É passível de entendimento que as companhias irão divulgar os feitos positivos. Hahn e Lülfs (2014) identificaram que muitas empresas não demonstram quais ações sociais geraram o impacto negativo, consequentemente, não identificam preocupação em encontrar uma solução. Para os referidos autores, esse é um ponto importante que o relatório GRI disponibiliza, mas não é utilizado, ou seja, as informações publicadas pelas empresas não refletem os padrões sugeridos nas diretrizes do GRI (Sethi, Rovenpor & Demir, 2017) que se dispõe com eficiência e eficácia (Sanchez, Oliveira & Ferrero, 2019). Dessa forma, dependerá da intenção dos gestores para com seus *stakeholders* se este irá transmitir a realidade, seja favorável ou não (Leite Filho, Prates & Guimarães, 2009).

Pelucio-Grecco et. al (2013) demonstram que mesmo utilizando o padrão dos relatórios GRI, ainda assim, podem ocorrer divergências nas divulgações das empresas que interferem na comparabilidade das práticas de RSE. No estudo citado, os autores comparam os relatos das empresas brasileiras e espanholas e concluem que as informações estão atreladas à situação de cada

país.

2.2.5.3 Demonstração do Valor Adicionado (DVA)

A Resolução 1.010/2005 do Conselho Federal de Contabilidade, CFC, veio aprovar a NBC T 3.7, que trata da Demonstração do Valor Adicionado (DVA) e a conceitua no item 3.7.1:

> "Demonstração do Valor Adicionado é a demonstração contábil destinada a evidenciar, de forma concisa, os dados e as informações do valor da riqueza gerada pela entidade em determinado período e sua distribuição".

Fregonesi e Santos (2014) simplificam a definição de valor adicionado como um montante "... acrescentado ao custo de insumos adquiridos para remunerar os fatores de produção, capital, terra e trabalho."

Por um extenso período, foi um componente do Balanço Social, como menciona a Resolução 1.138/08 no item 1:

> "O objetivo desta Norma é estabelecer critérios para elaboração e apresentação da Demonstração do Valor Adicionado (DVA), a qual representa um dos elementos componentes do Balanço Social e tem por finalidade evidenciar a riqueza criada pela entidade e sua distribuição, durante determinado período".

Após a promulgação da Lei 11.638/07, que alterou e revogou dispositivos das Leis 6.404/76 e 6.385/76, tendo como foco editar regras contábeis brasileiras e possibilitar a convergência às normas internacionais de contabilidade (*International Financial Reporting Standards*, IFRS), a divulgação da DVA se tornou compulsória para as companhias de capital aberto. No entanto, seu modelo permanece nos relatórios de sustentabilidade como GRI e IBASE acessível a todas as empresas.

Desde então, acadêmicos têm discutido seu conceito. Para Cosenza (2003), a DVA é a demonstração contábil que atende às necessidades mais recentes porque um dos seus objetivos é "evidenciar o papel social das empresas" ao divulgar a riqueza gerada. Bannister e Riahi-Belkaoui (1991) definem o valor adicionado como uma mensuração contábil da distribuição de valores aos diferentes *stakeholders* da companhia. Santos (2005) aponta o fato de atender como um diferencial nessa demonstração.

Com relação ao uso da DVA, para Scherer (2006), esta pode ser utilizada para mensurar e divulgar a riqueza gerada por uma entidade ou ser uma ferramenta de diagnóstico de projeção, de gestão e comunicação, e ainda, reduzir os conflitos de agência e assimetria organizacional. Pelucio-Grecco, Cruz, Peres, Fonseca e Pereira (2010) analisaram a DVA como um instrumento capaz de reduzir a assimetria da informação entre a entidade e seus respectivos *stakeholders*. Na referida pesquisa, os autores encontraram divergências de *disclosure* entre as companhias brasileiras e espanholas devido às pressões externas, comportamento explicado pela teoria institucional. E de acordo com Pelucio-Grecco (2014), analisando a DVA é possível estabelecer um paralelo entre o valor adicionado utilizado pelo segmento econômico e a distribuição econômica da entidade para cada setor com o qual ela se relaciona, constituindo-se o PIB (Produto Interno Bruto) gerado pela organização. Dessa forma, o valor adicionado está diretamente relacionado à formação do PIB de um país, sendo utilizado na macroeconomia para mensuração desse valor.

Machado, Macedo e Machado (2015) confirmaram a relevância do conteúdo informacional da DVA no mercado de capitais brasileiro. As evidências empíricas encontradas sugerem que a DVA possui conteúdo relevante, pois consegue explicar a variação no preço das ações das empresas. Foi utilizada a riqueza bruta calculada pela diferença aritmética entre o valor das vendas e os insumos pagos a terceiros.

Muitos estudos foram realizados com o uso dos indicadores citados anteriormente para analisar o desempenho das empresas em momentos de crise. A seguir, o próximo tópico retrata os momentos críticos economicamente e as respectivas pesquisas com os indicadores de RSE.

2.3 Crises e seus efeitos econômicos e sociais

Crises econômicas desafiam as empresas a sobreviverem porque o produto interno bruto decai mediante a inflação, desemprego, queda das bolsas de valores, entre outros.

As organizações fazem o gerenciamento dos *stakeholders*, porém, em momentos de crise, todos são afetados e, nesse ponto, as relações entre as partes são estremecidas. Em parte, as decisões dos *stakeholders* são influenciadas por suas expectativas e confiança, as quais são afetadas pelas incertezas que envolvem o ambiente econômico.

A humanidade tem passado por diversas crises. Pesquisadores registram algumas como as mais impactantes porque desestabilizaram o sistema econômico e geraram incertezas (Forni, 2007).

Segue-se algumas definições dos períodos mais importantes sobre os efeitos econômicos e sociais das crises.

2.3.1 Crise de 1929

A denominada Depressão de 29, ocorreu de 1929 até meados da década de 1930. Teve como epicentro os Estados Unidos da América (EUA) e afetou o sistema financeiro mundial. Nesse período, não havia regulação e controle no sistema monetário porque existiam bancos que, sem a supervisão do *Federal Reserve*, operacionalizam no mercado de investimentos com ações de alto risco, resultando em perdas e falência dos clientes (Mazzucchelli, 2008).

Nesse período, foram vendidos 16 milhões de ações sem lastro e espalhadas pelas fronteiras mundiais. Não existia um país com posses o suficiente para socorrer aos demais, dado que a crise coincidiu com o período de recuperação da Primeira Guerra Mundial (Kindleberger, 2013, p.19). Em 1930, surgiram as políticas neoliberalistas. De acordo com Roman (2004), estas práticas promoveram o crescimento e, ao mesmo tempo, provocaram estragos sociais na periferia do capitalismo, que mais tarde tentariam corrigir com a responsabilidade social.

2.3.2 Crise de 2008

A crise do *subprime* em 2008 é considerada a segunda maior recessão econômica, originada nos EUA no segmento de hipotecas. Relevante quantidade de créditos concedidos sem liquidação e vendidos como títulos de investimento ocasionaram a falência do banco Lehman Brothers.

O impacto foi mundial devido às relações comerciais e à valorização do dólar. A crise afetou a disponibilidade de capital, e a consequente escassez de crédito atingiu os mercados emergentes, inclusive o Brasil, possivelmente afetado em financiamento (inter)nacional (Leal, Silva & Valadares, 2002). Por conseguinte, após a saída do capital estrangeiro, o Brasil foi impactado com a queda no preço das *commodities* (Maranho, Fonseca & Frega, 2016).

Nakai, Yamaguchi e Takeuchi (2016) compararam o impacto dos fundos de investimento de empresas que praticam a RSE com o mercado de ações do Japão e concluíram que as organizações responsáveis se desempenharam melhor nesta crise de 2008.

Lins, Servaes e Tamayo (2017) encontraram evidências de que o capital social da empresa, construído através de atividades de RSE, compensa durante um período de crise, em especial o período de recessão de 2008 e 2009. Verificaram, simultaneamente, que empresas com alta classificação de RSE, com base no ESG da MSCI, superam, em pelo menos quatro pontos percentuais, as empresas com baixa pontuação. Ademais, os autores constataram que as empresas que praticam RSE geraram retornos durante a crise e se beneficiaram com maior lucratividade, melhores margens, mais produtividade e crescimento de vendas que as demais empresas.

2.3.3 Crise Brasileira de 2016-2017

De acordo com Barbosa (2017), essa crise teve início no segundo trimestre de 2014 com a implantação da política conhecida como Nova Matriz Econômica. A medida reduziu a

produtividade, causando um choque entre a oferta e a demanda e, consequentemente, nos investimentos. Iniciou-se, desde então, uma queda no PIB brasileiro durante os anos de 2016 e 2017.

Stefani, Arjonas, Silva e Pelucio-Grecco (2019) analisaram o lucro líquido das empresas e evidenciaram um impacto negativo no período de 2016 e 2017, se comparado com o ano de 2008. Conforme os autores, o PIB do Brasil em 2008, ano que ocorreu a crise do *subprime*, não sofreu tanta redução, sendo a maior recessão no período de 2014 até 2017. No entanto, Silva (2019) testou e evidenciou retorno positivo nas empresas de capital aberto que praticam a RSE, no período de 2012 a 2017, classificadas pelo ISE.

2.3.4 Crise de saúde COVID-19

Crises econômicas derivam da queda de produção e crises financeiras decorrem da desvalorização de investimentos (Forni, 2007). Contudo, ambos os tipos podem advir de um colapso no sistema de saúde causado por uma pandemia. Um exemplo ocorreu em 2009, quando a economia se recuperava da recessão de 2008 e surgiu no México a gripe suína. Houve uma queda no mercado acionário que gerou, entre outros fatores, a desconfiança por parte do investidor.

Mesmo sobrevivendo por crises como a peste bubônica em 1347 (Brittes & Martins, 2017) e a gripe espanhola em 1918, a humanidade nunca espera por mais uma fase como estas. Entretanto, em dezembro de 2019, uma crise de saúde denominada COVID-19 (do inglês *Coronavirus Disease* 2019) surgiu na província de Wuhan, na China, e contaminou o mundo.

