

RETORNO DAS AÇÕES E A INFLUÊNCIA DA RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA

CAROLINE KEIDANN SOSCHINSKI

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU - FURB

MOACIR MANOEL RODRIGUES JUNIOR

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)

RETORNO DAS AÇÕES E A INFLUÊNCIA DA RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA

RESUMO

Este estudo teve como objetivo analisar a influência das práticas de responsabilidade social corporativa (RSC) no retorno das ações de empresas brasileiras. Para isso, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e de abordagem quantitativa, por meio da operacionalização de regressão linear múltipla por erros padrões robustos e como modelo de sensibilidade foi utilizado o método *Propensity Score Matching*, que visa mitigar o viés de seleção da amostra. A análise consistiu em 1.162 observações de 166 empresas brasileiras, examinadas durante os anos de 2011 a 2017. Os principais achados evidenciaram uma relação positiva entre as práticas de RSC e o retorno das ações, o que foi confirmado pelo teste de sensibilidade. Além disso, quando se analisou as dimensões de RSC separadamente, observou-se que a dimensão ambiental possui influência positiva na RSC enquanto que a dimensão social não apresentou significância estatística. Tais achados expandem a literatura por demonstrar que o fato das empresas investirem e divulgarem práticas de RSC pode ocasionar o maior retorno do preço das ações, mediante uma abordagem multidimensional da RSC que considera práticas sociais e ambientais. Ainda, contribui-se para as empresas brasileiras que ainda se encontram em estágio de desenvolvimento de suas práticas de RSC, por demonstrar que tais investimentos podem gerar benefícios futuros em termos de desempenho de mercado.

Palavras-chave: Responsabilidade Social Corporativa; Retorno das ações; Valorização de ativos.

1 INTRODUÇÃO

Desde estudos seminais da contabilidade financeira, como Ball e Brown (1968), sabe-se que os investidores do mercado de ações se atentam as informações financeiras ao realizarem suas decisões de investimento. De acordo com Gonçalves, Barbosa, Barroso e Medeiros (2015) essa demanda informacional por parte dos investidores tem evoluído, sendo que atualmente além das informações financeiras obrigatoriamente exigidas, os investidores buscam por informações não obrigatórias para decidir sobre seus investimentos.

Dentro desse escopo de informações não obrigatórias, destaca-se as informações de cunho social e ambiental, que de acordo com Gonçalves et al. (2015) representam uma forma das empresas se relacionarem e de demonstrarem comprometimento com suas partes interessadas, incluindo acionistas e investidores. Essa relação pode ser explicada pela teoria dos *stakeholders* proposta por Freeman (1994), a qual suporta a ideia de que as empresas utilizam de suas partes interessadas para criar valor e como retorno a isso, devem investir e se comprometer com práticas socialmente responsáveis.

O fato das empresas investirem e divulgarem práticas de responsabilidade social corporativa (RSC), assim denominadas, para Dalmacio e Buoso (2016) podem representar para alguns investidores uma expectativa de benefícios futuros para a empresa. Por outro lado, de acordo com Groening e Kanuri (2013), alguns investidores não se satisfazem ao receberem informações sobre as práticas de RSC, o que decorre do entendimento de que tais ações podem ser desnecessárias ou ainda prejudiciais à saúde financeira da organização.

O entendimento de que as práticas de RSC podem representar uma “ameaça” à saúde financeira da empresa foi exposto por Friedman (1970), autor responsável por sustentar a teoria dos *shareholders*. Essa teoria, ao contrário a teoria dos *stakeholders*, explica que os valores destinados as práticas sociais são percebidos pelos acionistas e investidores como custos e não como investimento, pois visam a promoção social e não a eficiência das atividades.

Pressupondo que essas duas visões podem existir, entende-se que alguns investidores no mercado de ações poderão investir em empresas socialmente responsáveis, pois de acordo com Dalmacio e Buoso (2016) podem entender que práticas destinadas a RSC representam uma expectativa de geração de valor futuro, e, por outro lado podem existir investidores que percebem as práticas de RSC como gastos desnecessários que prejudicam o lucro das empresas (Groening & Kanuri, 2013). Tais percepções foram comprovadas empiricamente por Chen e Gavius (2015), que constataram que as práticas de RSC tem diferentes implicações para os investidores.

Nesse sentido, percebe-se que a preferência pelas informações de RSC pode influenciar nas decisões dos investidores em investir ou não em determinada empresa, e conseqüentemente, a preferência dos investidores pode impactar no preço das ações (Doh, Howton, Howton & Siegel, 2010). Esse entendimento parte do pressuposto de que os preços das ações se comportam de acordo com a demanda do mercado, se há maior demanda pelas ações de determinadas empresas, logo, elas tendem a se valorizar.

Os resultados empíricos revisitados na literatura sobre o retorno das ações e às informações sobre RSC apresentam constatações divergentes. Em cenário internacional, pode-se citar alguns estudos que identificaram relação positiva entre as práticas de RSC e o retorno das ações, como por exemplo Vergalli e Poddi (2009), Dhaliwal, Li, Tsang e Yang (2011) e Becchetti, Ciciretti, Hasan e Kobeissi (2012). Por outro lado, estudos como de Campos e Lemme (2009) encontraram que o retorno das ações reflete negativamente as práticas de RSC.

Em cenário brasileiro esse contexto de divergências de resultados é semelhante. Pode-se destacar o estudo de Boente e Cavalcanti (2012) que não evidenciaram qualquer associação entre as práticas de RSC e o retorno das ações, a pesquisa de Salgado, Silva e Araújo (2015) que constatou uma relação negativa entre os temas, e, ainda, Dalmacio e Buoso (2016), que evidenciaram uma relação positiva entre RSC e retorno das ações. Diante das diferentes implicações que as práticas de RSC podem ter para as decisões dos investidores e diante das divergências de estudos evidenciados pela literatura, tem-se como questão de pesquisa: Qual a influência das práticas de RSC no retorno das ações? Para responder a esta questão, objetivou-se analisar a influência das práticas de RSC no retorno das ações de empresas brasileiras.

