

DESEMPENHO SOCIAL E FINANCEIRO: EVIDÊNCIAS DA RELAÇÃO CAUSAL NO ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL

ANDERSON FELIPE AEDO PEREIRA

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO - FEA

FABRÍCIO STOCKER

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO - FEA

KEYSA MANUELA CUNHA DE MASCENA

UNIVERSIDADE DE FORTALEZA (UNIFOR)

DESEMPENHO SOCIAL E FINANCEIRO: EVIDÊNCIAS DA RELAÇÃO CAUSAL NO ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL

1 INTRODUÇÃO

O processo de avaliar a performance das organizações é um dos principais tópicos estudados nas escolas de administração de empresas. Inicialmente o desempenho das organizações era mensurado apenas por aspectos econômico-financeiros como, por exemplo, o retorno sobre o ativo (ROA) ou o valor de mercado das companhias, mas desde o final do século XX esse modelo de avaliação de empresas tem sido criticado (Cheit, 1964; Kaplan & Norton, 1997; Rappaport, 2005).

Este descrédito dos modelos baseados em aspectos financeiros impulsionou o desenvolvimento de estudos que avaliassem aspectos não financeiros das empresas. O destaque na utilização de indicadores não financeiros pode ser refletido pela pesquisa de práticas em avaliação de desempenho realizada em conjunto com 1900 organizações dos mais diversos setores e indústrias - pertencentes ao *American Institute of Certified Accounts*, já referida em outros estudos (Gião, Gomides, Picchioni, Corrêa & Oliveira Júnior, 2010). Os indicadores financeiros utilizados na pesquisa são os relacionados a faturamento, lucratividade, utilização de ativos e liquidez, enquanto os não-financeiros estão relacionados à satisfação dos clientes e a participação no mercado (*market share*), qualidade e inovação, desempenho fornecedor e produtividade.

Observa-se que na transição do século XX para o XXI, a Performance Financeira Corporativa (CFP, sigla do inglês *Corporate Financial Performance*) e a Performance Social Corporativa (CSP, sigla do inglês *Corporate Social Performance*) passaram a ser analisadas de formas diferentes. Inicialmente, os modelos de avaliação de performance incorporavam apenas indicadores referentes ao CFP e aos poucos foram incorporados indicadores de CSP.

O CSP pode ser definido como a interação entre os princípios da responsabilidade social e respostas - sociais e políticas - dadas pelos *stakeholders* e o CFP como o desempenho econômico-financeiro. A partir da definição destes constructos, alguns estudos procuram analisar a relação de causalidade entre estes dois constructos (Waddock & Graves, 1997).

Neste contexto de avaliação de empresas e mensuração do CFP e CSP, destaca-se a importância da divulgação de informações, contábeis ou não, por parte dos administradores das empresas, esta divulgação de informações (*disclosure*), pode ser voluntária ou regulada pela legislação específica.

O desempenho organizacional usualmente foca-se no desempenho financeiro da organização e eventualmente na performance “*triple bottom line*”, que leva em conta o desempenho econômico, social e desenvolvimento sustentável (Salazar, Husted, & Biehl, 2012). Neste estudo, há um foco maior no desempenho social, mensurado por meio do questionário entregue a B3 respondido pelas empresas que se candidatam a ingressar na carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE).

À luz da Teoria da Divulgação Voluntária (TDV) de Verrecchia (1983) afirma-se que quanto maior o número de informações prestadas pelas organizações, maior será a precificação dos ativos desta companhia, ou seja, a divulgação de informações impacta o desempenho econômico financeiro das empresas. Ainda segundo o autor, é possível afirmar que os gestores disponibilizam informações para o mercado de acordo com os custos e benefícios percebidos.

No contexto de transparência e divulgação de informações, o *Disclosure do Corporate Social Performance* “é importante no processo de gerenciamento para *stakeholder* como

forma de dar transparência às ações sociais vinculadas aos *stakeholders*” (Garcia, 2016, p.15). Sob a ótica da Teoria da Legitimidade (Verrecchia, 1983), as organizações buscam a divulgação de informações com a finalidade de dar credibilidade e legitimar suas práticas socioambientais. Segundo Carroll (2015), há uma forte relação entre o desempenho social das organizações com o desempenho financeiro, em uma visão geral, companhias que se orientam à CSP influenciam direta ou indiretamente a CFP, ou seja, são recompensadas financeiramente pelo mercado a partir de suas práticas socioambientais.

Para este estudo, o relacionamento entre CSP e CFP, moderado pelo *disclosure*, terá como suporte a Teoria da Legitimidade. A partir da revisão teórica, considera-se que a divulgação de informações de natureza social e ambiental – *disclosure* – é uma forma dos gestores das organizações legitimarem suas práticas e ações de responsabilidade corporativa social – *input* para o CSP – e, conseqüentemente, há reflexos no desempenho financeiro da organização (CFP), ou vice-versa.