Seus sintomas se parecem com uma pneumonia, mas a proliferação é exponencial. Por este motivo, as autoridades decidiram implantar o isolamento social, fechando as fronteiras por meios dos aeroportos e operações mercantis. Também foram suspensos os serviços, as produções industriais e comércios, em aberto permaneceram setores relacionados à saúde e aos alimentos.

Essa crise é considerada a mais assombrosa de todos os tempos, pois o número de infectados, até a elaboração desse trabalho, superava os 90 milhões, de acordo com o *briefing* da Organização Mundial da Saúde (https://www.who.int/coronavirus, recuperado em 13 de janeiro, 2021).

Em ocasiões de mudanças econômicas, sociais e culturais, o ambiente empresarial permanece competitivo e com alterações de comportamento por parte dos grupos de *stakeholders*. É neste cenário que a RSE recebe a atenção dos gestores e da sociedade.

2.4 Medidas de Desempenho

Sob o propósito de compreender como as empresas com indicadores de ESG se desempenham perante as outras, em especial em tempo da crise da COVID-19, este trabalho se propõe a utilizar índices que expressem uma visão macro da saúde econômica e financeira de uma entidade sustentável (Arrozio, Gonzales & Silva, 2016), mediante a possibilidade de se usar mais de um índice Martins, Miranda e Diniz (2018, p. 132) advertem que a quantidade não é determinante para uma análise de qualidade, mas somente aqueles necessários à compreensão da situação observada.

É comum na literatura relacionar a RSE com o desempenho da empresa porque, ao praticar ações sociais, ocorre uma saída de caixa. Logo, é importante para os acionistas e *stakeholders* visualizarem o retorno deste investimento. Embora que Milani (2008) tenha constatado que 11,8% de 34 empresas do ISE não evidenciam investimentos sociais, muitos estudos tentam evidenciar o contrário no intuito de promover a RSE (Silva, 2019).

Conforme Damodaran (2007), as medidas de desempenho possibilitam a análise da rentabilidade entre empresas de diferentes portes, pois representam a rentabilidade em termos percentuais.

O indicador ROA (retorno sobre os ativos, em inglês, *return on assets*) mensura a eficiência operacional da empresa, demonstrando a capacidade de gerar lucro a partir de seus ativos. É

calculado pela divisão entre o lucro líquido (LL) e o total de ativos (AT). Segundo Martins et al. (2018, p. 132), é o cálculo do lucro sobre o Patrimônio líquido inicial para não poluir com as movimentações de distribuição de dividendos, no entanto, os autores alertam que o patrimônio líquido tende a estar defasado em termos de moeda. Portanto para o acionista atual não seria o melhor indicador. Outro ponto consiste que o investidor necessita enxergar o retorno sobre o investimento que não, necessariamente, é o mesmo montante inicial do patrimônio líquido (Martins et al., p. 207).

Para Damodaran (2007) uma medida ainda mais útil para análise de desempenho é o ROE (retorno sobre o patrimônio líquido, em inglês, *return on equity*), que mede a rentabilidade do capital empregado pelos investidores. É calculado pela divisão entre LL e PL (patrimônio líquido). O ROA e o ROE são os mais utilizados nas referências deste estudo (Peria et al, 2020; Cho, Chung & Young, 2019; Silva, 2019; Costa, 2018; Lins et al, 2017).

No entanto, Damodaran (2007) ressalta que para uma medida mais clara do verdadeiro retorno do ativo, seria aconselhável, considerar a rentabilidade antes dos efeitos tributários e de financiamento, mensurado pela divisão entre EBITDA e o LL.

A partir do estudo de literaturas anteriores e do trabalho de Damodaran (2007), delineou-se as seguintes hipóteses de pesquisa:

H1: O ROA das empresas com níveis mais altos de responsabilidade social empresarial é melhor que das demais empresas antes e durante a crise da Covid-19.

Para um melhor entendimento, as hipóteses foram subdivididas em três, visto que foram analisadas três medidas de RSE.

a) em H1a: o ROA das empresas classificadas pelo ESG da MSCI é melhor que das demais empresas antes e durante a crise da Covid-19.
b) em H1b: o ROA das empresas classificadas pelo ISE é melhor que das demais empresas antes e durante a crise da Covid-19.
c) em H1c: o ROA das empresas classificadas pelo S&P/B3 é melhor que das demais empresas antes e durante a crise da Covid-19.

H2: O ROE das empresas com níveis mais altos de responsabilidade social empresarial é melhor que das demais empresas antes e durante a crise da Covid-19.

a) em H2a: o ROE das empresas classificadas pelo ESG da MSCI é melhor que das demais empresas antes e durante a crise da Covid-19.
b) em H2b: o ROE das empresas classificadas pelo ISE é melhor que das demais empresas antes e durante a crise da Covid-19.
c) em H2c: o ROE das empresas classificadas pelo S&P/B3 é melhor que das demais empresas antes e durante a crise da Covid-19.

H3: O EBITDA/AT das empresas com níveis mais altos de responsabilidade social empresarial é melhor que das demais empresas durante a crise da Covid-19.

a) em H3a: o EBITDA/AT das empresas classificadas pelo ESG da MSCI é melhor que das demais empresas antes e durante a crise da Covid-19.
b) em H3b: o EBITDA/AT das empresas classificadas pelo ISE é melhor que das demais empresas antes e durante a crise da Covid-19.
c) em H3c: o EBITDA/AT das empresas classificadas pelo S&P/B3 é melhor que das demais empresas antes e durante a crise da Covid-19.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O objetivo dessa pesquisa é compreender como as empresas com indicadores de ESG se desempenham perante as outras, em especial em tempo da crise da COVID-19.

No que tange à abordagem do problema, a pesquisa se caracteriza como quantitativa, pois foram utilizadas técnicas estatísticas. Através dos indicadores econômicos e de RSE, analisar-se-á qual a relação entre o desempenho econômico-financeiro nas empresas abertas brasileiras com a medida de RSE. Como mencionado por Sampieri, Collado e Baptista (2013, p. 30), pesquisas com "enfoque quantitativo utilizam a coleta de dados para testar hipóteses, baseando-se na medição numérica e na análise estatística para estabelecer padrões e comprovar teorias".

Os dados secundários foram coletados das demonstrações contábeis publicadas pelas empresas extraídos do sistema Economática®. O método científico de conteúdo foi o indutivo — que, de acordo com Martins e Theóphilo (2009, p.38) "... é um conjunto de regras que estabelece como alcançar generalizações a partir da observação dos fatos".

No intuito de exemplificar, a tabela 5 demonstra o modelo conceitual desta pesquisa:

Tabela 5

Modelo conceitual

Problema de Pesquisa	Objetivo	Hipóteses	Metodologia
Qual o efeito da COVID-19 no desempenho econômico-financeiro das empresas à luz da Teoria dos *stakeholders*?	Compreender como as empresas com indicadores de ESG se desempenham perante as outras, em especial em tempo da crise da COVID-19.	H1: O ROA das empresas com níveis mais altos de responsabilidade social empresarial, medidos pelo ESG da MSCI, ISE e S&P/B3 é melhor que das demais empresas antes e durante a crise da Covid-19.	Aplicação do modelo de regressão linear múltipla com dados em painel, tendo como variáveis dependentes o ROA, ROE e EBITDA/AT e como variáveis explicativas o ESG da MSCI e ISE.
		H2: O ROE das empresas com níveis mais altos de responsabilidade social empresarial, medidos pelo ESG da MSCI, ISE e S&P/B3 é melhor que das demais empresas antes e durante a crise da Covid-19.	
		H3: O EBITDA/AT das empresas com níveis mais altos de responsabilidade social empresarial, medidos pelo ESG da MSCI, ISE e S&P/B3 é melhor que das demais empresas durante a crise da Covid-19.	

3.1 Delimitação da pesquisa

Segundo Martins e Theóphilo (2009, p. 118), a população de uma pesquisa pode ser um "conjunto de indivíduos ou objetos que apresentam em comum determinadas características definidas para o estudo". Nesta pesquisa, a população é composta por empresas abertas brasileiras ativas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A pesquisa abrange o período de 2015 a 2020, mais especificamente, o 3º trimestre de cada ano. Para a seleção do período de estudo, foi considerado a existência de classificação do ESG da MSCI (iniciado em 2015). Devido ao prazo de conclusão dessa pesquisa e disponibilidade das publicações das empresas, as demonstrações utilizadas são com data de 30 de setembro dos respectivos anos.

Dentre os diversos mediadores de RSE relatados no referencial teórico, a escolha da consultoria MSCI ocorreu devido a um diferencial: para obter uma classificação ESG da MSCI, as empresas não precisam ter nenhuma ação, a não ser divulgar boas práticas sociais. A agência realiza uma pesquisa minuciosa, fazendo o uso de inteligência artificial para buscar as práticas reais das companhias e não somente as ações que são publicadas, voluntariamente, nas demonstrações financeiras. A coleta de dados foi feita no *site* da consultoria (www.msci.com).

Buscou-se analisar, em paralelo, se os índices ISE e S&P/B3 explicam o desempenho das empresas que os representem, pois entre esses três indicadores (ESG da MSCI, ISE e S&P/B3) há companhias em comum. Estes também possuem um diferencial atrativo: no ISE as organizações com os maiores ativos são convidadas a obter uma análise minuciosa de suas práticas de RSE; já no S&P/B3 as empresas recebem pontuações que variam de acordo com o risco ofertado no momento — por exemplo, o grupo Carrefour perdeu pontos suficientes para ser excluso do portfólio ao surgir a notícia de um ato inadmissível (htpps:// br.investing.com, recuperado em 23 de janeiro, 2020). Os dados foram coletados no *site* da B3 (www.b3.com.br).

A tabela 6 explica a composição da amostra dos índices ESG da MSCI e ISE.