De acordo com a revisão da literatura realizada por Brooks e Oikonomou (2018) sobre RSC e o desempenho financeiro, os resultados de pesquisas se mostraram divergentes devido a alguns aspectos, como diferentes definições utilizadas para RSC, diferentes tipos de ações analisadas, setores distintos, países e período de tempo. Portanto, primeiramente tem-se como diferencial nesse estudo a utilização de medidas agregadas de RSC que compreendem dimensões relacionadas a comunidade, aos direitos humanos, a força de trabalho, a inovação ambiental, ao uso de recursos renováveis e ao uso de poluentes. Todas essas dimensões de RSC foram agregadas em uma dimensão social e outra ambiental, e são definidas por um bando de dados reconhecido internacionalmente.

Com relação ao contexto de análise, tem-se que no contexto latino americano, mais especificamente brasileiro, de acordo Cazeri, Anholon, Silva, Ordoñez, Quelhas, Leal Filho e Santa-Eulalja (2018), as práticas de RSC ainda estão em estágios iniciais de desenvolvimento, ao contrário de contextos de países desenvolvidos, onde se concentraram o maior número de estudos identificado na literatura. Portanto, entende-se como relevante analisar um país onde as práticas ainda estão sendo inseridas ao cotidiano empresarial e se essas práticas estão em posição de influenciar o desempenho de mercado em termos de retorno das ações.

Além disso, os achados podem ser interessantes para as empresas, pois assim, poderão compreender se o seu comportamento socialmente responsável é valorizado pelos investidores, ou de forma contrária, se os investidores entendem esse comportamento como desnecessário ou até mesmo inapropriado. Por fim, a pesquisa contribui para a literatura por fornecer evidências adicionais e por contemplar o uso de uma dimensão social da RSC, pois conforme a revisão da

literatura realizada por Brooks e Oikonomou (2018), essas práticas receberam menor atenção das pesquisas anteriores, o que pode ser decorrente da dificuldade de acesso acerca dessas informações.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Essa seção apresenta inicialmente a revisão da literatura sobre a RSC, as dimensões que envolvem sua conceituação e a sua ligação com duas lentes teóricas: teoria dos *stakeholders* e teoria dos *shareholders*. Posteriormente, apresentam-se os estudos que abordaram a ligação entre RSC e o retorno das ações, elencando diferentes constatações empíricas capazes de suportar as duas lentes teóricas existentes.

2.1 Responsabilidade Social Corporativa

O processo de globalização gerou para as empresas uma maior necessidade de tornar suas informações transparentes às diversas partes interessadas, dentre essas, as informações sobre questões sociais e ambientais que envolvem a empresa tem ganhado notoriedade (Tai & Chuang, 2010). A ênfase na divulgação de informações sobre práticas de responsabilidade social corporativa (RSC) teve destaque significativo na última década, quando as empresas passaram a dedicar esforços em adotar práticas socialmente responsáveis e divulgá-las para a sociedade, governo, acionistas, clientes e fornecedores (Servaes & Tamayo, 2013).

Carroll (1979) foi pioneiro ao trazer a ideia de responsabilidade social para as empresas ou cidadania corporativa, como também é chamada. O autor atentou para o fato de que as atividades das organizações vão além da lucratividade e que a comunidade em geral e todas as partes interessadas esperam algum tipo de contribuição ou de atitudes que visam minimizar as suas externalidades negativas.

Devido ao grande número de partes interessadas, Carroll (1998) elenca que o conceito sobre o comportamento socialmente responsável pode ser visto por quatro faces diferentes, a primeira delas é a questão de a empresa ser rentável, ou seja, tem o dever de atender a sua responsabilidade econômica. A segunda face diz respeito ao cumprimento das responsabilidades legais, a terceira condiz com o fato de atender as responsabilidades éticas e por fim, participar de contribuições corporativas.

Além disso, Carroll (1998) também identificou alguns propósitos estratégicos pelos quais as empresas decidem investir em práticas socialmente responsáveis. O autor identificou as principais motivações das empresas para a divulgação dessas informações e como a divulgação seria manifestada aos interessados. Dessa forma, o autor trouxe para a literatura a ideia de que as empresas utilizam e divulgam as informações sobre RSC com o objetivo de obter maior legitimidade, competitividade e ainda, como preocupação à externalidade social.

De acordo com Tai e Chuang (2010), RSC é o conjunto de iniciativas que as empresas realizam, com o propósito de proteger, promover e maximizar os benefícios das partes interessadas e das pessoas enquanto sociedade. Para Chapple e Moon (2005) a RSC pode ser compreendida como um meio de relacionamento entre as organizações e a sociedade e pode ser percebida por diversas formas, como por exemplo por meio de códigos e orçamentos destinados a RSC, mediante a comunicação corporativa por *web sites*, relatórios e marca corporativa.

Para as partes interessadas, o comportamento socialmente responsável das empresas tem sido visto como um dos principais componentes da estratégia corporativa (Becchetti et al., 2012), pois permite que os *stakeholders* e a sociedade em geral, conheçam e compreendam a conjuntura empresarial (Freeman, 1994). Dessa forma, a Teoria dos *Stakeholders* explica um dos motivos pelos quais as empresas divulgam informações sobre RSC, que é para responder a demanda de informações das partes interessadas (Becchetti et al., 2012; Freeman, 1994).

Para as empresas, as práticas de RSC podem ser realizadas com o intuito de melhorar a satisfação do cliente que compra de uma organização socialmente responsável e assim também

otimizar a sua reputação social e ambiental e fortalecer a sua competitividade (Tai & Chuang, 2010). Ademais, as organizações estão investindo em RSC, pois de acordo com Dalmacio e Buoso (2016) essa é uma forma de se mostrar ao mercado, como uma empresa sustentável e com maior possibilidade de geração de valor futuro.

Contudo, evidenciou-se na literatura que nem todas as partes interessadas acreditam que empresas socialmente responsáveis são capazes de gerar valor, ao contrário disso, acreditam que ações, prática e investimentos em questões sociais são desnecessários e podem inclusive prejudicar a saúde financeira da empresa. Essa visão é oriunda da *teoria dos shareholders* de Friedman (1970), que percebe as ações sociais como uma maneira de promoção sociais às custas dos acionistas. Assim, o autor gera uma percepção de que os recursos disponibilizados para as questões sociais são mais percebidos como custos do que como investimento, pois visa na promoção social da empresa e não na eficiência da mesma.