Fundamentado nestas premissas, o objetivo da pesquisa é analisar a direção da relação de causalidade entre a Performance Social Corporativa (CSP) e a Performance Financeira Corporativa (CFP), considerando as duas direções de causalidade, e também investigar se o *disclosure* social – divulgação de informações, é uma variável moderadora dessa relação. Para tanto, o estudo é desenvolvido em uma amostra de empresas listadas na B3 e que responderam ao questionário ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial no período de 2010 a 2013.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E HIPÓTESES

2.1 Performance Social Corporativa (CSP)

Para o desenvolvimento deste tópico no estudo, é importante diferenciar os conceitos de Performance Social Corporativa (CSP) e Responsabilidade Social Corporativa (CSR). Segundo Matten e Moon (2008), CSR define-se como as práticas e políticas organizacionais que refletem responsabilidade nos negócios e proporcionam benefícios sociais. Por outro lado, CSP refere-se aos resultados destas políticas e práticas das organizações (Clarkson, 1995). Em resumo, CSR lida com atividades e CSP lida com resultados (Salazar et al., 2012).

Para Carroll (1979, p. 504), CSP “requer que 1) a responsabilidade social possa ser avaliada, 2) as questões sociais sejam identificadas, e 3) uma resposta filosófica seja escolhida”. Observa-se que a literatura sobre a CSP remete-se ao CSR, como *input*, e à avaliação dos *stakeholders*, como *output*. Este estudo procura tratar CSP com um *input* e CFP como *output*.

Uma vez que a CSP está definida, buscaram-se formas de mensurá-la. Para a mensuração da CSP, Salazar et al. (2012), propõem métricas avaliem a efetividade e eficiência dos programas desenvolvidos pelas organizações que visam o aumento de sua performance social. Atualmente, o CSP é mensurado com foco nos *inputs*, como, por exemplo, o número de horas de trabalho voluntário da organização (Salazar et al., 2012).

Este estudo propõe-se a mensurar o CSP por meio da metodologia – que será detalhando nos próximos capítulos - utilizada pela B3 para eleger companhias para integrar a carteira do ISE. Metodologia esta consolidada no mercado e que reflete o conceito de CSP elaborado por Salazar et al. (2012).

2.2 Performance Financeira Corporativa (CFP)

Segundo Orlitzky, Schimidt e Rynes (2003) há três formas de mensurar o CFP: medidas de mercado (retorno para o investidor), medidas contábeis (retorno contábil) e medida percentual (*survey*). As medidas de mercado mensuram o CFP por meio do preço da ação ou apreciação do seu preço, refletindo a satisfação dos investidores. Alternativamente, há alguns indicadores utilizados para mensurar este desempenho, como, por exemplo, *return on assets* (ROA), *return on equity* (ROE) ou *earnings per share* (EPS), indicadores que capturam a eficiência financeira interna de alguma maneira (Orlitzky et al., 2003). As medidas contábeis refletem a eficiência interna da organização, baseada nas decisões e políticas dos gestores. Por fim, a medida por *survey* é baseada em estimativas subjetivas para a performance financeira (Orlitzky et al., 2003).

Importante destacar que há uma grande diferença na forma de mensurar o CFP e CSP. Não há, na literatura que trata sobre o desempenho social, uma definição de como avaliar o atendimento das demandas de cada *stakeholder*, por outro lado, na literatura que trata do desempenho financeiro, há uma maior abrangência de possíveis formas de mensurar tal desempenho (Boaventura, Silva & Bandeira-de-Mello, 2012).

2.3 Relação de Causalidade entre CSP e CFP

Para entender a relação de causalidade entre CSP e CFP é importante entender, primeiramente, as teorias que fundamentam as funções-objetivo das empresas, sob a luz de cada um destes constructos. O CSP suportado pela Teoria dos *Stakeholders* e CFP pela Teoria da Firma. Para a Teoria dos *Stakeholders*, a função-objetivo das organizações é o de coordenar os interesses dos *stakeholders*. Por *stakeholders* se entende os indivíduos ou grupos que possam afetar a obtenção dos objetivos da organização ou que é afetado pelo processo de busca destes objetivos (Freeman, 1984). Considerando esta definição e a função-objetivo das organizações, as empresas devem atender, simultaneamente, acionistas e a sociedade, por exemplo, já que são indivíduos ou grupos afetados pelas decisões da gestão da organização.

Por outro lado, a Teoria da Firma – desenvolvida no contexto de nascimento da ciência econômica no século XVIII – propõe que a função-objetivo das organizações é o de maximização de lucros, assim como afirma as demais teorias microeconômicas e a teoria de maximização (Boaventura, Cardoso, Silva, & Silva, 2009).

Waddock e Graves (1997) estudaram qual a relação de causalidade entre a performance financeira e social e propuseram duas teorias para explicar este fenômeno, a *good management theory* (teoria da boa gestão, em tradução livre) e a *slack resource theory* (teoria do excesso de recursos, em tradução livre). A *slack resource theory* assume que quanto melhor o desempenho financeiro da organização, considerando a disponibilidade de recursos – financeiros e outros – criam-se oportunidades para a companhia investir no desempenho social, como benefícios para comunidade, relações empregatícias e desenvolvimento, em contrapartida a companhia obtém vantagem competitiva em relação a sua imagem, reputação e economia de custos no longo prazo. Por outro lado, a *good management theory* afirma que quando a empresa é percebida pelos seus *stakeholders* com uma boa reputação haverá maiores oportunidades para o desempenho financeiro superior. Estas oportunidades serão criadas por meio de mecanismos de mercado, como, por exemplo, redução de custos para capitação de capital (Waddock & Graves, 1997).

