

ESG E PERFORMANCE ANTES E DURANTE A COVID-19

Beatriz Souza Silva dos Santos Carvalho

Mestre em Controladoria e Finanças pela Faculdade Fipecafi
Rua Maestro Cardim, 1170
São Paulo, 01323-001, Brasil

Marta Cristina Pelucio Grecco

Professora do Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças da Faculdade Fipecafi
Rua Maestro Cardim, 1170
São Paulo, 01323-001, Brasil

Cecília Moraes Santostaso Geron

Professora do Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças Empresariais da
Universidade Presbiteriana Mackenzie
Rua São Bento, 545 – 5SL
São Paulo, 01011-904, Brasil

Fabiana Lopes da Silva

Professora do Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças da Faculdade Fipecafi
Rua Maestro Cardim, 1170
São Paulo, 01323-001, Brasil

Área temática: h) Responsabilidade Social Corporativa.

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

Research Workshop 1: «EU sustainability disclosure regime for financial and non-financial companies»

ESG e performance antes e durante a Covid-19

RESUMO

Com objetivo de compreender como as empresas com indicadores de ESG se desempenham perante as outras, em especial em tempo da crise da COVID-19, analisou-se 621 empresas no período de 2015 a 2020 via dados em painel. O EBITDA das empresas classificadas no ESG da MSCI foi inferior do que das demais durante a COVID-19, enquanto aquelas classificadas pelo ISE da B3 tiveram melhor EBITDA antes e durante a crise COVID-19. Este artigo contribui com a teoria dos *stakeholders* e com a prática demonstrando o quanto ainda precisa ser desenvolvido sobre diferenciação de entidades por indicadores de ESG.

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

1. INTRODUÇÃO

Environmental, Social and Governance (ESG) é uma expressão utilizada para designar os componentes ambientais, sociais e de governança associados à sustentabilidade, à informação não financeira e à Responsabilidade Social Empresarial (RSE). Brundtland (1985) complementa que a RSE deriva do conceito de desenvolvimento sustentável e que este consiste em satisfazer as necessidades das gerações presentes sem comprometer as futuras, isto é, a RSE evoluirá conforme as futuras necessidades sociais.

A entidade que almeja o sucesso ao longo prazo carece adotar estratégias que considerem os *stakeholders*, como indica a Teoria dos *stakeholders*, Freeman e Reed (1983) que eles possuem a capacidade de alavancar ou derrubar uma firma.

Estudos têm exercido esforços para associar RSE com o desempenho da empresa no intuito de evidenciar que a entidade por suas ações responsáveis atenderá tanto aos interesses dos *shareholders* quanto aos demais *stakeholders*: Como definido por Moskowitz (1972) a RSE faz com que uma instituição consiga ter melhor desempenho econômico-financeiro, tornando-se mais atrativa. Segundo a literatura, a Teoria dos *stakeholders* sugere que o gestor administre sua relação com todas as partes interessadas, sendo a responsabilidade social uma relação da empresa com a sociedade. Ashley (2005, p. 186) confirma que as empresas praticam a RSE para garantir crescimento econômico e sobreviver ao mercado.

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

Em dezembro de 2019 iniciou-se uma crise de saúde mundial pela propagação da doença provocada pelo novo coronavírus, denominada COVID-, que segundo o Instituto ETHOS causará um impacto econômico no curto e no longo prazo à comunidade empresarial (<https://www.ethos.org.br/cedoc/pacto-global-sugere-respostas-das-empresas-a-covid-19/>, recuperado em 16 de junho, 2020).

Nesse cenário, o objetivo dessa pesquisa é compreender como as empresas com

indicadores de ESG se desempenham perante as outras, em especial em tempo da crise da COVID-19.

Este estudo se justifica: através de dados empíricos sobre o desempenho de companhias que visam o lucro e praticam RSE estrategicamente; pela ascensão da responsabilidade social praticada pelas empresas que, via gestão de seus *stakeholders*, agregam valor; pelas análises encontradas em estudos acadêmicos (Friedman, 1970; Ashley, 2005; Aliglieri, 2011; Barakat, Boaventura & Polo, 2017); pela inovação por parte dos intermediadores (B3, GRI, MSCI, ETHOS, IBASE), pois, à medida que surgem questionamentos sobre as divulgações (Braga & Salotti, 2008; Consenza, 2003; Pelucio-Grecco, Milani, Segura, Sanchez, & Dominguez, 2013), é importante evidenciar tais pesquisas e relatar as novas visões e perspectivas.