Tabela 6

Amostra para os índices ESG da MSCI e ISE

Setor	Amostra total	Amostra com ESG da MSCI	Amostra com ISE
MB	10	30	21
PGB	28	21	1
BI	91	28	9
FIN	110	56	27
UP	95	57	43
TI	8	8	6
SAU	10	2	6
CNC	15	17	4
CC	244	82	50
COM	10	10	13
TOTAL	**621**	**311**	**180**

Nota: (MB) Materiais básicos; (PGB) Petróleo, Gás e Biocombustíveis; (BI) Bens Industriais; (FIN) Financeiro; (UP) Utilidade Pública; (TI) Tecnologia da Informação; (SAU) Saúde; (CNC) Consumo Não Cíclico; (CC) Consumo Cíclico; (COM) Comunicações.

Em sua primeira edição, setembro de 2020, o índice S&P/B3 foi composto por 94 empresas, das quais não se obteve acesso, gratuitamente. Porém, a B3 divulgou as 10 maiores companhias que representam 40,7% do portfólio. Dessa forma, a amostra de estudo para este índice é composta por 400 das 621 empresas, por serem do mesmo setor que as organizações do S&P/B3, conforme demonstrado na tabela 7.

Tabela 7

Amostra para o índice S&P/B3

Setor	Amostra total	Amostra com S&P/B3
PGB	28	1
FIN	110	3
TI	8	2
CC	244	3
COM	10	1
TOTAL	**400**	**10**

Nota: (PGB) Petróleo, Gás e Biocombustíveis; (FIN) Financeiro; (TI) Tecnologia da Informação; (CC) Consumo Cíclico; (COM) Comunicações.

3.2 Modelo de análise e variáveis de estudo

Para compreender como as empresas com indicadores de ESG se desempenham perante as outras, em especial no período da crise decorrente do COVID-19 é necessário o uso de um modelo econométrico. Para este estudo é indicado a regressão linear múltipla que estuda a relação entre variáveis explicativas (variáveis de RSE) e uma variável dependente (variáveis de desempenho econômico-financeiro).

Como Costa (2018) utilizou a regressão linear múltipla para "identificar quais determinantes ambientais, sociais e de governança corporativa interagem com o desempenho das empresas de energia no Brasil". Esse estudo parte da mesma técnica, regressão linear múltipla para verificar se as variáveis de desempenho são explicadas pelas variáveis de RSE no período de seis anos.

Figura 1

Variáveis dependentes e explicativas

Dependentes		Explicativas
ROA		ESG da MSCI
ROE	=	ISE
EBITDA		SPB

Nos próximos subtópicos, são fornecidos mais detalhes sobre as variáveis, seguidos das equações determinadas no modelo de regressão linear múltipla.

3.2.1 Variáveis dependentes

Foram utilizadas três medidas de desempenho econômico-financeiro das empresas em análise:

a) ROA, mensurado pela divisão entre o LL do período analisado e o total de ativos (AT) no final do período analisado;
b) ROA, mensurado pela divisão entre o EBITDA do período analisado e o AT no final do período analisado, que, para efeito desta pesquisa, foi utilizada a conotação EBITDA/AT;
c) ROE, mensurado pela divisão do LL do período analisado e o PL médio do período analisado.

Esses dados foram coletados da Economática®.

3.2.2 Variáveis explicativas

Como medida da RSE, foram utilizados os três grupos de classificação de ESG da MSCI (verde, amarelo e vermelho), o ISE e o S&P/B3.

Foram utilizadas as variáveis de controle para setor e tamanho da empresa. Os setores, conforme classificação setorial, coletados do sítio da B3, são: Petróleo, Gás e Biocombustíveis (PGB); Materiais Básicos (MB); Bens Industriais (BI); Consumo Não Cíclico (CNC); Consumo Cíclico (CC); Saúde (SAU); Tecnologia da Informação (TI); Comunicações (COM); Utilidade Pública (UP); Financeiro (FIN). Para o tamanho da empresa, foi utilizado o logaritmo natural (Ln) do AT.

Foram incluídas, também, as variáveis de interação COVIDxESGVd, COVIDxESGAm, COVIDxESGVe e COVIDxISE, para analisar o efeito do desempenho de empresas com classificação RSE simultaneamente no período da Covid-19.

3.2.3 Modelo de regressão linear múltipla

A regressão linear múltipla permite a inserção de múltiplas variáveis para explicar o comportamento de uma variável dependente. Segundo Martins e Teófilo (2009, p. 136) o modelo pode ser assim representado:

$Yi = \alpha + \beta_1 X1t + \beta_2 X2t + ... \beta_k X_{kt} + \varepsilon_i$

Onde:

a) Y é a variável dependente;
b) X_1, X_2 ...X_k são as variáveis independentes ou explicativas;
c) β determina a contribuição da variável independente X;
d) ε é o erro aleatório componente do modelo Martins e Teófilo (2009, p. 136).

Quando o intuito é analisar o comportamento de dados em períodos simultâneos, é indicado o modelo de dados em painel. Este permite uma análise de *cross-sections* e séries temporais (Fávero, 2015, como citado em Costa, 2018). *Cross-sections* são uma amostra de dados, neste estudo são representados pelas 621 empresas combinado com as séries temporais de seis anos (2015 a 2020).

Dessa forma, para analisar o efeito da RSE, medido pelo ESG da MSCI, no ROA foi utilizado o modelo estatístico descrito na Equação 1.

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 ESGVd_{it} + \beta_2 ESGAm_{it} + \beta_3 ESGVe_{it} + \beta_4 CRISEBR_{it} + \beta_5 COVID_{it} + \beta_6 PGB_{it} + \beta_7 MB_{it} + \beta_8 BI_{it} + \beta_9 CNC_{it} + \beta_{10} CC_{it} + \beta_{11} SAU_{it} + \beta_{12} TI_{it} + \beta_{13} COM_{it} + \beta_{14} UP_{it} + \beta_{15} FIN_{it} + \beta_{16} TAM_{it} + \beta_{17} COVIDxESGVd_{it} + \beta_{18} COVIDxESGAm_{it} + \beta_{19} COVIDxESGVe_{it} + \varepsilon$$

(Equação 1)

Para analisar o efeito da RSE, medido pelo ESG da MSCI, no ROE foi utilizado o modelo estatístico descrito na Equação 2.

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 ESGVd_{it} + \beta_2 ESGAm_{it} + \beta_3 ESGVe_{it} + \beta_4 CRISEBR_{it} + \beta_5 COVID_{it} + \beta_6 PGB_{it} + \beta_7 MB_{it} + \beta_8 BI_{it} + \beta_9 CNC_{it} + \beta_{10} CC_{it} + \beta_{11} SAU_{it} + \beta_{12} TI_{it} + \beta_{13} COM_{it} + \beta_{14} UP_{it} + \beta_{15} FIN_{it} + \beta_{16} TAM_{it} + \beta_{17} COVIDxESGVd_{it} + \beta_{18} COVIDxESGAm_{it} + \beta_{19} COVIDxESGVe_{it} + \varepsilon$$

(Equação 2)

Para analisar o efeito da RSE, medido pelo ESG da MSCI, no EBTIDA/AT foi utilizado o modelo estatístico descrito na Equação 3.

$$EBITDA/AT_{it} = \alpha + \beta_1 ESGVd_{it} + \beta_2 ESGAm_{it} + \beta_3 ESGVe_{it} + \beta_4 CRISEBR_{it} + \beta_5 COVID_{it} + \beta_6 PGB_{it} + \beta_7 MB_{it} + \beta_8 BI_{it} + \beta_9 CNC_{it} + \beta_{10} CC_{it} + \beta_{11} SAU_{it} + \beta_{12} TI_{it} + \beta_{13} COM_{it} + \beta_{14} UP_{it} + \beta_{15} FIN_{it} + \beta_{16} TAM_{it} + \beta_{17} COVIDxESGVd_{it} + \beta_{18} COVIDxESGAm_{it} + \beta_{19} COVIDxESGVe_{it} + \varepsilon$$

(Equação 3)

Para analisar o efeito da RSE, medido pelo ISE, no ROA foi utilizado o modelo estatístico descrito na Equação 4.

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 ISE_{it} + \beta_2 CRISEBR_{it} + \beta_3 COVID_{it} + \beta_4 PGB_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 BI_{it} + \beta_7 CNC_{it} + \beta_8 CC_{it} + \beta_9 SAU_{it} + \beta_{10} TI_{it} + \beta_{11} COM_{it} + \beta_{12} UP_{it} + \beta_{13} FIN_{it} + \beta_{14} TAM_{it} + \beta_{15} COVIDxISE_{it} + \varepsilon$$

(Equação 4)

Para analisar o efeito da RSE, medido pelo ISE, no ROE foi utilizado o modelo estatístico descrito na Equação 5.

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 ISE_{it} + \beta_2 CRISEBR_{it} + \beta_3 COVID_{it} + \beta_4 PGB_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 BI_{it} + \beta_7 CNC_{it} + \beta_8 CC_{it} + \beta_9 SAU_{it} + \beta_{10} TI_{it} + \beta_{11} COM_{it} + \beta_{12} UP_{it} + \beta_{13} FIN_{it} + \beta_{14} TAM_{it} + \beta_{15} COVIDxISE_{it} + \varepsilon$$

(Equação 5)

Para analisar o efeito da RSE, medido pelo ISE, no EBTIDA/AT foi utilizado o modelo estatístico descrito na Equação 6.

$$EBITDA/AT_{it} = \alpha + \beta_1 ISE_{it} + \beta_2 CRISEBR_{it} + \beta_3 COVID_{it} + \beta_4 PGB_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 BI_{it} + \beta_7 CNC_{it} + \beta_8 CC_{it} + \beta_9 SAU_{it} + \beta_{10} TI_{it} + \beta_{11} COM_{it} + \beta_{12} UP_{it} + \beta_{13} FIN_{it} + \beta_{14} TAM_{it} + \beta_{15} COVIDxISE_{it} + \varepsilon$$

(Equação 6)

Para analisar o efeito da RSE, medido pelo SPB, no ROA foi utilizado o modelo estatístico descrito na Equação 7.