Após a exposição da fundamentação teórica para cada constructo é possível observar que há um maior alinhamento da performance social (CSP) à função-objetivo proposta pela Teoria dos *Stakeholders* e, por outro lado, a função-objetivo da empresa, proposto pela Teoria

da Firma, está mais alinhado à performance financeira (CFP) (Boaventura et al., 2009). Considerando os argumentos sobre a direção de causalidade, esse estudo testa duas hipóteses:

H1: A Performance Social Corporativa - CSP tem relação positiva com a Performance Financeira Corporativa - CFP.

H2: A Performance Financeira Corporativa - CFP tem relação positiva com a Performance Social Corporativa - CSP.

2.4 Teoria da Legitimidade

Para entender como funciona a divulgação voluntária de informações por parte dos gestores das organizações (*disclosure* voluntário) é importante conhecimento prévio da teoria da legitimidade. Suchman (1995, p. 574) define legitimidade como “uma percepção generalizada ou suposição de que as ações de qualquer entidade são desejáveis, apropriadas ou adequadas dentro de algum sistema socialmente construído por normas, valores, crenças e definições”.

Há diversas razões que motivam as organizações a buscarem a legitimidade. Os esforços dos gestores para legitimarem suas práticas dependem do resultado que estas ações promovem. Há duas dimensões que dizem respeito a esta procura por legitimidade: (a) o aspecto da continuidade e credibilidade e (b) e a distinção entre a busca por apoio passivo e apoio ativo (Suchman, 1995).

Partindo da dimensão de continuidade e credibilidade, Suchman (1995) indica que os elementos deste aspecto influenciam a estabilidade e a compreensão das atividades da organização, mas não em grau de igualdade (Suchman, 1995, p. 574). Ao aumentar a estabilidade e a compreensão das atividades organizacionais, a legitimidade permite uma maior captação de recursos, por tornar a organização mais confiável perante seus *stakeholders* (Garcia, 2016).

Por outro lado, na dimensão de busca por apoio, Suchman (1995) afirma que o tipo de apoio visado pela organização determinará qual o grau de legitimidade que adotará – alto ou baixo. Desta forma, entende-se que, de acordo com o tipo de apoio que a organização procura, o grau de *disclosure* será alto ou baixo, uma vez que a legitimidade e o *disclosure* estão relacionados (Schuman, 1995).

Suchman (1995) classifica a legitimidade em três tipos: moral, pragmática e cognitiva. A legitimidade moral “reflete uma avaliação nominal positiva da organização e suas atividades” (Suchman, 1995, p. 579), a legitimidade pragmática reflete os interesses imediatos da organização perante seus espectadores, estes interesses frequentemente implicam trocas entre ambos, por fim, a legitimidade cognitiva “envolve o apoio afirmativo para uma organização ou mera aceitação da organização como necessária ou inevitável” (Suchman, 1995, p. 582).

É possível identificar que a divulgação de informações (*disclosure*) é um instrumento para legitimar práticas das organizações. Algumas teorias institucionais propõem que mecanismos de governança corporativa, incluindo divulgação de informações, promovem ganhos de legitimidade (Biggart, 1991; Hamilton & Biggart, 1988). A divulgação de informações de desempenho social é uma forma de dar visibilidade às ações das organizações de forma a legitimar suas práticas, à luz da Teoria da Legitimidade (Khan, Myttakin, & Siddiqui, 2012).

Com base nos estudos sobre legitimidade e sua teoria, é possível afirmar que quanto maior a necessidade de legitimação de ações e práticas organizacionais, maior será o *disclosure* voluntário praticado pelas organizações. Assim, por meio deste estudo, procura-se

analisar qual o impacto da divulgação de informações na relação do desempenho financeiro com o desempenho social.

2.5 Moderação do *Disclosure* Social na Relação CSP-CFP

Um dos argumentos para a relação ente *disclosure* social e CSP é de que as empresas com um desempenho socioambiental superior têm maior incentivo para divulgar suas ações e compromissos, suposição defendida por Verrecchia (1983) e corroborada por Lang e Lundholm (1993). Outro argumento é de que as empresas buscam com o *disclosure* melhorar a percepção dos *stakeholders* sobre a empresa, evitando assim possíveis riscos e custos sociais futuros (Dye, 1985). Vurro e Perrini (2011) acrescentam que quanto maior o engajamento com os *stakeholders*, maior a necessidade da organização de divulgar seu desempenho para com eles, impactando positivamente na CSP. Alguns estudos que analisaram empiricamente a relação entre *disclosure* e performance encontraram uma relação positiva, como os de Clarkson, Li, Richardson e Vasvari (2008); Dawkins e Fraas (2011); Silva-Gao (2012); e Gallego-Álvarez (2012). Outros estudos encontraram relação negativa, como os de Sutantoputra, Lindorff e Johnson (2012) e Cho, Guidry, Hageman e Patten (2012). Portanto, a investigação empírica da relação entre *disclosure* e performance ainda não está consolidada (Clarkson et al., 2008; Garcia, Sousa Filho, & Boaventura, 2018). No entanto, argumenta-se que quando a empresa tem um elevado CSP e faz a comunicação e prestação de contas de seu desempenho por meio do *disclosure*, pode obter uma CFP (Garcia et al., 2018).