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

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria dos Stakeholders e RSE

A Teoria dos *stakeholders* conceitua como os gestores devem trabalhar para atingir o sucesso com as partes interessadas, mediante a ideia de que qualquer empresa, para ser bem-sucedida, tem que criar valor aos *stakeholders* — que podem ser clientes, fornecedores, funcionários, consumidores, acionistas, investidores, bancos, a depender da atividade empresarial.

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

A origem de RSE é indefinida, mas os registros acadêmicos confirmam que se iniciou após a Segunda Guerra Mundial, na qual a falência de muitos países e a degradação ambiental propiciou práticas sociais (Carroll, 1979; Wartick & Cochran, 1985; Roman, 2004).

Carroll (1979) presume que a RSE se trata de ação econômica e independente, propondo um modelo que se preocupa com a visão que a sociedade tem para com as empresas, dado que a sociedade é um grupo de *stakeholders*. De acordo com o referido autor, a sociedade cria expectativas perante o comportamento empresarial sob quatro aspectos: econômicos, legais, éticos e discricionários.

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

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

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

A RSE segue em ascensão e acadêmicos continuam auxiliando as organizações na sua implementação estratégica. O foco estava na direção oposta: ao invés do gestor compensar os danos causados com RSE, deve, primeiramente, descobrir o benefício social, gerando valor e menos custos (Husted & Allen, 2007).

Por meio das demonstrações contábeis e dos relatos socioambientais, Hopkins (1997) propôs indicadores de modo a avaliar as companhias. Daher, Oliveira, Cals e Ponte (2007) testaram indicadores de Hopkins (1997) nas empresas de energia do nordeste brasileiro. Por meio das demonstrações contábeis e do balanço social das companhias, os autores conseguiram evidenciar ações de responsabilidade social, indicando a possibilidade de categorizar as companhias do estudo como socialmente responsáveis.

2.2. Environmental, Social and Governance(ESG)

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

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

2.3 Indicadores ESG

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

2.3.1. Indicadores B3

A Brasil, Bolsa e Balcão (B3) possui seis índices voltados à sustentabilidade que visam acompanhar o desempenho das companhias praticantes, que segundo ela, os índices são instrumentos atrativos e estimulantes. Alinhados com o objetivo desta pesquisa são os índices Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e Índice S&P/B3.

O ISE foi criado em 2005 e tem por objetivo apoiar os investidores, elencando as 40 organizações mais sustentáveis. De acordo com Machado, Macedo, Machado e Siqueira (2012), em 2010 os princípios do ISE tinham por base o *Triple Bottom Line*, mas em 2020 a B3 anuncia que as empresas elegíveis são aquelas que absorvem as práticas ESG.

Pesquisas tentam relacionar o desempenho das empresas classificadas com o ISE. Silva (2019) analisou o retorno operacional das companhias classificadas por este índice e encontrou que quanto maior o investimento em RSE, maior será o retorno operacional, inclusive em ativos financeiros. Machado et al. (2012) encontraram relação positiva entre os investimentos socioambientais com o ingresso das companhias no ISE.

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

Em outubro de 2020, a primeira carteira do S&P/B3 foi composta por 94 empresas de diversos setores. São elegíveis companhias que possuam uma boa avaliação de RSE. O

acesso ao portfólio é restrito aos investidores, mas a B3 divulgou, em janeiro de 2021, as dez maiores empresas. De posse desse material, foi possível analisar o desempenho econômico-financeiro destas e de seus respectivos concorrentes.

2.3.2. MSCI – Morgan Stanley Capital International

A *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) aperfeiçoou o índice ESG *rating* ao cenário global de 2007, que foi intencionado pela consultoria KLD Research sob o título de *KLD Social Index*.

Com amplo portfólio de produtos, em 2020 a MSCI ofertava entre outros serviços a *MSCI ESG Research*, que mantém um histórico de décadas e tem por intuito demonstrar aos investidores como as considerações ambientais, sociais e de governança reduzem o risco e recompensam a longo prazo. É utilizado por gestores de fundos, consultores e acadêmicos.