Essa perspectiva pode ser percebida mediante o estudo de Salgado, Silva e Araújo (2015), de que os investimentos realizados por empresas brasileiras em questões sociais, apresentaram influência negativa na criação de valor, ou seja, quanto mais as empresas investem em questões sociais sua capacidade de gerar valor diminui.

Desta forma, nota-se que a literatura apresenta duas correntes teóricas contrárias, uma que afirma que a RSC é algo benéfico para as empresas e que as partes interessadas almejam por essas informações (Freeman, 1994) e outra que entende RSC como algo maléfico para a empresa e para os acionistas, pois minimiza a riqueza econômica (Friedman, 1970).

A pesquisa de Chen e Gavius (2015) trouxe a perspectiva de que existem diferentes acionistas com diferentes preferências, portanto, para alguns deles, informações sobre RSC são importantes e atrativas e para outros não. Assim, em suas investigações, separou investidores em marginal, institucional e o em investidores que realizam negociações fora da bolsa de valores, constatando assim, que os investidores marginais valorizam o comportamento socialmente responsável das empresas e por outro lado, os outros dois tipos de investidores não se interessam pelo comportamento social das organizações.

É com base nos diferentes posicionamentos da literatura que esse estudo busca analisar se as práticas de RSC são valorizadas pelos investidores em empresas brasileiras. Para tanto, o próximo capítulo é destinado às discussões sobre o retorno das ações como uma medida que reflete a valorização da empresa, partindo do pressuposto de que os investidores que possuem a visão de que práticas de RSC irão gerar benefícios futuros em termos de retorno, irão investir em empresas socialmente responsáveis, e conseqüentemente, o preço das ações dessas empresas será valorizado. Ao contrário, se os investidores possuem a visão de que práticas de RSC são prejudiciais para o lucro da empresa, não investirão em empresas socialmente responsáveis, o que pode desvalorizar o valor das ações de determinada empresa ou simplesmente não apresentar nenhum impacto.

2.2 Relação entre Responsabilidade Social Corporativa e o Retorno das Ações

Diversos estudos encontraram sustentações empíricas para as duas visões da RSC. Em âmbito internacional, destaca-se o estudo recente de Yang e Baasandorj (2017), que investigou a influência da RSC no desempenho financeiro (medido pelo ROA e pelo Q de Tobin). Os autores analisaram uma amostra de empresas de transporte aéreo de diversos países, durante os anos de 2006 a 2015 e contataram que tanto a dimensão geral de RSC, como a dimensão ambiental e social influenciam positivamente o desempenho financeiro das empresas, para ambas as medidas utilizadas.

De maneira semelhante, Maqbook e Zameer (2018) verificaram a relação entre RSC e desempenho financeiro em bancos comerciais da Índia, durante o período de 2007 a 2016. Como resultado, os autores evidenciaram uma influencia positiva das práticas de RSC no desempenho financeiro e desta forma, atentaram para o fato de que o comportamento

socialmente responsável pode ser um aspecto integrante das estratégias de negócios das empresas que visam maximizar seus lucros.

No Brasil, Boente e Cavalcanti (2012) investigaram as empresas integrantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), durante os anos de 2008 a 2010, objetivando verificar se essas empresas apresentavam retornos médios maiores e riscos menores. Entretanto, as constatações voltaram ao fato de que as empresas da amostra não oferecem vantagens de retorno e de minimização do risco quando comparadas as empresas não integrantes do índice. Portanto, nota-se que o preço das ações não foi afetado pela participação da organização no ISE.

Salgado, Silva e Araújo (2015) analisaram a relação entre a criação de valor, desempenho financeiro e RSC em companhias brasileiras integrantes do ISE, durante os anos de 2005 a 2010. Os autores constataram que quanto mais as empresas investem em práticas socialmente responsáveis, menor é a criação de valor. Ademais, constataram que o comportamento socialmente responsável das organizações brasileiras nem sempre proporcionaram maior retorno aos acionistas.

Por outro lado, Dalmacio e Buoso (2016) analisaram o mercado de capitais brasileiro nos anos de 2006 a 2012 com base na comparação entre as empresas que participavam do ISE e o desempenho. As constatações dos autores demonstraram que as empresas participantes do índice, obtiveram maior retorno das ações e maior rentabilidade do ativo, ou seja, observa-se que nessa amostra de empresas e nesse período, o comportamento socialmente responsável das organizações refletiu na valorização das ações.

Da mesma maneira, a pesquisa de Degenhart, Mazzuco e Klann (2017) constatou que durante os anos de 2011 a 2015, as informações sobre RSC, medidas pelo ISE e IBASE, influenciaram na maior relevância das informações contábeis em empresas brasileiras. Os autores concluíram que as informações sobre RSC são percebidas como informações relevantes pelos investidores ao tomarem suas decisões de compra e venda de ações. Contudo, nessa pesquisa não foi analisado se de fato a preferência dos investidores está relacionada com o preço das ações.

Observa-se que em cenário brasileiro há pesquisas que não identificaram influência das práticas de RSC no preço das ações (Boente & Cavalcanti, 2012), que identificaram influência negativa (Salgado, Silva & Araújo, 2015) e influência positiva (Dalmacio & Buoso, 2016). Ainda, há a pesquisa de Degenhart, Mazzuco e Klann (2017) que constataram que os investidores consideram as informações sobre RSC informações relevantes, mas não analisaram o efeito destas em termos de desempenho de mercado.

Atrelado as evidências em cenário brasileiro, considera-se a revisão da literatura realizada em cenário internacional de Brooks e Oikonomou (2018), que destacou diversos estudos em diferentes contextos que apoiam uma relação positiva entre o desempenho de mercado e as práticas de RSC. Portanto, os autores concluem que apesar da variabilidade de resultados acerca dos impactos financeiros das práticas de RSC, a conclusão geral é de que há uma associação positiva entre os temas. Todavia, essa associação depende da métrica utilizada como RSC, dos diferentes tipos de ações analisadas, de diferentes setores, países e períodos.