Quanto à performance financeira, Healy e Palepu (2001) argumentam que há seis forças que motivam os gestores a divulgarem voluntariamente informações (*voluntary disclosure*) para o mercado, estas são: transações no mercado de capitais, disputa por controle corporativo, compensação de ações, litígio, custos de propriedade e sinalização de gestão de talentos. Para efeitos deste estudo, a CFP será mensurada por meio do valor de mercado, similar aos estudos de Berman, Wicks, Kotha e Jones (1999) e Choi e Wang (2009). Pode-se afirmar que o *disclosure* voluntário pode estar associado à performance financeira pois a divulgação de boas informações da organização podem atrair ou reter acionistas e investidores da empresa, resultando em uma maior *performance* de mercado. Portanto, argumenta-se que se a empresa tem um elevado CFP e práticas de divulgação aos investidores por meio *disclosure* social, ela tem maior comprometimento com práticas voltadas aos *stakeholders* e sociedade, elevando seu CSP.

Considerando esses argumentos, para avaliar a moderação do *disclosure* na relação entre CSP e CFP, serão testadas as seguintes hipóteses:

H3: A presença do disclosure modera a relação CSP-CFP.

H4: A presença do disclosure modera a relação CFP-CSP.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Com o objetivo de classificação da pesquisa, utilizou-se a tipologia proposta por Vergara (1998). Desta forma, esta pesquisa classifica-se como descritiva e explicativa. O método utilizado foi o quantitativo, considerando que se recorreu para técnicas estatísticas para testar as questões apresentadas anteriormente.

Para atingir os objetivos de pesquisa deste estudo, foi analisado o Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3. O índice “mede o retorno médio de uma carteira teórica

de ações de empresas de capital aberto e listadas na B3 com as melhores práticas de sustentabilidade” (B3, 2017).

A metodologia de cálculo tem como parceiro técnico o Centro de Estudos em Sustentabilidade da FGV (GVces) e é composta de uma análise quantitativa (pontuação no questionário), análise qualitativa (verificação de documentos que comprovem práticas e ações evidenciadas pelas organizações) e Avaliação e decisão do CISE (Conselho deliberativo do ISE, composto por representantes de 11 instituições do mercado de capitais nacional e presidido pela B3) (B3, 2017).

A amostra é composta pelas empresas que responderam o questionário ISE nos anos de 2010 (para compor a carteira de 2010/2011), 2011 (para compor a carteira de 2011/2012), 2012 (para compor a carteira de 2012/2013) e 2013 (para compor a carteira no período de 2013/2014). Na Figura 1 é possível verificar o desempenho da carteira ISE a partir de 16/11/2006 comparando com o IBOVESPA - principal carteira da B3 - a partir do mesmo período (base 100 = 16/11/2006). Observa-se que o desempenho do índice mostrou-se melhor que o IBOVESPA.



Figura 1. Desempenho da carteira do ISE x IBOV (B3, 2017).

3.1 Mensuração dos Constructos

Considerando as hipóteses desse estudo, o modelo da pesquisa pode ser representado pela Figura 2.

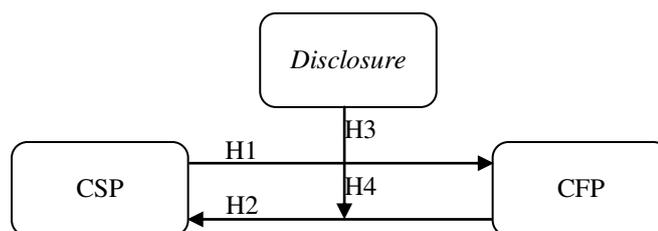


Figura 2. Modelo da pesquisa.

A CSP foi obtida pela pontuação recebida pela empresa para o desempenho na dimensão Social do Índice de Sustentabilidade. É importante destacar que o CSP, neste estudo, é resultado de uma metodologia já consolidada no mercado e que possui credibilidade, conforme desempenho financeiro da carteira ISE apresentado na Figura 1. No caso da Performance Financeira Corporativa (CFP) foi mensurado pelo valor de mercado das empresas, extraídos da plataforma de dados econômico-financeiros Economatica®.

A variável *disclosure* é classificada como uma *dummy variable*. Para a coleta desta informação, foi utilizada a plataforma *Sustainability Disclosure Database*, de responsabilidade do Global Reporting Initiative (GRI). A partir dos relatórios divulgados, acrescentou-se 1 ou 0 para as empresas da amostra, sendo que os dados foram coletados para os anos de 2009, 2010, 2011, 2012 e 2013. Ao longo da pesquisa foi considerada uma amostra de 69 companhias que responderam o questionário do ISE. A Figura 3 resume a mensuração das variáveis neste estudo.

Constructo	Definição conceitual	Autor(es)	Definição operacional
CSP	Refere-se aos resultados das políticas e práticas das corporações, que refletem a responsabilidade do negócio para os diversos bens sociais.	Salazar, Husted e Biehl (2004)	Dimensão Social do Índice de Sustentabilidade Empresarial
CFP	As firmas buscam a maximização, no longo prazo, do valor de mercado da companhia, resultado da capacidade de geração de caixa.	Jensen (2001)	Valor de mercado
<i>Disclosure</i>	Decisão de divulgar ou reter informação	Verrechia (1983)	Variável <i>dummy</i> (1 para divulgação do relatório GRI e 0 para não divulgação)

Figura 3. Mensuração dos constructos.