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

- a) CCC ou B, último e antepenúltimo respectivamente, formam o grupo vermelho. Recebem essa classificação as empresas que evidenciam atraso de RSE se comparadas com seu respectivo setor e demonstram falha no gerenciamento de riscos;
- b) BB, BBB ou A são do grupo amarelo. Representam empresas com um histórico misto, sem ações excepcionais a respeito da RSE, porém, se destacam do seu setor;
- c) AA ou AAA representam os líderes do grupo verde. Este é composto por entidades com alto gerenciamento de riscos, gestão de oportunidades sociais e comportamento corporativo.

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

2.4 Crises e seus efeitos econômicos e sociais

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

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

Lins, Servaes e Tamayo (2017) encontraram evidências de que o capital social da empresa, construído através de atividades de RSE, compensa durante um período de crise, em especial o período de recessão de 2008 e 2009. Verificaram, simultaneamente, que empresas com alta classificação de RSE, com base no ESG da MSCI, superaram, em pelo menos quatro pontos percentuais, as empresas com baixa pontuação. Ademais, os autores

constatarem que as empresas que praticam RSE geraram retornos durante a crise e se beneficiaram com maior lucratividade, melhores margens, mais produtividade e crescimento de vendas que as demais empresas.

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

Em dezembro de 2019, uma crise de saúde denominada COVID-19 (do inglês *Coronavirus Disease* 2019) surgiu na província de Wuhan, na China, e contaminou o mundo.

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

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

2.5 Medidas de Desempenho e Delineamento das Hipóteses

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

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

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

O indicador ROA (retorno sobre os ativos, em inglês, *return on assets*) mensura a eficiência operacional da empresa, demonstrando a capacidade de gerar lucro a partir de seus ativos. É calculado pela divisão entre o lucro líquido (LL) e o total de ativos (AT). Segundo Martins et al. (2018, p. 132), é o cálculo do lucro sobre o Patrimônio líquido inicial para não poluir com as movimentações de distribuição de dividendos, no entanto, os autores alertam que o patrimônio líquido tende a estar defasado em termos de moeda. Portanto para o acionista atual não seria o melhor indicador. Outro ponto consiste que o investidor necessita enxergar o retorno sobre o investimento que não, necessariamente, é o mesmo montante inicial do patrimônio líquido (Martins et al., 2018 p. 207).

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

No entanto, Damodaran (2007) ressalta que para uma medida mais clara do

verdadeiro retorno do ativo, seria aconselhável, considerar a rentabilidade antes dos efeitos tributários e de financiamento, mensurado pela divisão entre EBITDA e o LL.

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

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

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

a) em H1a: o ROA das empresas classificadas pelo ESG da MSCI é melhor que das demais empresas antes e durante a crise da Covid-19.

b) em H1b: o ROA das empresas classificadas pelo ISE é melhor que das demais empresas antes e durante a crise da Covid-19.

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

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

a) em H2a: o ROE das empresas classificadas pelo ESG da MSCI é melhor que das demais, antes e durante a crise da Covid-19.

b) em H2b: o ROE das empresas classificadas pelo ISE é melhor que das demais, antes e durante a crise da Covid-19.

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

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

a) em H3a: o EBITDA/AT das empresas classificadas pelo ESG da MSCI é melhor que das demais, antes e durante a crise da Covid-19.

b) em H3b: o EBITDA/AT das empresas classificadas pelo ISE é melhor que das demais, antes e durante a crise da Covid-19.

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

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para atingir o objetivo desse artigo, foi efetuada uma pesquisa descritiva com abordagem quantitativa. As informações foram extraídas da Economática®, com relação às demonstrações financeiras e aos indicadores de rentabilidade, do site da consultoria MSCI, com relação à classificação ESG e do site da B3, com relação à classificação dos indicadores da B3.

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

Para análise do ESG da MSCI e do ISE da B3, foi utilizada uma amostra de 621 empresas, sendo que 311 empresas foram classificadas pelo ESG da MSCI e 180 compõem o ISE da B3.