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 SPB_{it} + \beta_2 COVID_{it} + \beta_3 FIN_{it} + \beta_4 PGB_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 BI_{it} + \beta_7 CNC_{it} + \beta_8 CC_{it} + \beta_9 SAU_{it} + \beta_{10} TI_{it} + \beta_{11} COM_{it} + \beta_{12} UP_{it} + \beta_{13} TAM_{it} + \varepsilon$$

(Equação 7)

Para analisar o efeito da RSE, medido pelo SPB, no ROE foi utilizado o modelo estatístico

descrito na Equação 7.

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 SPB_{it} + \beta_2 COVID_{it} + \beta_3 FIN_{it} + \beta_4 PGB_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 BI_{it} + \beta_7 CNC_{it} + \beta_8 CC_{it} + \beta_9 SAU_{it} + \beta_{10} TI_{it} + \beta_{11} COM_{it} + \beta_{12} UP_{it} + \beta_{13} TAM_{it} + \varepsilon$$

(Equação 8)

Para analisar o efeito da RSE, medido pelo SPB, no EBTID/AT foi utilizado o modelo estatístico descrito na Equação 9.

$$EBITDA/AT_{it} = \alpha + \beta_1 SPB_{it} + \beta_2 COVID_{it} + \beta_3 FIN_{it} + \beta_4 PGB_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 BI_{it} + \beta_7 CNC_{it} + \beta_8 CC_{it} + \beta_9 SAU_{it} + \beta_{10} TI_{it} + \beta_{11} COM_{it} + \beta_{12} UP_{it} + \beta_{13} TAM_{it} + \varepsilon$$

(Equação 9)

Nas quais:

a) ROA_{it} = ROA da empresa i no período t;
b) ROE_{it} = ROE da empresa i no período t;
c) $EBITDA/AT_{it}$ = EBITDA/AT da empresa i no período t;
d) $ESGVd_{it}$ = classificação no grupo verde baseado no índice ESG da empresa i no ano t, sendo 1 para empresas com ESG igual a AA ou AAA e 0 para as demais;
e) $ESGAm_{it}$ = classificação no grupo amarelo baseado no índice ESG da empresa i no ano t, sendo 1 para empresas com ESG igual a BB, BBB ou A e 0 para as demais;
f) $ESGVe_{it}$ = classificação no grupo vermelho baseado no índice ESG da empresa i do ano t, sendo, 1 para empresas com ESG igual a CCC ou B e 0 para as demais;
g) ISE_{it} = classificação da empresa i do ano t no ISE, sendo, 1 para empresas que compõem o ISE e 0 para as demais;
h) SPB_{it} = classificação da empresa i do ano t no S&P/B3, sendo 1 para empresas que compõem o S&P/B3 e 0 para as demais;
i) $CRISEBR_{it}$ = *dummy* para o período da crise brasileira, sendo 1 para os anos de 2015 e 2016 e zero para os demais;
j) $COVID_{it}$ = *dummy* para o período da crise Covid-19, sendo 1 para o ano de 2020 e zero para os demais.
k) PGB_{it} = *dummy* que identifica o setor que a empresa i está classificada, sendo 1 para o setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis e 0 para os demais;
l) MB_{it} = *dummy* que identifica o setor que a empresa i está classificada, sendo 1 para o setor de Materiais Básicos e 0 para os demais;
m) BI_{it} = *dummy* que identifica o setor que a empresa i está classificada, sendo 1 para o setor de Bens Industriais e 0 para os demais;
n) CNC_{it} = *dummy* que identifica o setor que a empresa i está classificada, sendo 1 para o setor de Consumo Não Cíclico e 0 para os demais;
o) CC_{it} = *dummy* que identifica o setor que a empresa i está classificada, sendo 1 para o setor de Consumo Cíclico e 0 para os demais;
p) SAU_{it} = *dummy* que identifica o setor que a empresa i está classificada, sendo 1 para o setor de Saúde e 0 para os demais;
q) TI_{it} = *dummy* que identifica o setor que a empresa i está classificada, sendo 1 para o setor de Tecnologia da Informação e 0 para os demais;
r) COM_{it} = *dummy* que identifica o setor que a empresa i está classificada, sendo 1 para o setor de Comunicações e 0 para os demais;
s) UP_{it} = *dummy* que identifica o setor que a empresa i está classificada, sendo 1 para o setor de Utilidade Pública e 0 para os demais;
t) FIN_{it} = *dummy* que identifica o setor que a empresa i está classificada, sendo 1 para o setor Financeiro e 0 para os demais;
u) TAM_{it} = variável que identifica o tamanho, sendo mensurado pelo Ln do Ativo da

empresa i no ano t;

v) $COVIDxESGVd_{it}$ = *dummy* de interação que identifica a simultaneidade de período de crise da Covid-19 e a classificação da empresa i no grupo verde do ESG no ano t, sendo atribuído 1 para a existência de simultaneidade e 0 para os demais casos;
w) $COVIDxESGAm_{it}$ = *dummy* de interação que identifica a simultaneidade de período de crise da Covid-19 e a classificação da empresa i no grupo amarelo do ESG no ano t, sendo atribuído 1 para a existência de simultaneidade e 0 para os demais casos;
x) $COVIDxESGVe_{it}$ = *dummy* de interação que identifica a simultaneidade de período de crise da Covid-19 e a classificação da empresa i no grupo vermelho do ESG no ano t, sendo atribuído 1 para a existência de simultaneidade e 0 para os demais casos;
y) $COVIDxISE_{it}$ = *dummy* de interação que identifica a simultaneidade de período de crise da Covid-19 e a classificação da empresa i no grupo vermelho do ESG no ano t, sendo atribuído 1 para a existência de simultaneidade e 0 para os demais casos.

3.3 Tratamento dos dados

Os dados coletados foram tabulados em planilha eletrônica, e posteriormente, foi utilizado o *software* livre Gretl® para tratamento dos dados em painel.

Com os dados inseridos no *software*, foram aplicados os testes de Hausman, de Breusch-Pagan e teste conjunto para identificação do modelo que melhor se ajustava à composição dos dados entre efeitos fixos, efeitos aleatórios ou dados empilhados (POOLS), dado nível de significância de 5%.

Na base da Economática® há empresas que, em determinados períodos, não informaram dados suficientes para o cálculo dos indicadores. Sendo assim, foi necessário extrair essas amostras da planilha e dividi-la em três, uma para cada indicador de desempenho.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Testes Hausman, de Breusch-Pagan e teste conjunto

Conforme os testes de Hausman, de Breusch-Pagan e teste conjunto, o modelo que melhor se ajusta à composição dos dados das equações 1, 2 e 3 é o de efeitos aleatórios. Na equação 4, o modelo indicado é de efeitos fixos e, por fim, o modelo POOLS é o melhor para equação 6. A tabela 8 ilustra os resultados dos testes.

Tabela 8

Testes conjunto, Hausman e Breusch-Pagan

Equações	Variáveis dependentes	Variáveis independentes	Hausman*	Breusch-Pagan**	Teste conjunto***	Modelo indicado
1	ROA	ESGVd; ESGAm; ESGVe	0,727881*	0,624938	-9,55	Aleatório
2	ROE	ESGVd; ESGAm; ESGVe	0,825798*	-4,73	0,989277	Aleatório
3	EBITDA/AT	ESGVd; ESGAm; ESGVe	0,057852*	-3,89	0,00249651	Aleatório
4	ROA	ISE	0,042527	-4,39	0,001267***	Fixo
5	ROE	ISE	0,36647*	-4,73	0,948521	Aleatório
6	EBITDA/AT	ISE	0,376683	0,629118**	0,091333***	pools
7	ROA	SPB3	0,308899*	-9,09	0,427217	Aleatório
8	ROE	SPB3	0,463146*	-2,76	0,683812	Aleatório
9	EBITDA/AT	SPB3	0,016404	-1,75**	-8,32	Aleatório

*Teste Hausman: se p-valor > 0,05, então aleatório, senão fixo; **Teste Breusch-Pagan: se p-valor > 0,05, então pools, senão aleatório; ***Teste conjunto: se p-valor >0,05, então pools, senão fixo.

4.2 Variável ESG

O índice ESG foi criado pela consultoria de investimentos MSCI. Primeiro, a agência definiu três categorias que captam o bom ou mau desempenho do ESG. São denominados de: verde, para os líderes de responsabilidade social; amarelo, para companhias que apresentam poucas falhas e riscos nas ações sociais; vermelho, para empresas que apresentam atraso nas ações sociais se comparadas com os concorrentes.

Uma vez estabelecidos esses critérios, a MSCI coleta informações públicas que abrangem questões ambientais, sociais e de governança que afetam o desempenho ESG da empresa (por exemplo, se esta sofreu alguma infração ambiental ou teve um conflito industrial). Ao longo de todo esse processo, a MSCI atribui analistas a cada empresa para estudar os diferentes elementos da RSE, e conta com fontes para além dos relatórios ou publicidade de uma empresa relativamente às suas atividades sociais.

Na tabela 9, são demonstrados os resultados com a variável ESG da MSCI estabelecida nas equações 1, 2 e 3.

Tabela 9

Resultados com a variável ESG da MSCI

	Eq 1 (ROA)	Eq 2 (ROE)	Eq 3 (EBITDA/TA)
const	-0,91518	-5,60167	-3,35505***
PGB	0,438584	1,06271	0,630066***
BI	0,34831	1,31249	0,64079***
FIN	-1,31438	-3,58066	0,914281***
UP	0,302197	0,848479*	0,391845***
TI	0,566451	1,55001	0,677927***
SAU	0,350389*	1,01382*	0,415086***

Tabela 9: Resultados com a variável ESG da MSCI			continuação
CNC	0,231819	0,681606	0,380498**
CC	-1,17640	1,32941	0,533185***
COM	0,311592	0,655252	0,493185**
ESGVd	0,0551141	1,13544	-0,304355***
ESGAm	-0,0382792	1,16049	-0,204956***
ESGVe	0,0220615	0,240413	-0,179925***
Crise	-0,0391941	1,68733	-0,0106823
COVID	-0,0220047	2,03255	0,0197771
COVIDxESG	-0,00434825	-2,40929	-0,0758079**
CRISExESG	0,108048	-1,56613	0,059705
Tam	0,252788	0,604615	0,4647***

Nota: (const)Constante da regressão (PGB) Petróleo, Gás e Biocombustíveis; (BI) Bens Industriais; (FIN) Financeiro; (UP) Utilidade Pública; (TI) Tecnologia da Informação; (SAU) Saúde; (CNC) Consumo Não Cíclico; (CC) Consumo Cíclico; (COM) Comunicações; (ESGVd) Indíce de RSE de alto nível; (ESGAm) Indíce de RSE de nível médio; (ESGVe) Indíce de RSE de nível inferior; (Tam) variável de tamanho da empresa definida pelo Ln do Ativo. * significativo ao nível de 10%, **significativo ao nível de 5% e ***significativo ao nível de 1%.