Selecionou-se duas variáveis de controle que serão incorporadas ao modelo: o tamanho da empresa, medido pelo logaritmo natural do ativo total da companhia, e o setor de atuação. Para incorporar o setor de atuação no modelo, utilizou-se variáveis *dummy* das classificações definidas pelo NAICS e disponibilizados no Economatica®. O ativo total também foi extraído da plataforma Economatica®.

3.2 Método de Análise dos Dados

As hipóteses foram testadas por meio de modelos de regressão para dados em painel. Foram realizadas estimações por modelos fixos e aleatórios, considerando-se pelo teste de Hausman qual modelo é o mais adequado para a amostra. No teste de Hausman, caso a hipótese nula seja rejeitada, opta-se por efeitos fixos. Na amostra estudada, o teste de Hausman não foi rejeitado em três dos modelos estimados e, portanto, optou-se pela estimação por efeitos aleatórios como a mais adequada para a amostra (Fávero & Belfiore, 2017).

Foram estimados quatro modelos:

- (1) $CFP_{it} = \beta CSP_{it} + \beta Tamanho_{it} + \beta Setor_{it} + \beta Ano_{it} + \varepsilon_{it}$
- (2) $CSP_{it} = \beta CFP_{it} + \beta Tamanho_{it} + \beta Setor_{it} + \beta Ano_{it} + \varepsilon_{it}$
- (3) $CFP_{it} = \beta CSP_{it} + \beta CSP \times Disclosure_{it} + \beta Tamanho_{it} + \beta Setor_{it} + \beta Ano_{it} + \varepsilon_{it}$
- (4) $CSP_{it} = \beta CFP_{it} + \beta CFP \times Disclosure_{it} + \beta Tamanho_{it} + \beta Setor_{it} + \beta Ano_{it} + \varepsilon_{it}$

Nos quatro modelos testados, a variável dependente foi definida com o *lag* de um ano. Os modelos foram testados com o auxílio do *software* Stata®.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A amostra total da pesquisa é formada por 69 empresas, embora a quantidade de observações e empresas variem nos modelos em função dos dados disponíveis. Em 68% das observações constatou-se que as empresas divulgaram relatórios GRI no ano, o que indica que a amostra tem um elevado nível de *disclosure* social. A quantidade de empresas por setor é apresentada na Tabela 1.

Tabela 1
Frequência por setor de atuação

Setor	n
Administração de empresas	1
Assistência médica e social	1
Comércio atacadista	1
Comércio varejista	7
Construção	1
Educação	2
Empresa de eletricidade, gás e água	16
Imobiliária e locadora de outros bens	1
Indústria manufatureira	17
Informação	8
Mineração, exploração de pedreiras	1
Serviços financeiros e seguros	9
Transporte e armazenamento	4

Observa-se que o maior número de empresas foi classificado nos setores de indústria manufatureira (24% da amostra) e de eletricidade, gás e água (23% da amostra), seguidas do setor de serviços financeiros e seguros (13% da amostra).

De forma exploratória, também foram analisadas as correlações de Pearson entre as principais variáveis da pesquisa, apresentadas na Tabela 2.

Tabela 2
Correlação entre as variáveis

	CFP	CSP	Disclosure	Tamanho
CFP	1			
CSP	0.3085**	1		
Disclosure	0.1748*	0.3059**	1	
Tamanho	0.6574**	0.4690**	0.3017**	1

†p < 0.1; *p < 0.05; **p < 0.01

Observa-se que todas as variáveis obtiveram nível de significância maior que 0,05. A correlação entre os constructos de CSP e CFP mostrou-se positiva (0,3085), ou seja, há indícios que quanto maior do valor de mercado maior o *rating* social do questionário do ISE.

Ao analisar a correlação entre o CFP e o *disclosure*, observou-se que há uma correlação positiva (0,1748), porém menor que a correlação entre CSP e CFP. Por outro lado, a correlação entre o CSP e o *disclosure*, mostrou-se maior (0,3059). Por fim, as correlações entre a variável de controle tamanho e as variáveis CSP e CFP, obtiveram resultados elevados (correlação entre tamanho e CSP foi de 0,469 e correlação entre tamanho e CFP foi de 0,6574).

Desta forma há evidências estatísticas para afirmar que há uma correlação positiva entre o CSP e CFP, ou seja, quanto maior o valor de mercado das companhias listadas no ISE maior seu indicador de práticas sociais. Esta relação também foi investigada por modelos de análise de regressão para dados em painel, conforme descrito a seguir.

4.1 Teste da Relação CSP-CFP

Os primeiros modelos de regressão para dados em painel desta pesquisa buscaram testar as hipóteses H1 e H2. As hipóteses sugerem que há uma relação direta entre CSP e CFP, que pode ter dois tipos de direção de causalidade: uma maior CSP leva a uma maior CFP e uma maior CFP leva a uma maior CSP. Nos testes foram considerados *lags* de um ano da variável dependente, ou seja, testou-se se a CSP explicava a CFP no ano posterior bem como se a CFP explicava a CSP no ano posterior. Os modelos 1 e 2 são apresentados na Tabela 3.