Considerando as divergências de resultados encontrados em cenário brasileiro que investigaram a relação entre o desempenho de mercado e as práticas de RSC e ainda considerando as limitações dos estudos anteriores que utilizaram da listagem das empresas no ISE como métrica de RSC, acredita-se que haja uma relação positiva entre o retorno das ações e as práticas de RSC, mensuradas por uma métrica agregada de RSC, disponibilizada por um banco de dados internacionalmente aceito. Com base nisso, tem-se como hipótese de pesquisa:

H1 – As práticas de RSC influenciam positivamente no retorno das ações de empresas brasileiras.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente estudo se enquadra como descritivo, documental e quantitativo. A população do estudo é composta pelas empresas brasileiras de capital aberto listadas na base de dados *Thomson Reuters Eikon*. A amostra de pesquisa, por sua vez, foi delineada pelas empresas que continham as informações necessárias para o cálculo do retorno das ações (ações ordinárias) por se tratar da variável dependente. Na sequência, foram excluídas as empresas que não continham as informações necessárias para as variáveis de controle. Ressalta-se que foram mantidas na amostra as empresas que não tinham informações sobre as variáveis de RSC, intencionalmente para representar o grupo de controle.

A amostra final compreendeu 166 empresas que totalizaram 1.162 observações, conforme representado pela Tabela 1.

Tabela 1 – Amostra de pesquisa

Ano	Com RSC	Sem RSC	Total
2011	50	116	166
2012	56	110	166
2013	57	109	166
2014	61	105	166
2015	62	104	166
2016	63	103	166
2017	63	103	166
Total	412	750	1.162

Fonte: Elaborado pelos autores.

Observa-se na Tabela 1 que o maior número de observações está presente nas empresas que não possuíam informação sobre RSC. Por isso, para minimizar o viés de seleção, realizou-se um teste de sensibilidade, utilizando o método estatístico *Propensity Score Matching*, responsável por selecionar um número equivalente de empresas com a informação de RSC e sem a informação de RSC. Esse método representa uma forma de analisar as empresas de forma proporcional, aproximando também as demais medidas (variáveis de controle).

Ressalta-se ainda que a amostra compreende o total de 166 empresas durante o período de 2011 a 2017. O período de 7 anos foi determinado com base na disponibilidade de dados, sendo que as informações sobre RSC começaram a ser divulgadas com maior intensidade apenas a partir de 2011 (no Brasil), o que limita de certa forma as pesquisas em períodos anteriores a este.

As variáveis da pesquisa estão apresentadas no Quadro 1:

Quadro 1 – Constructo das variáveis

Variável	Descrição	Cálculo	Autores	
Variável dependente				
Retorno das ações (RT_{it})	Representa o quanto uma ação foi valorizada durante um período.	$\text{Preço da ação no final do período}_{it} - \text{preço da ação no início do período}_{it}$	Yang e Baasandorj (2017); Maqbook e Zameer (2018)	
Variável independente				
Responsabilidade Social (RSC_Soc)	Comunidade	Mede o compromisso da empresa em proteger a saúde pública e respeitar a ética empresarial.	Pontuação de 0 a 100	Yang e Baasandorj (2017)
	Direitos Humanos	Mede a eficácia de uma empresa em respeitar as convenções fundamentais de direitos humanos.		
	Força de Trabalho	Mede a eficácia da empresa em manter o local de trabalho saudável e seguro, bem como gerir a satisfação dos colaboradores, mantendo a diversidade e a igualdade de oportunidades de crescimento.		

	Ambiental (RSC_Amb)	Uso de Recursos	Mede o desempenho e a capacidade da empresa em reduzir o uso de materiais, de energia ou água e encontrar soluções mais eco-eficientes, melhorando o gerenciamento da cadeia de suprimentos.		
		Emissão de poluentes	Mede o compromisso e a eficácia da empresa em reduzir a emissão de poluentes nos processos operacionais e de produção.		
		Inovação Ambiental	Mede a capacidade de uma empresa em reduzir os custos e encargos ambientais para seus clientes e criar oportunidades de mercado através de novas tecnologias e processos ambientais ou produtos eco-projetados.		
	Dimensão Geral (RSC)	Mede a responsabilidade social corporativa de maneira geral, pela média das dimensões social e ambiental.	$\frac{RSC_Soc + RSC_Amb}{2}$	Yang e Baasandorj (2017)	
Variáveis independentes de controle					
Tamanho (TAM _{it})	Logaritmo natural do ativo total		LN do Ativo Total	Yang e Baasandorj (2017); Maqbook e Zameer (2018)	
Idade (IDA _{it})	Período de tempo desde a data de fundação da empresa até o ano de análise			Yang e Baasandorj (2017); Maqbook e Zameer (2018)	
Endividamento (END)	Alavancagem Financeira		Passivo total / PL Total	Yang e Baasandorj (2017); Maqbook e Zameer (2018)	

Obs: LN - Logaritmo Natural; PL - Patrimônio líquido.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Com relação à variável dependente de retorno da ação, baseou-se no cálculo utilizado por Yang e Baasandorj (2017) e Maqbook e Zameer (2018), que consiste na diferença entre o último retorno de um determinado período e o primeiro retorno de um determinado período. Assim, o retorno da ação reflete a variabilidade do preço da ação num período de tempo, podendo esse retorno assumir valores positivos (em caso de aumento do preço da ação) e valores negativos (em caso de diminuição do preço da ação).

Com relação as variáveis independentes de RSC, utilizou-se de medidas disponibilizadas pelo banco de dados da *Thomson Reuter Eikon*. O bando de dados, por meio de metodologia própria, avalia “critérios” atendidos ou não por determinada empresa, para cada critério atendido, a base de dados considera como “verdadeiro” e para cada critério não atendido, como “falso”. Por exemplo, “a empresa possui política de redução de recursos?” Se sim, verdadeiro, se não, falso. Além disso, existem alguns critérios avaliados de forma numérica, como por exemplo, quanto a empresa gastou com energia elétrica no ano X. Com base nesses diversos critérios, a base formula um *score* final, que pode variar de 0 (se a empresa não atendeu nenhum critério) a 100 (se a empresa atendeu a todos os critérios).

A separação das dimensões propostas pela *Thomson Reuters Eikon* se deu por características sociais ou ambientais. A dimensão que representa os critérios relacionados a comunidade, aos direitos humanos e a força de trabalho foi denominada como dimensão social da RSC (RSC_Soc) enquanto que o uso de recursos, a emissão de poluentes e a inovação ambiental foi denominada como dimensão ambiental da RSC (RSC_Amb). Para operacionalização, o foco foi destinado a dimensão geral da RSC, que contempla a média aritmética de todas as dimensões, pois baseando-se em Attig, Boubakri, El Ghouli e Guedhami (2016), a análise das dimensões individuais de RSC pode dificultar a avaliação dos *stakeholders* acerca do nível em que as empresas são socialmente responsáveis.