De acordo com os dados da equação 1 (Eq.1), as variáveis de RSE que são ESG verde (ESGVd) e ESG vermelho (ESG Ve), apresentaram coeficientes positivos, em especial em tempos de crise, como demonstra a variável de interação CRISExESG com o coeficiente 0,108048. Neste grupo encontram-se as empresas CEMIG (setor UP) e Natura (setor CC). Ambas as companhias resultaram com ROA superior às demais no ano de 2015 e 2016, tempo de crise brasileira.

O setor de saúde demonstrou significância de 10% no modelo. Com esse dado, pode-se inferir que o ROA dessas empresas foi superior aos demais setores do estudo. Neste grupo estão organizações como Qualicorp, Fleury e ODONTOPREV, que possuem classificações ESG da MSCI.

Apesar disso, nenhuma variável de ESG apresentou significância estatística e este resultado leva à rejeição da H1a de que o ROA das empresas com níveis mais altos de responsabilidade social empresarial, medidos pelo ESG da MSCI, é melhor que das demais empresas, ao contrário de Silva (2019), que evidenciou uma relação positiva entre o investimento com ações sociais e os retornos sobre o patrimônio líquido (ROE) e sobre os ativos (ROA) nas empresas com o índice ISE da B3.

Na equação 2 (Eq.2), ao medir o desempenho pelo ROE, as variáveis de RSE não apresentaram significância estatística e, apesar dos coeficientes positivos, estes últimos se apresentam distantes da intersecção do modelo estatístico (ESGVd, 1,13; ESGAm, 1,16 e ESGVe, 0,24), ao contrário das variáveis dos setores saúde e utilidade pública (SAU e UP), que demonstraram significância de 10%. Neste grupo, como visto anteriormente, estão as empresas CEMIG (UP), Qualicorp, Fleury e ODONTOPREV, do setor da saúde.

De modo geral, esse resultado leva à rejeição da H2a de que o ROE das empresas com níveis mais altos de responsabilidade social empresarial, medidos pelo ESG da MSCI, é melhor que das demais empresas. Costa (2018) buscou uma relação entre o desempenho financeiro e de ESG, nas companhias de energia elétrica. Como não encontrou relação, mencionou: "vale lembrar que a integração de aspectos ESG à análise financeira é recente e ainda há muita discussão sobre qual a melhor maneira de se fazer".

Conforme dados da Equação 3 (Eq. 3), observa-se que as variáveis *dummies* de classificação ESG da MSCI em todos os níveis (verde, amarelo e vermelho) foram significativas a 1% para explicar o EBITDA, mas com o coeficiente negativo. Isso indica que essas companhias não conseguiram um resultado melhor que as demais. É importante ressaltar que a maior parte das companhias se encontra neste grupo, 77% da amostra. No período de 2018 a 2020 há uma instabilidade de grandes companhias com alto nível de ESG, como a Natura, que em setembro de 2020 apresentou um patrimônio líquido negativo, mas é líder de ESG por ter um comportamento ético e desenvolver produtos saudáveis para o meio ambiente. Também se encontram nesse grupo

grandes companhias, como Valeo e Cummins, que em 2020 passam por momentos críticos financeiramente (br.investing.com). Com ESG vermelho se encontra a empresa Vale do Rio Doce que, em se tratando de uma das quatro maiores companhias do Brasil, pode rebaixar os resultados do desempenho, visto que apresenta riscos nos quesitos de segurança, saúde e emissão de gases tóxicos, baixo gerenciamento de funcionários e má relação com a comunidade, de acordo com a MSCI.

Percebe-se que todos os setores apresentam significância, evidenciando que há, pelo menos, uma companhia responsável socialmente com um desempenho relevante.

O setor de saúde se expressa com um ROA, ROE e EBITDA superior aos demais e sugere que nesta área não há impactos negativos, mesmo com crise econômica. Tratando-se de um serviço substancial, o resultado não poderia ser diferente. O grupo Notre Dame Intermédica é reconhecido com alto nível de ESG, pela MSCI, na gestão de *marketing* social e segurança dos produtos, assentindo com a afirmação de Trevisan (2002) de que a RSE, se bem divulgada, se reverte em lealdade dos clientes e retorno de imagem.

A variável de interação COVIDxESG demonstrou significância ao nível de 5% e a *dummy* TAM 1%, representando todos os níveis de ESG. Esse resultado confirma a H3a de que o desempenho econômico-financeiro das empresas com níveis mais altos de Responsabilidade Social Empresarial é melhor que das demais empresas. A variável Tam (Tamanho da empresa) indica que as grandes companhias alavancam as demais. Com alto nível de ESG estão companhias do setor financeiro, como Banco do Brasil e Santander, ambos reconhecidos por proteger seus clientes com o financiamento verde, não apresentam riscos nas atividades de empréstimo e subscrição e gerenciam o desenvolvimento de capital humano. Esse diferencial condiz com o *framework* original da teoria dos *stakeholders* proposto por Freeman (2010), segundo o qual gerenciar todas as partes interessadas traz valor e desempenho, pois as empresas citadas anteriormente demonstram gerenciar tanto seus clientes como os funcionários, grupos distintos de *stakeholders.*

Analisando as três equações simultaneamente, os resultados vão ao encontro do estudo de Lins, Servaes e Tamayo (2017), ao verificar que grandes empresas apresentam desempenho econômico-financeiro melhor em período de crise, pois a RSE retorna o investimento positivamente e condiz com a teoria dos *stakeholders* no compromisso que as partes interessadas possuem ao ajudar essas organizações em períodos críticos.

4.3 Variável ISE

O ISE foi criado no intuito de avaliar o desempenho das empresas listadas na B3 sob a ótica sustentável. Em 2020 passou a avaliar as companhias nos aspectos ESG.

Ao analisar o ISE como variável de RSE, o indicador EBITDA/AT se mostrou significante análogo às equações 1, 2 e 3, que analisaram o ESG da MSCI, mas o ROA e o ROE também se mostram relevantes nas equações 4 e 5. Os resultados são demonstrados pela Tabela 10.

Tabela 10

Resultados com a variável ISE

	Eq 4 (ROA)	Eq 5 (ROE)	Eq 6 (EBITDA/TA)
const	−6,80119*	-0,69399	-3,29371***
PGB	1,22205	1,15937	0,609021***
BI	1,3872*	1,32857*	0,651225***
FIN	0,923739	-3,52138	0,891667***
UP	0,826801*	0,857529*	0,406331***
TI	1,36977*	1,59644*	0,678804***
SAU	1,12814*	1,00152*	0,441923***
CNC	0,768237	0,623492	0,373138**
CC	0,639052	1,34672	0,543224***

Tabela 10: Resultados com a variável ISE			continuação
COM	1,50244	0,738459	0,517202**
Crise	−0,554163	1,6606	0,0033916
COVID	0,0121359	1,88073	0,0139811
Tam	0,961445*	0,625872	0,451011***
ISE	−1,08169*	0,756025	0,166170***
COVIDxISE	0,0769327	-2,07155	0,0921697**
CRISExISE	0,428776	-1,60277	0,0454102

Nota: (const) Constante da regressão; (PGB) Petróleo, Gás e Biocombustíveis; (BI) Bens Industriais; (FIN) Financeiro; (UP) Utilidade Pública; (TI) Tecnologia da Informação; (SAU) Saúde; (CNC) Consumo Não Cíclico; (CC) Consumo Cíclico; (COM) Comunicações; (Tam) tamanho da empresa definido pelo Ln do Ativo.
* significativo ao nível de 10%, **significativo ao nível de 5% e ***significativo ao nível de 1%.

Segundo os dados da equação 4 (Eq.4), ao verificar a relação do ROA com a variável ISE, o coeficiente ISE apresentou significância estatística ao nível de 10%, porém, de forma negativa e demonstra que as companhias classificadas com este indicador não atingiram um desempenho positivo. Desse modo, os resultados levam à rejeição da H1b de que o desempenho econômico-financeiro das empresas com níveis mais altos de Responsabilidade Social Empresarial, medidos pelo ISE, é melhor que das demais empresas.

Todavia, a variável de tamanho (TAM) apresentou significância e indica que grandes companhias se sobressaem, bem como os setores de indústrias (BI), utilidade pública (UP), tecnologia (TI) e saúde (SAU) que são representados, respectivamente, por empresas como Weg, AES Tietê, Cielo e Fleury.

Na equação 5 (Eq. 5), ao medir o desempenho pelo ROE, as variáveis de RSE não apresentaram significância estatística, ao contrário das variáveis BI, UP, TI e SAU, que demonstraram significância de 10%, ou melhor, esses setores possuem desempenho econômico-financeiro superior em 10% em relação aos outros setores, mas, como visto na Eq. 4, são alavancados por grandes companhias.

No entanto, esse resultado leva à rejeição da H2b de que o desempenho econômico-financeiro das empresas com níveis mais altos de Responsabilidade Social empresarial, medidos pelo ISE, é melhor que das demais empresas, confirmando os resultados de Costa (2018). Segundo Garriga e Melé (2004), ter um desempenho inferior mesmo sendo responsável socialmente se deve ao fato de muitas empresas praticarem a RSE por ética, sem esperar um retorno monetário a curto prazo.