Tabela 3
Modelos 1 e 2 – Relação CSP-CFP

Dependente: CFP	Modelo 1		Dependente: CSP	Modelo 2	
	Coefficiente	Erro-padrão		Coefficiente	Erro-padrão
CSP	330597**	122040	-	-	
CFP	-	-	9.88E-08*	4.56E-08	
Tamanho	6700048**	1618507	4.2011**	0.9872	
Ano_2010	4586350**	1767545	-3.5430**	0.9195	
Ano_2011	438008	1653175	-2.2927**	0.8650	
Ano_2012	1363161	1602106	0	(omitted)	
Ano_2013	0	(omitted)	0	(omitted)	
Administração de empresas	-11200000	19600000	31.1946*	13.2940	
Assistência médica e social	1914314	26700000	18.5754	16.5765	
Comércio atacadista	-8053231	22900000	42.1907**	14.7512	
Comércio varejista	978699	20200000	7.8639	13.5476	
Construção	28000000	21000000	9.4919	12.2176	
Educação	401167	19500000	20.1979	13.1174	
Eletricidade, gás e água	3388034	20900000	20.5786	13.7026	
Imobiliária e locadora de bens	3426781	20200000	19.7457	13.1305	
Indústria manufatureira	-8018355	25800000	31.4368*	16.1936	
Informação	15800000	26600000	23.5524	15.2796	
Mineração	5605053	25900000	40.6746*	15.7463	
Serviços financeiros e seguros	176000000**	26700000	0	(omitted)	
Transporte e armazenamento	0	(omitted)	0	(omitted)	
Constante	-111000000**	29800000	-41.5983*	20.2528	
R ² (overall)	0.83		0.5746		
Wald chi2	229.83**		112.59**		
Observações	223		171		
Empresas	68		66		

†p < 0.1; *p < 0.05; **p < 0.01

Observa-se que os Modelos 1 e 2 apresentados na Tabela 3 são significantes ao nível de 0,05 (Wald chi2 229.83 e 112.59, respectivamente). Os resultados apontam que a CSP

como variável explicativa tem relação positiva e significativa com a CFP e que, adicionalmente, a CFP como variável explicativa tem relação positiva e significativa com a CSP, considerando as demais variáveis dos modelos longitudinais. Portanto, a H1 é suportada (H1: A CSP tem relação positiva com a CFP) e a H2 é suportada na amostra analisada (H2: A CFP tem relação positiva com a CSP).

4.2 Teste da moderação do *disclosure* na relação CSP-CFP

Analisou-se a relação do CSP e CFP com a presença do *disclosure* como moderador. O modelo de pesquisa procurou alternar o CSP e o CFP como variáveis dependentes e comparar os resultados adicionando a interação entre a variável explicativa e o *disclosure*. Importante destacar que em todos os modelos utilizou-se como variáveis de controle o tamanho e o setor de atuação. O terceiro e quarto modelo de regressão para dados em painel buscaram testar as hipóteses H3 e H4, e são apresentados na Tabela 4.

Tabela 4
Modelos 3 e 4 – Moderação do Disclosure

Dependente: CFP	Modelo 3		Dependente: CSP	Modelo 4	
	Coefficiente	Erro-padrão		Coefficiente	Erro-padrão
CSP	322756*	125709	-	-	
CFP	-	-	9.19E-08†	5.61E-08	
CSPxDisclosure	10018	38991	-	-	
CFPxDisclosure	-	-	7.29E-09	3.41E-08	
Tamanho	6624759**	1650089	4.2057**	0.9904	
Ano_2010	4546649*	1776085	-3.5690**	0.9303	
Ano_2011	423285	1656417	-2.3187**	0.8762	
Ano_2012	1386241	1607219	0	(omitted)	
Ano_2013	0	(omitted)	0	(omitted)	
Administração de empresas	-11000000	19700000	31.2850*	13.3413	
Assistência médica e social	2281925	26900000	18.6971	16.6368	
Comércio atacadista	-7657959	23000000	42.3061**	14.8059	
Comércio varejista	1226042	20300000	7.9723	13.5984	
Construção	28400000	21200000	9.5974	12.2647	
Educação	654954	19600000	20.3376	13.1736	
Eletricidade, gás e água	3479508	21000000	20.6676	13.7507	
Imobiliária e locadora de bens	3726100	20300000	19.8561	13.1807	
Indústria manufatureira	-8026887	26000000	31.5337*	16.2492	
Informação	16400000	26800000	23.7461	15.3529	
Mineração	5589530	26100000	40.7645*	15.7998	
Serviços financeiros e seguros	177000000**	26800000	0	(omitted)	
Transporte e armazenamento	0	(omitted)	0	(omitted)	
Constante	-110000000**	30200000	-41.7464*	20.3260	
R ² (overall)	0.8297		0.5749		
Wald chi2	227.63**		111.95**		
Observações	223		171		
Empresas	68		66		

†p < 0.1; *p < 0.05; **p < 0.01

Os Modelos 3 e 4 apresentados na Tabela 4 são significantes ao nível de 0,05 (Wald chi2 227.63 e 111.95, respectivamente). A moderação do *disclosure* social não foi significativa em nenhum dos modelos, tanto de CFP como dependente como de CSP como dependente. Dessa forma, a H3 não é suportada (H3: A presença do *disclosure* modera a relação CSP-CFP) e a H4 não é suportada na amostra (H4: A presença do *disclosure* modera a relação CFP-CSP).