Dentro da dimensão social da RSC, existem as sub dimensões de comunidade, direitos humanos e força de trabalho. Os 28 critérios que determinam o *score* destinado a comunidade compreendem se a empresa possui ou não: “política contra suborno e corrupção”, “política que

visa a ética empresarial”, “política justa de concorrência”, entre outros. Além destes, considera-se valores monetários, como por exemplo os valores destinados para doações. Por fim, gera-se o *score* final que mede o compromisso da empresa para com a comunidade.

Os 11 critérios que determinam o *score* de direitos humanos compreendem se a empresa possui ou não: “política de trabalho infantil”, “política de trabalho forçado”, “iniciativa de comércio ético”, “política de direitos humanos”, entre outros. Os 48 critérios que determinam o *score* de força de trabalho compreendem se a empresa possui ou não: “política de saúde e segurança dos colaboradores”, “política de saúde e segurança da cadeia de suprimentos”, “política de saúde e segurança”, “política de treinamento e desenvolvimento”, “política de treinamento de habilidades”. Além destes, a força de trabalho é medida por critérios monetários, como por exemplo, o índice de rotatividade de empregados, índice de mulheres no grupo de empregados, entre outros.

Dentro da dimensão ambiental da RSC, existem sub dimensões de uso de recursos, emissão de poluentes e inovação ambiental. Os 31 critérios que determinam o *score* de uso de recursos compreendem se a empresa possui ou não: “política de eficiência da água”, “política de redução de recursos”, “política de eficiência energética”, “metas de redução de recursos” e critérios monetários, como valor total desembolsado em gastos de energia. Os 40 critérios que determinam o *score* de emissão de poluentes compreendem se a empresa possui ou não: “metas de emissões”, “compensação de crédito de carbono”, “política de emissão”, “se visa a redução de partículas” e critérios monetários, como por exemplo o total emitido em CO².

Por fim, os 24 critérios que determinam o *score* de inovação ambiental compreendem se a empresa possui ou não: “veículos híbridos”, “produtos ambientais”, “política de redução de ruído”, “produtos eco projetados”, “produtos de mínimo impacto” e itens monetários, como por exemplo, o valor investido em pesquisa e desenvolvimento ambiental. Portanto, com base nesses 6 *scores* (comunidade, direitos humanos, força de trabalho, uso de recursos, emissão de poluentes e inovação ambiental), obteve-se o indicador geral de RSC, utilizado como principal variável independente.

Com relação as variáveis de controle, baseou-se na pesquisa de Maqbook e Zameer (2018) que utilizaram tamanho, idade da empresa e endividamento como variáveis explicativas para o desempenho de mercado das empresas. Para os autores, as empresas maiores e que estão a mais tempo operando suas atividades, tem recursos mais amplos e maior capacidade de obterem maiores retornos. Além disso, os autores utilizaram o grau de alavancagem financeira como uma medida de endividamento, que tende a impactar no retorno das ações.

Para a tabulação dos dados, utilizou-se de planilha eletrônica *Microsoft Excel*, que também serviu como base para a operacionalização do cálculo dos retornos das ações. Posteriormente, com o intuito de analisar a influência da RSC no retorno das ações, fez-se uso da técnica estatística de regressão linear múltipla (OLS) por erros padrões robustos, por meio do *software* STATA 13®, conforme equação 1.

(1)

$$RT_{it} = \beta_0 + \beta_1 RSC_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 IDA_{it} + \beta_4 END_{it} + \varepsilon$$

Ressalta-se que o pressuposto da normalidade dos dados pode ser relaxado em função do número de observações e que os possíveis problemas de heterocedasticidade foram minimizados pela utilização de erros padrões robustos. Além disso, testou-se a multicolinearidade entre as variáveis, pelo teste *Variance Inflation Factor* (VIF), e a autocorrelação dos resíduos, pelo teste *Durbin Watson*, ambos apresentados nas tabelas de resultados.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Essa seção é destinada para a apresentação dos resultados e as discussões. Inicialmente, apresenta-se a estatística descritiva das variáveis de pesquisa, seguida pelos resultados da regressão linear múltipla (OLS), que representam o foco dessa investigação. Por fim, como elencado nos procedimentos metodológicos, foi realizado teste de sensibilidade para minimizar o viés na seleção da amostra.

A análise descritiva das variáveis pode ser verificada na Tabela 2.

Tabela 2 – Análise descritiva das variáveis

Variáveis	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-Padrão
RT	-2752,578	377,667	-12,03713	111,3608
RSC	0	92,55303	19,66803	28,79643
RSC_AMB	0	93,33334	18,76026	28,17037
RSC_SOC	0	97,86585	20,71029	30,55541
TAM	11,88953	26,51248	20,75661	1,996261
IDA	1	145	38,07831	28,25487
END	0,070305	146,406	1,07664	4,941944

Fonte: Dados da pesquisa.

Com base na Tabela 2, nota-se que a variável de retornos das ações (RT) se apresenta com valor médio negativo, o que significa que as empresas da amostra tiveram retornos menores ao final dos períodos do que ao início dos períodos, o que reflete uma variação negativa ao longo de um determinado ano. Além disso, essa variável apresenta um elevado desvio-padrão, o que representa que as empresas obtiveram retornos que se distanciam excessivamente com relação à média, o que pode ser decorrente do fato de não terem sido excluídos os *outliers*.

No que concerne as variáveis de RSC, observa-se que a média investida em ações de RSC é de apenas 19,66 o que significa que as empresas brasileiras possuem apenas 20% dos critérios analisados pela base de dados. Contudo, essa baixa média pode ser decorrente da maioria das empresas terem nível 0 de divulgação, conforme evidenciado na Tabela 1. Por fim, ao observar as dimensões sociais e ambientais da RSC, percebe-se que as empresas investem ligeiramente mais em questões sociais do que em questões ambientais.