Conforme dados da Equação 6 (Eq. 6), nota-se que a variável ISE foi significativa ao nível de 1% para explicar o EBITDA. A variação de interação COVIDxISE, assim como no resultado medido pelo ESG da MSCI, demonstrou significância ao nível de 1%, bem como todos os setores, com exceção dos setores CNC e COM, que resultaram ao nível de 5%. Esse resultado confirma a H3b de que o desempenho medido pelo EBITDA das empresas classificadas pelo ISE é melhor que das demais companhias.

A B3 convida as melhores e maiores empresas para compor a carteira do ISE. Após a aceitação do convite, as companhias são avaliadas nos quesitos sustentáveis. Dessa forma, analisar o desempenho dessas empresas é redundante, todavia, confirma-se com análise estatística que há um retorno financeiro aos acionistas que investem em RSE, como demonstra o estudo de Serra, Felsberg e Fávero (2017), no qual o rendimento das empresas com ISE é superior se comparado com as outras empresas da B3. No entanto, os autores verificaram que o retorno ao acionista se equipara com as outras companhias, no período de dez anos.

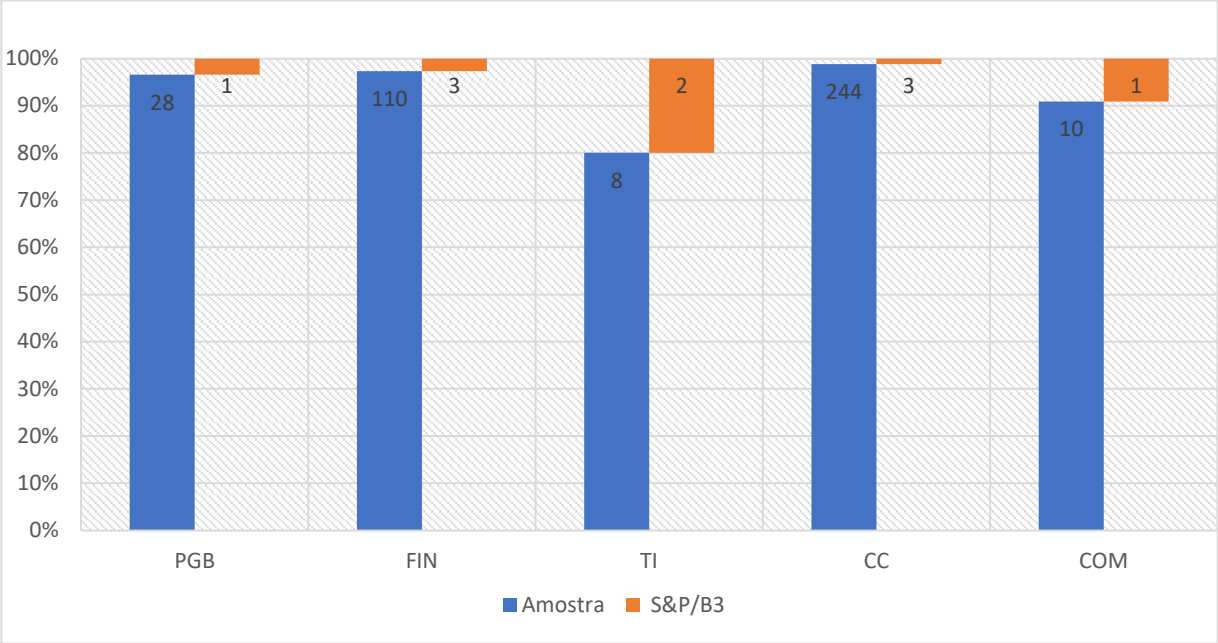
4.4 Variável S&P/B3

Antes de apresentar os resultados deste indicador, convém explicar sobre a composição da amostra. Sendo este lançado em agosto de 2020, não há estudos sobre o mesmo. No entanto, a B3

divulgou as dez maiores empresas que compõem este portfólio e para compará-las, foram selecionadas, da mesma base do ESG da MSCI e do ISE, as companhias do mesmo setor. O gráfico abaixo ilustra a composição das 400 empresas da amostra.

Gráfico 1

Amostra S&P/B3



Para analisar o índice S&P/B3 a variável CRISE foi excluída, pois esta *dummy* refere-se ao ano de 2015 e este indicador não existia. Os resultados das equações 7 (Eq. 7), 8 (Eq. 8) e 9 (Eq. 9) são ilustrados na tabela 11.

Tabela 11

Resultados com a variável S&P/B3

	Eq 7 (ROA)	Eq 8 (ROE)	Eq 9 (EBITDA/TA)
const	-0,226743**	-0,898091	-0,183943*
PGB	0,108881	0,275164	0,024431
BI	0,0712751	0,288342	0,026925
FIN	-0,0636475	3,18705	-0,100198
UP	0,081945**	0,281678	0,058120**
TI	0,124434**	0,480195	0,043949
SAU	0,128217**	0,343624	0,094481**
CNC	0,082383*	0,110471	0,049180
CC	-0,098119	0,296243	-0,054376
COM	0,112882*	0,161512	0,041448
Crise	-0,563562	1,03509	0,034826
COVID	-0,016615	1,22775	0,013405
Tam	0,041940*	0,046598	0,034831***
SPB3	-0,068546	0,082705	-0,041106

Nota: (const) Constante da regressão; (PGB) Petróleo, Gás e Biocombustíveis; (BI) Bens Industriais; (FIN) Financeiro; (UP) Utilidade Pública; (TI) Tecnologia da Informação; (SAU) Saúde; (CNC) Consumo Não Cíclico; (CC) Consumo Cíclico; (COM) Comunicações; (Tam) tamanho da empresa definido pelo Ln do Ativo.
* significativo ao nível de 10%, **significativo ao nível de 5% e ***significativo ao nível de 1%.

A variável S&P/B3 não demonstrou significância nas três equações (Eq. 7, Eq.8 e Eq.9), ou seja, não foi possível explicar o desempenho a partir dessa variável. No entanto, os setores de utilidade pública (UP), tecnologia (TI) e saúde (SAU) demonstraram desempenho superior no ROA, conforme equação 7, ao nível de 5%, e os setores consumo não cíclico (CNC) e comércio (COM) apresentaram nível de 10%.

E ao medir o EBITDA, os setores utilidade pública (UP) e saúde (SAU) apresentaram significância de 10%, conforme equação 9.

A variável de tamanho possui significância ao nível de 10% ao medir o ROA (Eq. 7) e 1% na equação 9 quando se avalia o EBITDA. Esse fato ocorre devido à amostra de 10 empresas que participam do S&P/B3. Essas companhias são as maiores do setor. de acordo com a consultoria B3.

Desse modo, as hipóteses H1c, H2c e H3c foram rejeitadas, ou seja, as empresas classificadas pelo S&P/B3 não possuem desempenho superior às demais; mesmo sendo as dez maiores, não alavancam seus respectivos setores.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Para administrar os diferentes grupos de *stakeholders*, os empresários e gestores têm implantado estratégias diferenciadas para receber a atenção desejada. Ser responsável socialmente é comum, porém, ser reconhecido e obter um indicador de RSE é extremamente competitivo. Os índices diferenciam organizações que praticam a RSE, seja de maneira reativa ou proativa. Reativas são ações para corrigir impactos das atividades operacionais e proativas são ações voluntárias sem retificar uma má conduta.

Os indicadores de RSE possuem um papel muito importante, advêm de instituições sérias e comprometidas com o meio social — como ONU, GRI, IBASE, ETHOS, ISE e MSCI. Auxiliam os gestores na aplicação estratégica de ações sociais e intuem os *shareholders* a investirem em companhias mais sustentáveis. Até meados de 2004, os indicadores tinham por base o estudo de Carroll (1979) que delineou o *triple botton line*, e após este período, surgiu o termo ESG, que, na íntegra, contempla o ambiental, o social e a governança. Desde então, apareceram outros títulos, como ações verdes ou tecnologia limpa para designar essas companhias; por outro lado, as empresas investem em gerenciamento de seus *stakeholders* e não esquecem de publicá-las. Há estudos que comprovam que ao divulgar suas ações voluntárias, as empresas geram confiança e trazem retorno monetário (Milani, 2008; Lins et al, 2017).

Para este estudo foi definido o uso dos indicadores: ESG da MSCI, cuja análise independe da inscrição da empresa e consiste em uma minuciosa investigação sobre as práticas sociais e como estas se relacionam com seus *stakeholders;* ISE, que avalia os ativos e convida para compor a carteira somente as grandes empresas sustentáveis e com governança corporativa; o novo S&P/B3, por ser dinâmico e atento às práticas diárias, a ponto de retirar uma organização do portfólio imediatamente após uma má conduta, como exemplo de ação prejudicial pode ser até a compra de ações de uma empresa de tabaco.

Sendo a RSE um investimento a longo prazo, faz-se importante investigar o desempenho das empresas para incentivá-la porque todos ganham com tais ações. Vale lembrar que as ações sociais devem ser utilizadas estrategicamente e relacionadas com valores éticos. Dessa forma, as organizações garantem o melhor relacionamento com seus *stakeholders* geram valor e confiança. E mediante uma crise econômica, tanto o investimento como o desempenho podem ser afetados. Em um cenário de incertezas os *shareholders* recolhem seu capital e, consequentemente, para manter o desempenho empresarial, os gestores retraem os investimentos em RSE, entre outros.

Esta pesquisa verificou a influência da RSE no desempenho econômico-financeiro das empresas abertas brasileiras, antes e durante a COVID-19. Ao analisar os indicadores financeiros ROA, ROE e EBITDA/AT os resultados apontaram que o EBITDA/AT (apurado de 2015 a 2020) das companhias classificadas pelo ESG da MSCI e pelo ISE foi mais significante que as outras empresas, inclusive no período de crise COVID-19, em 2020. O EBITDA considera a rentabilidade antes dos efeitos tributários e de financiamento (Damodaran, 2007); neste estudo, foi dividido pelo Ativo no intuito de aprimorar o modelo estatístico. Poucos estudos de RSE utilizaram este indicador, os mais utilizados fizeram como Lins et al. (2017), que aplicaram o capital social, Silva (2019), que usou o ROA e Costa (2018), que analisou o ROE.