O resumo dos resultados obtidos para cada modelo é apresentado na Tabela 5.

Tabela 5
Consolidado de resultados de cada modelo

	Variável dependente	R-quadrado ajustado	P-value CSP	P-value CFP	P-value Disclosure	Conclusão
H1	CFP	0,83	0,007	Não aplicável	Não aplicável	Há evidências estatísticas para afirmar que o CSP explica o CFP
H2	CSP	0,57	Não aplicável	0,03	Não aplicável	Há evidências estatísticas para afirmar que o CFP explica o CSP
H3	CFP	0,82	0,01	Não aplicável	0,79	Há evidências estatísticas para afirmar que o disclosure não modera a relação entre CSP e CFP
H4	CSP	0,57	Não aplicável	0,10	0,83	Há evidências estatísticas para afirmar que o disclosure não modera a relação entre CFP e CSP

4.3 Discussão dos resultados

Os resultados dessa pesquisa apoiam os dois tipos de relação de causalidade entre CSP e CFP, a *slack resource theory* e a *good management theory* (Waddock & Graves, 1997). A *slack resource theory* assume que quanto melhor o desempenho financeiro da organização, criam-se oportunidades para a companhia investir no desempenho social, e a companhia obtém vantagem competitiva em relação a sua imagem, reputação e economia de custos no longo prazo. Por outro lado, a *good management theory* afirma que quando a empresa é percebida pelos seus *stakeholders* com uma boa reputação haverá maiores oportunidades para o desempenho financeiro superior. Observa-se na amostra evidências que apoiam essas duas teorias.

Por outro lado, baseando-se na Teoria da Legitimidade (Suchman, 1995; Garcia, 2016) foi testado se o *disclosure* de relatórios GRI reforça as relações CSP-CFP e não foram encontradas evidências para a moderação do *disclosure* na relação. Uma possível explicação é que a divulgação de relatórios GRI não explica um elevado desempenho de valor de mercado e na carteira ISE, pois a amostra selecionada é constituída por empresas relativamente homogênea em termos de alto padrão de práticas de sustentabilidade e divulgação de desempenho social.

Este estudo apresenta dois avanços aos achados de Garcia et al. (2018). Primeiro, inclui a direção de causalidade que considera a CSP como dependente da CFP, ou seja, testa a *slack resource theory* e não apenas a *good management theory*. Este estudo encontra evidências dos dois tipos de relação no contexto brasileiro, enquanto Garcia et al. (2018) abordou a direção de causalidade da *good management theory* e encontrou uma relação parcialmente suportada. A relação foi parcialmente suportada porque foram estudados cada *stakeholder* de forma desagregada, e os autores encontraram relação positiva apenas para a performance para com a comunidade e o CFP e relação negativa para a performance para com os funcionários e o CFP em empresas da base de dados da Bloomberg.

Garcia et al. (2018) também suportam parcialmente a hipótese de moderação do *disclosure*, pois a moderação ocorre para a performance com funcionários e fornecedores e não ocorre para a comunidade. Os referidos autores também analisaram a moderação

considerando apenas uma direção de causalidade. Os resultados apresentados nesse artigo, portanto, oferece uma segunda ampliação ao estudo de Garcia et al. (2018) analisando a moderação do *disclosure* nas duas direções de causalidade.

No entanto, as evidências mostram que quando considerado apenas o contexto brasileiro de empresas do ISE não há moderação do *disclosure*. Considerando que as empresas do ISE são grandes empresas que buscam manter elevada reputação em relação às práticas de sustentabilidade e CSR, e que também apresentam elevado desempenho no mercado financeiro, o *disclosure* pode ter um efeito marginal no desempenho, sendo esse efeito melhor observado em amostras mais heterogêneas.

5 CONCLUSÃO

Este estudo defende que a relação entre CSP e CFP é positiva considerando as duas direções de causalidade da relação, CSP afetando a CFP e a CFP afetando a CSP. Os resultados confirmam na amostra estudada que há relação positiva e significativa entre as variáveis considerando os dois modelos de causalidade. Este estudo o valor de mercado para mensurar o CFP e utilizou a dimensão social do questionário do ISE para mensurar o CSP, desta forma, há evidências estatísticas para afirmar que quanto maior o desempenho financeiro das ações das companhias, maior serão suas práticas que afetam os *stakeholders*, assim como, quanto maior o desempenho para com os *stakeholders* maior o valor de mercado.

Quanto à moderação do *disclosure*, os resultados indicam que não há evidências estatísticas para afirmar que a presença do *disclosure* é capaz de moderar a relação entre CSP-CFP e CFP-CSP. Estes achados apontam que o *disclosure* considerado como a divulgação de relatórios GRI das empresas do ISE não influenciam a relação entre a performance social e financeira.

Salienta-se também algumas limitações da pesquisa, como avaliar o *disclosure* pela presença e ausência do relatório GRI, avaliar apenas uma medida de desempenho financeiro e o número de observações no período em que os dados foram disponibilizados. Uma análise com um número maior de observações em um amplo período de tempo poderia oferecer resultados mais robustos e, portanto, sugere-se que seja ampliada a pesquisa em estudos futuros.