Na Tabela 3, estão apresentados os resultados da equação 1, foco desta pesquisa. Além do resultado principal (exposto na Tabela 3 como Modelo 1 - RT) também se apresenta os resultados do teste *Propensity Score Matching* (exposto na Tabela 3 como Teste de sensibilidade – Modelo 1).

Tabela 3 – Resultados do modelo da regressão linear robusta e teste *Propensity Score Matching*

Variáveis	RT Modelo 1		Teste de sensibilidade Modelo 1	
	Coefficiente	t	Coefficiente	t
Constante	52,31439	2,16**	34,60585	0,68
RSC_Geral	0,23339	1,93***	0,7114789	3,14*
TAM	-3,88999	-2,67*	-2,514569	-1,10
IDA	0,3732449	3,83*	0,5215251	4,20*
END	-2,239716	-4,40*	-2,357383	-4,43*
<i>Treat</i>	-	-	-47,57368	-3,49*
R ²	0,0189		0,0609	
Sig	0,0000		0,0000	
VIF	1,72		-	
DW	1,996716		-	
Obs.	1.162		824	

*Significância ao nível de 1%; **Significância ao nível de 5%; ***Significância ao nível de 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Com base na Tabela 4, nota-se que na análise do Modelo 1 (RT), o coeficiente de determinação (R^2) explica apenas 1,89% do retorno das ações, o que significa que outras variáveis poderiam ajudar a explicar a ocorrência da variável dependente. Comparativamente aos demais estudos, observa-se que Yang e Baasandorj (2017) obtiveram um R^2 de 65,2% quando observaram a relação entre RSC e Q de Tobin em 130 observações e Maqbool e Zammer (2018) obtiveram R^2 de 21% ao analisar a relação entre RSC e retorno das ações em 280 observações. Ambos os estudos tiveram números de observações relativamente menores do que ao número de observações desta pesquisa, o que pode explicar o maior coeficiente de determinação.

Com relação a variável principal de RSC, observa-se que esta se demonstrou estatisticamente significativa a nível de 10% com o retorno das ações e positivamente relacionada para o Modelo 1 (RT).

Como destacado na Tabela 1, onde a amostra é apresentada, observa-se que o maior número de observações corresponde às empresas que não possuem níveis de RSC, o que poderia estar enviesando de certo modo os resultados. Em decorrência disso, utilizou-se como modelo de sensibilidade o teste *Propensity Score Matching*, que equiparou as observações entre 412 observações de empresas que possuíam algum nível de divulgação de RSC e 412 observações de empresas que não divulgam suas informações sobre RSC. Com isso, chegou-se a uma amostra equiparada de 824 observações, conforme exposto na Tabela 3.

Para o teste de sensibilidade, observa-se que o coeficiente de determinação (R^2) passou a ser de 6,09%, o que significa que quando as observações são equiparadas, torna-se possível melhorar o poder de explicação do modelo. Com relação a variável de RSC, observa-se a significância estatística a nível de 1%, o que melhora consideravelmente os resultados, evidenciando assim que o comportamento socialmente responsável das empresas brasileiras é responsável por influenciar positivamente no retorno das ações. Com base nisto, aceita-se H1.

Os achados desse estudo evidenciam que em cenário brasileiro o comportamento socialmente responsável das empresas é capaz de influenciar positivamente no retorno das ações, ou seja, quanto mais as empresas investem em questões de RSC, seus retornos no mercado de ações tendem a ser maiores. Tais evidências complementam os achados em cenário brasileiro de Dalmacio e Buoso (2016) e contrariam o evidenciado por Boente e Cavalcanti (2012) e Salgado, Silva e Araújo (2015).

Além disso, com base nas evidências empíricas deste estudo, expande-se os achados de Degenhart, Mazzuco e Klann (2017) que evidenciaram que os investidores consideram as informações sobre RSC, informações relevantes para as suas tomadas de decisões. Contudo, os autores não analisaram se o fato dessas informações serem relevantes para os investidores faz com que empresas com comportamentos socialmente responsáveis tenham retornos superiores, o que foi confirmado empiricamente nesta pesquisa.

Percebe-se ainda que as evidências desta pesquisa corroboram com os resultados de pesquisas realizadas em nível internacional, elencadas por Brooks e Oikonomou (2018). Os autores, mediante revisão dos estudos que relacionaram RSC e desempenho de mercado, constataram que pesquisas em diferentes contextos apoiam em sua maioria, uma associação positiva entre os temas. Os autores ainda atentam para o fato de que os diferentes resultados podem ser decorrentes principalmente das diferentes métricas utilizadas para RSC.

Com relação a discussão sobre a métrica de RSC, observa-se que os estudos que investigaram RSC no Brasil, utilizaram como medida de RSC a listagem das empresas no ISE. Ao contrário, esta pesquisa considerou 6 dimensões de RSC propostas por uma base de dados reconhecida internacionalmente e que disponibiliza um *score* para cada uma das dimensões, conforme determinado no Quadro 1. Portanto, como já destacado em estudos seminais, como

de Carroll (1979), a RSC é um conceito multidimensional e por isso, torna-se relevante analisá-la de forma a compreender suas distintas dimensões, o que foi realizado neste estudo.

Com relação as variáveis independentes de controle, observa-se que o tamanho (TAM) apresentou relação negativa e estatisticamente significativa a nível de 1% para o Modelo 1, o que contraria o esperado pela literatura. Contudo, ao observar os resultados desta variável no modelo de sensibilidade, percebe-se que esta passa a ser não significativa, o que torna estes resultados não robustos e, portanto, não permite a realização de inferências acerca da relação entre tamanho e retorno das ações.

A variável idade (IDA) se mostrou positivamente relacionada aos retornos das ações tanto para o Modelo 1 como para o modelo de sensibilidade, apresentando ainda uma maior relação (medida pelo coeficiente de relação) para o modelo de sensibilidade. Tais resultados corroboram com o esperado pela literatura, pois acredita-se que empresas que estão a mais tempo operando suas atividades no mercado possuem maior capacidade de obterem maiores retornos. Por fim, a variável de alavancagem (END), se mostrou negativamente relacionado para ambos os modelos (principal e de sensibilidade), o que corrobora com o proposto por Yang e Baasandorj (2017), de que empresas com altos níveis de endividamento tendem a possuir menores retornos em suas ações.