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

Foram utilizadas as variáveis de controle para setor e tamanho da empresa. Os setores, conforme classificação setorial, coletados do sítio da B3, são: Petróleo, Gás e Biocombustíveis (PGB); Materiais Básicos (MB); Bens Industriais (BI); Consumo Não Cíclico (CNC); Consumo Cíclico (CC); Saúde (SAU); Tecnologia da Informação (TI); Comunicações

(COM); Utilidade Pública (UP); Financeiro (FIN). Para o tamanho da empresa, foi utilizado o logaritmo natural (Ln) do AT.

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

Dessa forma, para testar a **H1a** e analisar o efeito da RSE, medido pelo ESG da MSCI, no ROA foi utilizado o modelo estatístico descrito na Equação 1.

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

(Equação 1)

Para testar a **H2a** e analisar o efeito da RSE, medido pelo ESG da MSCI, no ROE foi utilizado o modelo estatístico descrito na Equação 2.

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

(Equação 2)

Para testar a **H3a** e analisar o efeito da RSE, medido pelo ESG da MSCI, no EBTIDA/AT foi utilizado o modelo estatístico descrito na Equação 3.

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

(Equação 3)

Para testar a **H1b** e analisar o efeito da RSE, medido pelo ISE, no ROA foi utilizado o modelo estatístico descrito na Equação 4.

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

(Equação 4)

Para testar a **H2b** e analisar o efeito da RSE, medido pelo ISE, no ROE foi utilizado o modelo estatístico descrito na Equação 5.

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

(Equação 5)

Para testar a **H3b** e analisar o efeito da RSE, medido pelo ISE, no EBTIDA/AT foi utilizado o modelo estatístico descrito na Equação 6.

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

(Equação 6)

Para testar a **H1c** e analisar o efeito da RSE, medido pelo SPB, no ROA foi utilizado o modelo estatístico descrito na Equação 7.

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

(Equação 7)

Para testar a **H2c** e analisar o efeito da RSE, medido pelo SPB, no ROE foi utilizado o modelo estatístico descrito na Equação 7.

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

(Equação 8)

Para testar a **H3c** e analisar o efeito da RSE, medido pelo SPB, no EBTID/AT foi utilizado o modelo estatístico descrito na Equação 9.

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

(Equação 9)

Nas quais:

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

do ESG no ano t , sendo atribuído 1 para a existência de simultaneidade e 0 para os demais casos;

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

Para o tratamento dos dados, foi utilizado dados em painel e foram aplicados os testes de Hausman, de Breusch-Pagan e teste conjunto para identificação do modelo que melhor se ajustava à composição dos dados entre efeitos fixos, efeitos aleatórios ou dados empilhados (POOLS), dado nível de significância de 5%.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

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

4.1 Variável ESG

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

Tabela 1

Resultados com a variável ESG da MSCI

	Eq 1 (ROA)	Eq 2 (ROE)	Eq 3 (EBITDA/TA)
const	-0,91518	-5,60167	-3,35505***
PGB	0,438584	1,06271	0,630066***
BI	0,34831	1,31249	0,64079***
FIN	-1,31438	-3,58066	0,914281***
UP	0,302197	0,848479*	0,391845***
TI	0,566451	1,55001	0,677927***
SAU	0,350389*	1,01382*	0,415086***
CNC	0,231819	0,681606	0,380498**
CC	-1,17640	1,32941	0,533185***
COM	0,311592	0,655252	0,493185**
ESGVd	0,0551141	1,13544	-0,304355***
ESGAm	-0,0382792	1,16049	-0,204956***
ESGVe	0,0220615	0,240413	-0,179925***
Crise	-0,0391941	1,68733	-0,0106823
COVID	-0,0220047	2,03255	0,0197771
COVIDxESG	-0,00434825	-2,40929	-0,0758079**
CRISExESG	0,108048	-1,56613	0,059705
Tam	0,252788	0,604615	0,4647***

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

De acordo com os dados da equação 1 (Eq.1), não foram encontradas evidências de

que a RSE conduz a entidade à melhores resultados, medido pelo ROA, o que leva a rejeição da H1a, ao contrário de Silva (2019), que evidenciou uma relação positiva entre o investimento com ações sociais e os retornos sobre o patrimônio líquido (ROE) e sobre os ativos (ROA) nas empresas com o índice ISE da B3. O setor de saúde demonstrou significância de 10% no modelo e um coeficiente positivo. Com esse dado, pode-se inferir que o ROA dessas empresas foi superior aos demais setores do estudo.