Sugere-se também que estudos futuros investiguem o *disclosure* social das companhias, verificando se uma maior qualidade ou amplitude dos relatórios poderiam ter alguma influência nas relações estudadas. Ou seja, não foquem na divulgação ou não do relatório, mas avaliem o conteúdo divulgado nos relatórios.

A contribuição dessa pesquisa consiste em fornecer evidências sobre a direção da causalidade e a presença de variáveis moderadoras na relação CSP-CFP. Essas evidências complementam os estudos anteriores que testam relações unilaterais e diretas e fornecem evidências sobre a relação CSP-CFP no contexto brasileiro.

REFERÊNCIAS

B3 (2017). *Índice de Sustentabilidade Empresarial*. Disponível em: <<https://www.isebvmf.com.br/>>. Acesso em: março de 2017.

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.

- Biggart, N. W. (1991). Explaining Asian economic organization. *Theory and Society*, 20(2), 199-232.
- Boaventura, J. M. G., Cardoso, F. R., Silva, E. S., & 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*, 11(32): 289-307.
- Boaventura, J. M. G., Silva, R. S., & Bandeira-de-Mello, R. (2012). Performance Financeira Corporativa e Performance Social Corporativa: Desenvolvimento Metodológico e Contribuição Teórica dos Estudos Empíricos. *Revista Contabilidade & Finanças*, 23(60), 232-245.
- Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of Management Review*, 4(4), 497-505.
- Carroll, A. B. (2015). Corporate social responsibility: The centerpiece of competing and complementary frameworks. *Organizational Dynamics*, 44(2), 87-96.
- Cheit, E. F. (1964). *The business establishment*. Nova Iorque: Wiley.
- Cho, C. H.; Guidry, R. P.; Hageman, A. M.; Patten, D. M. (2012). Do actions speak louder than words? An empirical investigation of corporate environmental reputation. *Accounting, Organizations and Society*, 37(1), 14–25.
- Choi, J., & Wang, H. (2009). Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance. *Strategic Management Journal*, 30(8), 895-907.
- Clarkson, M. E. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review*, 20(1), 92-117.
- Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., & Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 33(4-5), 303–327.
- Dawkins, C.; Fraas, J. W. (2011). Coming Clean: The Impact of Environmental Performance and Visibility on Corporate Climate Change Disclosure. *Journal of Business Ethics*, 100(2), 303-322.
- Dye, R. A. (1985). Disclosure of Nonproprietary Information. *Journal of Accounting Research*, 23(1), 123–145.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Gallego-Álvarez, I. (2012). Indicators for Sustainable Development: Relationship between Indicators Related to Climate Change and Explanatory Factors. *Sustainable Development*, 20(4), 276-292.
- Garcia, E. A. R. (2016). *A Influência do Disclosure na Relação entre Corporate Social Performance e Corporate Financial Performance*. 2016 140 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Universidade de Fortaleza, Fortaleza.
- Garcia, E. A. R., Sousa-Filho, J. M., & Boaventura, J. M. G. (2018). A influência do disclosure social na relação entre Performance Financeira Corporativa e Performance Social Corporativa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29(77), 229-245.
- Gião, P. R., Gomides, A., Picchioni, C. N., Corrêa, H. L., & Júnior, M. D. M. O. (2010). Modelo Sigma Sustentabilidade Flexível: Uma contribuição rumo a organizações sustentáveis. *FACEF Pesquisa-Desenvolvimento e Gestão*, 13(2), 232-250.

- Global Reporting Initiative (2017). *Sustainability Disclosure Database*. Disponível em: <<http://database.globalreporting.org/search/>>. Acesso em: agosto de 2017.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. 6. ed. Porto Alegre: Bookman.
- Hamilton, G. G., & Biggart, N. W. (1988). Market, culture, and authority: A comparative analysis of management and organization in the Far East. *American Journal of Sociology*, 94, S52-S94.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 405-440.
- Jensen, M. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 8-21.
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1997). *A estratégia em ação: balanced scorecard*. Gulf Professional Publishing.
- Khan, A., Muttakin, M. B., & Siddiqui, J. (2013). Corporate governance and corporate social responsibility disclosures: Evidence from an emerging economy. *Journal of Business Ethics*, 114(2), 207-223.
- Lang, M., & Lundholm, R. (1993). Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures. *Journal of Accounting Research*, 31(2), 246-271.
- Matten, D., & Moon, J. (2008). “Implicit” and “explicit” CSR: A conceptual framework for a comparative understanding of corporate social responsibility. *Academy of Management Review*, 33(2), 404-424.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403-441.
- Rappaport, A. (2005). Shareholder scoreboard: The best and worst performers of the WSJ 1000. *Wall Street Journal*, R8.
- Salazar, J., Husted, B. W., & Biehl, M. (2012). Thoughts on the evaluation of corporate social performance through projects. *Journal of Business Ethics*, 105(2), 175-186.
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571-610.
- Silva-Gao, L. (2012). The Disclosure of Environmental Capital Expenditures: Evidence from the Electric Utility Sector in the USA. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19(4), 240-252.
- Sutantoputra, A. W.; Lindorff, M.; Johnson, E. P. (2012). The relationship between environmental performance and environmental disclosure. *Australasian Journal of Environmental Management*, 19(1), 51-65.
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194.
- Vurro, C., & Perrini, F. (2011). Making the most of corporate social responsibility reporting: disclosure structure and its impact on performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 11(4), 459-474.

Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319.