Como análise complementar, operacionalizou-se duas novas regressões, semelhante a apresentada na equação 1. Para essa análise, a variável de RSC foi substituída na primeira regressão pela variável de RSC_Amb e em outra regressão pela variável RSC_Soc. O objetivo dessa análise complementar foi de verificar se ambas as dimensões (social e ambiental) influenciam da mesma maneira no retorno das ações. Os resultados dessa análise estão expostos na Tabela 4.

Tabela 4 – Resultados da análise complementar

Variáveis	RT Modelo 2		Sensibilidade Modelo 2		RT Modelo 3		Sensibilidade Modelo 3	
	Coefficiente	t	Coefficiente	t	Coefficiente	t	Coefficiente	t
Const.	58,79061	2,36**	33,85742	0,68	41,93732	1,83***	4,960918	0,10
RSC_Amb	0,2887415	2,37**	0,7666178	3,87*				
RSC_Soc					0,1607718	1,43	0,3468378	1,69***
TAM	-4,253661	-2,85*	-2,497132	-1,13	-3,314789	-2,42**	-1,183783	-0,52
IDA	0,3802357	3,86*	0,534289	4,32*	0,3642299	3,81*	0,526577	4,20*
END	-2,254645	-4,54*	-2,305307	-4,34*	-2,200861	-4,16*	-2,369718	-4,43*
Treat	-		-48,74313	-4,14*	-		-28,49766	-2,18**
R ²	0,0201		0,0667		0,0179		0,0529	
Sig	0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	
VIF	1,66		-		1,71		-	
DW	1,996584		-		1,997242		-	
Obs.	1162		824		1162		824	

*Significância ao nível de 1%; **Significância ao nível de 5%; ***Significância ao nível de 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Determinou-se como Modelo 2 (RT), a equação cuja variável independente principal foi a dimensão ambiental (RSC_Amb) e como sensibilidade deste modelo, o método *Propensity Score Matching*. O Modelo 3 (RT), por sua vez, considera como variável independente a dimensão social (RSC_Soc) e como sensibilidade, o método *Propensity Score Matching*. Observa-se que assim como no Modelo 1 (modelo principal) apresentado na Tabela 3, o coeficiente de explicação (R²) para o Modelo 2 (RT) e Modelo 3 (RT) é menor se comparado ao R² dos modelos de sensibilidade, que variam de 5,29% (para dimensão ambiental) a 6,67% (para dimensão social).

Com relação as variáveis de RSC, observa-se que a dimensão ambiental (RSC_Amb) se mostrou positivamente relacionada ao retorno das ações a nível de 5% para o Modelo 2 (RT) e a nível de 1% para o teste de sensibilidade. Ao contrário da dimensão social (RSC_Soc) que não se demonstrou significativamente relacionada ao retorno das ações para o Modelo 3 (RT), e para o teste de sensibilidade se mostrou significativa a nível de 10%. Com base nesses resultados, percebe-se que a dimensão ambiental possui maior força de influência no retorno das ações do que a dimensão social, observado tanto pelo coeficiente de relação das variáveis como pela significância estatística, sendo que no caso da dimensão sociais (RSC_Soc) a significância estatística se mostra consideravelmente sensível, por se tratar de um nível de 10% apenas para o modelo de sensibilidade.

A maior relação para as atividades ambientais de RSC também foi um achado no estudo de Yang e Baasandorj (2017). Os autores analisaram a influência da RSC de forma geral, da dimensão ambiental e da dimensão social no desempenho financeiro, medido pelo ROA e pelo Q de Tobin, em empresas transportadoras aéreas localizadas em diversos países. Os achados evidenciaram que o ROA estava positivamente relacionado as práticas de RSC, ambientais (a nível de 1%) e sociais (a nível de 10%). Com relação ao Q de Tobin, os autores constataram uma relação positiva e significativa a nível de 5% para a dimensão ambiental da RSC e não evidenciaram significância estatística para a dimensão social.

Percebe-se que os achados desta pesquisa vão ao encontro dos evidenciados por Yang e Baasandorj (2017), ao constatarem que a dimensão ambiental da RSC tem maior relação com o desempenho das empresas, em termos de ROA, Q de Tobin do que a dimensão social. Contudo, os autores não justificam possíveis motivos pelos quais a dimensão ambiental é um fator de maior influência para o desempenho da empresa do que a dimensão social.

Desta forma, esta pesquisa expande os resultados de Yang e Baasandorj (2017) ao evidenciar que uma medida adicional de desempenho de mercado (retorno das ações) também possui maior relação com a dimensão ambiental de RSC do que com a dimensão social e abre caminho para novas pesquisas, que podem investigar com maior profundidade o porquê a dimensão ambiental de RSC está mais relacionada com o desempenho das empresas do que a dimensão social de RSC.

Com relação as variáveis de controle, observa-se os mesmos resultados em termos de significância e relação estatística do que aos evidenciados na Tabela 3. De forma resumida e se baseando apenas nos resultados confirmados pelo teste de sensibilidade, tem-se que o tamanho das empresas não se mostrou estatisticamente relacionado ao retorno das ações, enquanto que idade está relacionada positivamente e o endividamento negativamente, conforme previsto pela literatura.

5 CONCLUSÕES

Os principais achados desta pesquisa correspondem a relação positiva entre as práticas de RSC e o retorno das ações de empresas brasileiras, observadas durante os anos de 2011 a 2017. Na análise principal, evidenciou-se a influência positiva das práticas de RSC (a nível de 10%) no retorno das ações, no entanto, para minimizar o viés de seleção da amostra e considerando que o maior número de observações correspondeu a empresas que não possuíam nenhum nível de RSC, realizou-se um teste de sensibilidade, que confirmou os resultados obtidos na análise principal, desta vez a nível de 1%, o que gerou maior robustez para o resultados evidenciados e permitiu a aceitação da hipótese de pesquisa.

Estas evidências geram contribuições adicionais para as pesquisas já realizadas, principalmente em contexto brasileiro, onde diferentes pesquisas encontraram diferentes resultados relacionados a relação entre RSC e desempenho de mercado. Além disso, expande-se com os achados de Degenhart, Mazzuco e Klann (2017), que constataram que os investidores

consideram as informações de RSC relevantes para a tomada de decisão, mas não evidenciaram se de fato a relevância destas informações possuía influência na valorização de mercado.