O índice S&P/B3 não trouxe significância estatística. Tal fato pode ser explicado pelo intervalo entre a criação e este estudo: o S&P/B3 foi criado em agosto de 2020 e as demonstrações contábeis desta pesquisa são de setembro do mesmo ano. No entanto, este indicador tem sido impactante. Ao ingressar no portfólio da B3 as companhias divulgam imediatamente, fazendo o *marketing* social, como o BTG Pactual (btgpactualdigital.com) e a Duratex (duratex.com.br). Desse modo, em breve existirão mais estudos analisando este índice.

De modo geral, há pouca relação entre o desempenho social e o econômico-financeiro nas empresas do estudo, o que não permite uma afirmação exata de que as companhias com ESG se desempenham melhor que as demais. Possivelmente, devido ao uso dos índices de ESG como variável explicativa, pois, de acordo com Orlitzky, Schmidt e Rynes (2003), os índices são refletores

da reputação de RSE, na qual os bons reflexos dos valores e comportamentos são implícitos ao comportamento social; nesse aspecto, os índices não têm por objetivo trazer retorno.

No entanto, os índices do estudo ESG, ISE e S&P são elaborados por agências de investimentos, MSCI, S&P e B3, que buscam explorar e evidenciar quais companhias apresentam menos risco de investimentos através de suas ações sustentáveis.

A RSE tem recebido atenção de consultorias, investidores, intermediadores e governos. Muitas empresas aderiram ao Pacto Global da ONU e buscam desenvolver seu papel ESG, seja criando cursos gratuitos, gerando empregos inclusivos ou combatendo a corrupção. E para o Estado, quanto mais organizações cuidarem do social, melhor a economia se desenvolve, no sentido de que quanto a maior a pobreza da nação, menor será o consumo. Como demonstrado no referencial teórico, importantes instituições, como IFRS e CFC, estão em busca da globalização da RSE, de modo que as companhias que se anteciparem, naturalmente, serão bem-vistas pelo mercado de capitais.

Essa dissertação contribui com a teoria dos *stakeholders* de Freeman e Reed (1983) demonstrando o quão importante é cada um dos *stakeholders* para o sucesso da organização, pois as empresas socialmente responsáveis apresentam um diferencial em relação às demais. Colabora também com prática, mostrando aos investidores que as empresas socialmente responsáveis merecem sua atenção, pois podem gerar melhores retornos a eles.

Alguma relação de RSE com desempenho econômico-financeiro pode não ter sido captada. Conforme Milani (2008), nem sempre as empresas investem financeiramente em ação social, algumas querem, somente, interagir com os *stakeholders,* demonstrando a importância da visão ética, onde organizações não corrigem suas atitudes e sim o fazem espontaneamente.

Mediante a sugestão de outras pesquisas, este artigo analisou a relação da RSE com o desempenho econômico-financeiro das empresas, propondo um *mix* entre os indicadores com a cobertura de seis anos. A limitação consiste no fato que foram utilizadas demonstrações de setembro, por isso sugere-se, para futuras comprovações, a análise do ano fiscal. Uma segunda sugestão é uma pesquisa interativa com gestores para identificar o que pensam e como se utilizam das informações de responsabilidade social.

REFERÊNCIAS

Agle, B. R., Mitchell, R. K., & Sonnenfeld, J. A. (1999). Who matters to Ceos? An investigation of stakeholder attributes and salience, corpate performance, and Ceo values. Academy of management journal, 42(5), 507-525.

Aguila, Y., & Viñuales, J. E. (2019). A Global Pact for the Environment: Conceptual foundations. Review of European, Comparative & International Environmental Law, 28(1), 3-12.

Aligleri, L. M. (2011). A adoção de ferramentas de gestão para a sustentabilidade e a sua relação com os princípios ecológicos nas empresas (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).

Andrade, A. C., Avelino, B. C., & Linhares, T. B. (2016). Balanço Social: Análise das Informações Evidenciadas pela Companhia Energética de Minas Gerais e pelo Grupo Light. Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis & Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos (REDECA), 3(2), 77-92.

Arantes, E. (2006). Investimento em responsabilidade social e sua relação com o desempenho econômico das empresas. Conhecimento Interativo, 2(1), 03-09.

Arrozio, M. M, Gonzales, A., e Silva, F. L. (2016). Alterações nos indicadores financeiros da companhia do setor de atacado e varejo decorrentes da nova contabilização mercantil operacional. ENIAC Projetos. Guarulhos .SP. 5.

Ashley, P. A. (Coord.) (2005). Ética e responsabilidade social nos negócios. (pp. 5, 35, 186). São Paulo: Saraiva.

Atkinson, A. A., Waterhouse, J. H., & Wells, R. B. (1997). A stakeholder approach to strategic performance measurement. MIT Sloan Management Review, 38(3), 25.

Azar, A., & Zhou, H. (2017). Do Good and Do Well: An Empirical Study of the MSCI World.

Bannister, J. W., & Riahi-Belkaoui, A. (1991). Value added and corporate control in the US. Journal of International Financial Management & Accounting, 3(3), 241-257.

Barakat, S. R., Boaventura, J. M. G., & Polo, E. F. (2017). Alinhamento estratégico da responsabilidade social corporativa: um estudo de caso no setor bancário brasileiro. READ. Revista Eletrônica de Administração (Porto Alegre), 23(1), 206-233.

Barbosa Filho, F. D. H. (2017). A crise econômica de 2014/2017. Estudos Avançados, 31(89), 51-60.

Bassetto, L. I. (2010). A incorporação da responsabilidade social e sustentabilidade: um estudo baseado no relatório de gestão 2005 da companhia paranaense de energia-COPEL. Gestão & Produção, 17(3), 639-651.

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. Academy of Management journal, 42(5), 488-506.

Boaventura, J. M. G., Cardoso, F. R., da Silva, E. S., & da Silva, R. S. (2009). Teoria dos stakeholders e teoria da firma: um estudo sobre a hierarquização das funções-objetivo em empresas brasileiras. Revista Brasileira de Gestão de Negócios-RBGN, 11(32), 289-307.

Boeira, S. L., & Cunha, C. R. (2010). Souza Cruz: história e ideologia contemporânea sobre responsabilidade social. Revista Internacional Interdisciplinar Interthesis, 7(2), 276-315.

Braga, J. P., & Salotti, B. M. (2008). Relação entre nível de disclosure ambiental e características corporativas de empresas no Brasil. In Congresso USP de Controladoria e Contabilidade.

Brittes, A. H., & Martins, M. M. (2017). Epidemias mundiais: um histórico sobre as principais doenças com potencial emergente. Anais do Salão Internacional de Ensino, Pesquisa e Extensão, 8(4).

Brundtland, G. H. (1985). World commission on environment and development. Environmental policy and law, 14(1), 26-30.

Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. Academy of management review, 4(4), 497-505.

Carroll, A. B. (1999). Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct. Business & society, 38(3), 268-295.

Cho, S. J., Chung, C. Y., & Young, J. (2019). Study on the Relationship between CSR and Financial Performance. Sustainability, 11(2), 343.

Clarkson, M. E. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. Academy of management review, 20(1), 92-117.

Comitê de Pronunciamentos Contábeis (2020). CTG 09 – Relato Integrado: Correlação à Estrutura Conceitual Básica do Relato Integrado, elaborada pelo Internacional Integrated Reporting Council (IIRC). Recuperado de https://www.cfc.org.br.

Cosenza, J. P. (2003). A eficácia informativa da demonstração do valor adicionado. Revista Contabilidade & Finanças, 14(SPE), 07-29.

Costa, M. R. S. M. (2018). Avaliação do desempenho de empresas de energia elétrica no Brasil sob a ótica de varáveis ambientais, sociais e de governança corporativa. (Dissertação de Mestrado). Universidade de São Paulo, SP, Brasil.

Daher, M. W., Oliveira, M. C., de Oliveira Cals, B., & Ponte, V. M. R. (2007). Responsabilidade social corporativa segundo o modelo de Hopkins: um estudo nas empresas do setor energético do nordeste brasileiro. Revista de Gestão Social e Ambiental, 1(1), 30-46.

Damodaran, A. (2007). Finanças Corporativas: teoria e prática. 2ª edição. Traduzido por Jorge Ritter. Bookman.

Dias, A., Rodrigues, L. L., Craig, R., & Neves, M. E. (2019). Corporate social responsibility disclosure in small and medium-sized entities and large companies. Social ResponsibilityJournal.

Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. Academy of management Review, 20(1), 65-91.

Forni, J. J. (2007). Comunicação em tempos de crise. Organicom, 4(6), 198-211.

Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. The New York Times Magazine. DOI 10.1007/978-3-540-70818-6_14.

Freeman, R.E. (1984). Strategic management: A stakeholder approach. Boston: Pitman.

Freeman, R. E. (2010). Managing for stakeholders: Trade-offs or value creation. Journal of business ethics, 96(1), 7-9.

Freeman, R. E., & Reed, D. L. (1983). Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. California management review, 25(3), 88-106.

Freeman, R. E., Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2007). Managing for stakeholders: Survival, reputation, and success. Yale University Press.

Fregonesi, M. S. F. D. A. (2009). Investimentos socioambientais na demonstração do valor adicionado: formação ou distribuição do valor adicionado? (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).

García-Sánchez, I. M., Oliveira, M. C., & Martínez-Ferrero, J. (2020). Female directors and gender issues reporting: The impact of stakeholder engagement at country level. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 27(1), 369-382.

Garriga, E., & Melé, D. (2004). Corporate social responsibility theories: Mapping the territory. Journal of business ethics, 53(1), 51-71.

Giese, G., Lee, L. E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG investing: how ESG affects equity valuation, risk, and performance. The Journal of Portfolio Management, 45(5), 69-83.

Hahn, R., & Lülfs, R. (2014). Legitimizing negative aspects in GRI-oriented sustainability reporting: A qualitative analysis of corporate disclosure strategies. Journal of business ethics, 123(3), 401-420.

Harrison, J. S., & Bosse, D. A. (2013). How much is too much? The limits to generous treatment of stakeholders. Business horizons, 56(3), 313-322.

Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line? Strategic management journal, 22(2), 125-139.

Hopkins, M. (1997). Defining indicators to assess socially responsible enterprises. Futures, 29(7), 581-603.

Husted, B. W., & Allen, D. B. (2007). Strategic corporate social responsibility and value creation among large firms: lessons from the Spanish experience. Long range planning, 40(6), 594-610.

Jain, M., Sharma, G. D., & Srivastava, M. (2019). Can Sustainable Investment Yield Better Financial Returns: A Comparative Study of ESG Indices and MSCI Indices. Risks, 7(1), 15.

Jamali, D., & Mirshak, R. (2007). Corporate social responsibility (CSR): Theory and practice in a developing country context. Journal of business ethics, 72(3), 243-262.

Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. Academy of management review, 20(2), 404-437.

Karkotli, G. R. (2004). Responsabilidade social: uma estratégia empreendedora. (Tese de Doutorado). Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, Brasil.

Kindleberger, C.H. (2013). Manias, pânicos e crises. (E. Kraszckzuck, Trad.). São Paulo: Saraiva. p. 19

Kroetz, C. E. S. (1998). Contabilidade social. Revista Contabilidade e Informação Unijuí, 01, 05-12.

Leal, R. P. C., Silva, A. L. C. D., & Valadares, S. M. (2002). Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. Revista de Administração Contemporânea, 6(1), 7-18.

Leite Filho, G. A., Prates, L. A. & Guimarães, T. N. (2009). Análise os Níveis de Evidenciação dos Relatórios de Sustentabilidade das Empresas Brasileiras A+ do Global Reporting Initiative (GRI) no Ano De 2007. Revista de Contabilidade e Organizações, 3(7), pp. 43-59.

Levek, A. R. H. C., Benazzi, A. C. M., Arnone, J. R. F., Seguin, J. & Gerhardt, T. M. (2002). A responsabilidade social e sua interface com o marketing social. Revista FAE. Curitiba, 5(2), 15 - 25.

Lima, P. G. G. (2017). Fama French Models Application to the analysis of FTSE4GOOD, MSCI ESG and STOXX ESG Indices: Do SRI Indices have biases?

Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. The Journal of Finance, 72(4), 1785-1824

Machado, M. A. V., da Silva Macedo, M. A., & Machado, M. R. (2015). Análise da relevância do conteúdo informacional da DVA no mercado brasileiro de capitais. Revista Contabilidade & Finanças-USP, 26(67), 57-69.

Machado, M. A. V., da Silva Macedo, M. Á., Machado, M. R., & de Siqueira, J. R. M. (2012). Análise da relação entre investimentos socioambientais e a inclusão de empresas no Índice de Sustentabilidade Empresarial-(ISE) da BM&FBovespa. Revista de Ciências da Administração, 14(32), 141-156.

Maranho, F. S., da Fonseca, M. W., & Frega, J. R. (2016). Governança corporativa e desempenho das empresas diante da crise econômica global de 2008: uma análise de dados em painel. Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria, 9(2), 293-311.

Martins, E., Miranda, G.J. & Diniz, J.A. (2018). Análise didática das demonstrações contábeis. São Paulo. Atlas, pp. 132, 207.

Martins, G. D. A., & Theóphilo, C. R. (2009). Metodologia da investigação cientifica. São Paulo: Atlas, pp. 38, 134, 118-123.

Mazzucchelli, F. (2008). A crise em perspectiva: 1929 e 2008. Novos estudos CEBRAP, (82), 57-66.

Metcalfe, C. E. (1998). The stakeholder corporation. Business Ethics: A European Review, 7(1), 30-36.

Milani, M. A. F. F. (2008). Responsabilidade Social e Investimento Social Privado: Entreo

Discurso e a Evidenciação. Revista de Contabilidade e Finanças, 19(47), 89-101.

Milani, B., Righi, M. B., Ceretta, P. S., & da Veiga Dias, V. (2012). Práticas de Sustentabilidade, Governança Corporativa e Responsabilidade Social afetam o risco e o retorno dos investimentos?. Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria, 5, 667-682.

Moore, G. (1999). Tinged shareholder theory: or what's so special about stakeholders? Business Ethics: A European Review, 8(2), 117-127.

Moskowitz, M. (1972). Choosing socially responsible stocks. Business and Society Review, 1(1), 71-75.

Nakai, M., Yamaguchi, K., & Takeuchi, K. (2016). Can SRI funds better resist global financial crisis? Evidence from Japan. International Review of Financial Analysis, 48, 12-20.

Oliveira, A. B. S. (2003). Métodos e técnicas de pesquisa em contabilidade. São Paulo: Saraiva, p. 62.

Oliveira, F. M. (2006). Estratégias de responsabilidade social corporativa: um estudo sobre os 231 casos concretos do Instituto Ethos. Revista Eletrônica de Ciência Administrativa, 5(1), 1-14.

Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. Organization studies, 24(3), 403-441.

Orozco, Y. V. D., Acevedo, M. C., & Acevedo, J. A. R. (2013). Responsabilidad Social Empresarial: Teorías, índices, estándares y certificaciones. Cuadernos de administración, 29(50), 196-206.

Pelucio-Grecco, M. C. (2014). Valor Adicionado e Investimentos Diretos no Brasil. Associação do Conselho do Arouca, 2-14.

Pelucio-Grecco, M. C., Cruz, D. A. J., Peres, M. G., Fonseca, R. F., & Pereira, T. R. A. (2010). DVA–Demonstração do Valor Adicionado–Uma análise do setor que mais contribui para a distribuição de riqueza. In Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC.

Pelucio-Grecco, M. C., Milani, M. A. F., Segura, L. C., Sanchez, I. M. G., & Dominguez, L. R. (2013). The voluntary disclosure of sustainable information: a comparative analysis of spanish and brazilian companies. Revista de Contabilidade e Organizações. 17, 45-55.

Peria, M. L., Santos, D. F. L., & Montoro, S. B. (2020). A Responsabilidade Social Corporativa e o desempenho financeiro e econômico de empresas estabelecidas no Brasil. Desafio Online, 8(1).

Porter, M., & Kramer, M. (2006). Estrategia y sociedad. Harvard business review, 84(12), 42-56.

Reed, D. (1999). Stakeholder management theory: A critical theory perspective. Business Ethics Quarterly, 9(3), 453-483.

Roman, A. (2004). Responsabilidade social das empresas: um pouco de história e algumas reflexões. Revista FAE Business, Curitiba, (9), 36-38.

Russo, A., & Perrini, F. (2010). Investigating stakeholder theory and social capital: CSR in large firms and SMEs. Journal of Business ethics, 91(2), 207-221.

Saizarbitoria, I. H., & Landín, G. A. (2014). La responsabilidad social corporativa y la norma SA 8000: un análisis de su adopción en las organizaciones cooperativas. Gizarte Ekonomiaren Euskal Aldizkaria-Revista Vasca de Economía Social, (9).

Sampieri, R. H., Collado, C. F., & Lucio, M. P. B. (2013). Metodologia de pesquisa (5ª ed.). Porto Alegre: Penso, p. 30.

Santos, A. D. (2005). DVA-Uma demonstração que veio para ficar. Revista Contabilidade & Finanças, 16(38), 3-3.

Santos, G. D. S., dos Santos, A. A. P., & Sehnem, S. (2016). Como Mensurar a Sustentabilidade? Um estudo das principais técnicas e indicadores. Organizações e Sustentabilidade, 4(1), 3-48.

Scherer, L. M. (2006). Valor adicionado: análise empírica de sua relevância para as companhias abertas que publicam a demonstração do valor adicionado (Doctoral dissertation,

Universidade de São Paulo).

Schwartz, M. S., & Carroll, A. B. (2003). Corporate social responsibility: A three-domain approach. Business ethics quarterly, 503-530.

Serra, R. G., Felsberg, A. V., & Fávero, L. P. L. (2017). Dez anos do ISE: uma análise do risco-retorno.

Sethi, S. P., Rovenpor, J. L., & Demir, M. (2017). Enhancing the quality of reporting in Corporate Social Responsibility guidance documents: The roles of ISO 26000, Global Reporting Initiative and CSR-Sustainability Monitor. Business and Society Review, 122(2), 139-163.

Silva, M. J., Azevedo, G. & Oliveira, J. (2016). A divulgação de responsabilidade social empresarial e a recente crise financeira mundial: perspectivas sociológicas e institucionais. Contabilidade e Gestão: Portuguese Journal of Accounting and Management. 18, 9-54

Silva, M. G. (2019). Relação entre os gastos com responsabilidade social corporativa e o retorno operacional de empresas do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) listadas na B3.

Stefani, D., Arjonas, E.C.Q., Silva, F.L. & Pelucio-Grecco, M.C. (2019). Crises econômicas e a relevância da Informação Contábil. Práticas em Contabilidade e Gestão, 7(1), 1-17.

Teixeira, E. A., Nossa, V., & Funchal, B. (2011). O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. Revista Contabilidade & Finanças, 22(55), 29-44.

Trevisan, F. A. (2002). Balanço social como instrumento de marketing. RAE eletrônica, 1(2), 1-12.

Ullmann, A. (1985). Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationships among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of U. S. Firms. The Academy of Management Review, 10 (3), 540-557.

De Villiers, C., & Van Staden, C. J. (2011). Where firms choose to disclose voluntary environmental information. Journal of Accounting and Public Policy, 30(6), 504-525.

Wartick, S. L., & Cochran, P. L. (1985). The evolution of the corporate social performance model. Academy of management review, *10*(4), 758-769.

Wood, D. (1991). Corporate Social Performance Revisited. The Academy of Management Review 16(4), 691–717.

Yuan, Y., Lu, L. Y., Tian, G., & Yu, Y. (2018). Business strategy and corporate social responsibility. Journal of Business Ethics, 162(2), 359-377.