Além disso, contribui-se no sentido de evoluir com as medidas de RSC utilizadas no Brasil, observando que as pesquisas anteriores mediram RSC pela listagem das empresas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Ao contrário deste estudo que considerou o conceito teórico multidimensional da RSC e mensurou a RSC por 6 dimensões distintas, divididas em dimensão ambiental e dimensão social e disponibilizadas por uma base de dados amplamente reconhecida.

Ainda, confirma-se o exposto por Cazeri et al. (2018), que destacaram o estágio inicial de desenvolvimento das práticas de RSC em cenário brasileiro, o que foi evidenciado nesta pesquisa pelo baixo número de empresas que possuíam *score* de divulgação de RSC. Assim, este estudo contribui no sentido de instigar as empresas brasileiras, que ainda estão em fase inicial na implementação de práticas de RSC, a compreenderem que tal comportamento socialmente responsável possui reflexo positivo no mercado de ações e que investir em práticas de RSC gera uma contrapartida benéfica em termos de resultados. Para as empresas que já investem em RSC, a pesquisa serve como forma de motivar as empresas para que continuem com seus investimentos, pois este gera benefícios em termos de retorno.

Como uma análise complementar, observou-se a influência separadamente da dimensão social e da dimensão ambiental de RSC no retorno das ações. Os resultados evidenciaram que a dimensão ambiental possui maior influência no retorno das ações do que a dimensão social, o que foi demonstrado mediante a significância estatística. Estes achados expandem os de Yang e Baasandorj (2017), que evidenciaram a maior influência da dimensão ambiental para medidas de desempenho de ROA e de Q de Tobin, e neste estudo, para o retorno das ações.

Como limitações, destaca-se inicialmente a inexistência de justificativa sobre o porquê a dimensão ambiental de RSC influencia nas medidas de desempenho e a dimensão social não, o que abre espaço para futuras pesquisas que visem investigar com maior profundidade essas relações e justificar estes achados. Além disso, o período de análise de 7 anos pode ser destacado como uma limitação e justificado pela disponibilidade de informações sobre RSC somente a partir de 2011, mas ainda assim considerado como limitação. Por fim, analisou-se somente a medida de retorno das ações nesta pesquisa, podendo em pesquisas posteriores serem analisadas outras medidas de desempenho de mercado, a fim de comprovar tais achados.

REFERÊNCIAS

Attig, N., Boubakri, N., El Ghouli, S., & Guedhami, O. (2016). Firm internationalization and corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 134(2), 171-197.

Becchetti, L., Ciciretti, R., Hasan, I., & Kobeissi, N. (2012). Corporate social responsibility and shareholder's value. *Journal of Business Research*, 65(11), 1628-1635.

Boente, D. R., & Cavalcanti, J. M. M. (2013). A relação de risco e retorno nas empresas integrantes do índice de sustentabilidade empresarial no período de 2008 a 2010. *Revista Ambiente Contábil*, 1(4), 51-71.

Brooks, C., & Oikonomou, I. (2018). The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: a review of the literature in accounting and finance. *The British Accounting Review*, 50(1), 1-15.

Campos, F. M., & Lemme, C. F. (2009). Investimento socialmente responsável no mercado de capitais: análise do desempenho de índices internacionais e fundos de ações brasileiros que

consideram questões ambientais e sociais. *Revista Eletrônica de Administração*, 15(2), 286-306.

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

Carroll, A. B. (1998). The four faces of corporate citizenship. *Business and society review*, 100(1), 1-7.

Cazeri, G. T., Anholon, R., da Silva, D., Ordoñez, R. E. C., Quelhas, O. L. G., Leal Filho, W., & de Santa-Eulalia, L. A. (2018). An assessment of the integration between corporate social responsibility practices and management systems in Brazil aiming at sustainability in enterprises. *Journal of Cleaner Production*, 182, 746-754.

Chapple, W., & Moon, J. (2005). Corporate social responsibility (CSR) in Asia: A seven-country study of CSR web site reporting. *Business & society*, 44(4), 415-441.

Chen, E., & Gavius, I. (2015). Does CSR have different value implications for different shareholders?. *Finance Research Letters*, 14(1), 29-35.

Dalmacio, F. Z., & Buoso, D. (2016). Comparação dos Indicadores Contábeis das Empresas com Ações Listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) com os das Demais Empresas Listadas na Bovespa. *Revista de Finanças e Contabilidade da Unimep*, 3(2), 1-17.

Degenhart, L., Mazzuco, M. S. A., & Klann, R. C. (2017). The relevance of accounting information and the corporate social responsibility of Brazilian companies. *BASE-Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 14(3), 157-168.

Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The accounting review*, 86(1), 59-100.

Doh, J. P., Howton, S. D., Howton, S. W., & Siegel, D. S. (2010). Does the market respond to an endorsement of social responsibility? The role of institutions, information, and legitimacy. *Journal of Management*, 36(6), 1461-1485.

Freeman, R. E. (1994). The politics of stakeholder theory: Some future directions. *Business ethics quarterly*, 409-421.

Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York: Times Magazine*, 13.

Gonçalves, R. S., Barbosa, N. M., Barroso, C. R., & Medeiros, O. R. (2015). Social disclosure e retornos anormais: um estudo de eventos em empresas brasileiras abertas no período de 2005 a 2012. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 9(24), 56-70.

Groening, C., & Kanuri, V. K. (2013). Investor reaction to positive and negative corporate social events. *Journal of Business Research*, 66(10), 1852-1860.

Salgado, S. I. F., Silva, W. A. C., & Araújo, E. A. T. (2015). Responsabilidade social e análise de criação de valor de companhias do índice de sustentabilidade empresarial (ISE/BM&FBOVESPA). *Business and Management Review*, 5(1), 237-251.

Servaes, H., & Tamayo, A. (2013). The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. *Management science*, 59(5), 1045-1061.

Tai, F. M., & Chuang, S. H. (2014). Corporate social responsibility. *Ibusiness*, 6(03), 117-130.

Vergalli, S., & Poddi, L. (2009). Does Corporate Social Responsibility Affect The Performance of Firms?. *FEEM Working Paper*, 52, 1-43.

Yang, A. S., & Baasandorj, S. (2017). Exploring CSR and financial performance of full-service and low-cost air carriers. *Finance Research Letters*, 23(1), 291-299.