De maneira semelhante à análise do ROA, na equação 2 (Eq.2), ao medir o desempenho pelo ROE, as variáveis de RSE não apresentaram significância estatística, o que leva à rejeição da H2a de que o ROE das empresas com níveis mais altos de RSE, medidos pelo ESG da MSCI, é melhor que das demais empresas. Ademais, as variáveis dos setores saúde e utilidade pública (SAU e UP), que demonstraram significância de 10% e um coeficiente positivo, demonstrando que o ROE dessas entidades é superior àquelas dos demais setores.

Conforme dados da Equação 3 (Eq. 3), observa-se que as variáveis *dummies* de classificação ESG da MSCI em todos os níveis (verde, amarelo e vermelho) foram significativas a 1% para explicar o EBITDA, mas com o coeficiente negativo. Isso indica que essas companhias não conseguiram um resultado melhor que as demais. O mesmo ocorrendo com a variável de interação COVIDxESG à um nível de significância de 5%, ou seja, de que os resultados das empresas com maior nível de RSE também é pior do que das demais durante a crise da Covid-19.

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

Com um nível de significância de 1% e coeficiente positivo, a variável TAM (Tamanho da empresa) indica que as grandes companhias têm rentabilidade superior às demais. Esse resultado vão ao encontro do estudo de Lins, Servaes e Tamayo (2017), ao verificar que grandes empresas apresentam desempenho econômico-financeiro melhor que às demais em período de crise.

4.2 Variável ISE

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

Tabela 2
Resultados com a variável ISE

	Eq 4 (ROA)	Eq 5 (ROE)	Eq 6 (EBITDA/TA)
const	-6,80119*	-0,69399	-3,29371***
PGB	1,22205	1,15937	0,609021***
BI	1,3872*	1,32857*	0,651225***
FIN	0,923739	-3,52138	0,891667***
UP	0,826801*	0,857529*	0,406331***
TI	1,36977*	1,59644*	0,678804***
SAU	1,12814*	1,00152*	0,441923***
CNC	0,768237	0,623492	0,373138**
CC	0,639052	1,34672	0,543224***
COM	1,50244	0,738459	0,517202**

Crise	-0,554163	1,6606	0,0033916
COVID	0,0121359	1,88073	0,0139811
Tam	0,961445*	0,625872	0,451011***
ISE	-1,08169*	0,756025	0,166170***
COVIDxISE	0,0769327	-2,07155	0,0921697**
CRISExISE	0,428776	-1,60277	0,0454102

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

* significativo ao nível de 10%, **significativo ao nível de 5% e ***significativo ao nível de 1%.

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

Todavia, a variável de tamanho (TAM) apresentou significância e indica que grandes companhias se sobressaem, bem como os setores de indústrias (BI), utilidade pública (UP), tecnologia (TI) e saúde (SAU).

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

No entanto, esse resultado leva à rejeição da H2b de que o ROE das empresas com níveis mais altos de RSE, medidos pelo ISE, é melhor que das demais empresas, confirmando os resultados de Costa (2018).

Conforme dados da Equação 6 (Eq. 6), nota-se que a variável ISE foi significativa ao nível de 1% para explicar o EBITDA. A variação de interação COVIDxISE, assim como no resultado medido pelo ESG da MSCI, demonstrou significância ao nível de 1%, bem como todos os setores, com exceção dos setores CNC e COM, que resultaram ao nível de 5%. Esse resultado confirma a H3b de que o desempenho medido pelo EBITDA das empresas classificadas pelo ISE é melhor que das demais companhias. O que confirma o estudo de Serra, Felsberg e Fávero (2017), de que o rendimento das empresas com ISE é superior se comparado com as outras empresas da B3.

4.3 Variável S&P/B3

Para analisar o índice S&P/B3 a variável CRISE foi excluída, pois esta *dummy* refere-se ao ano de 2015 e este indicador não existia. Os resultados das equações 7 (Eq. 7), 8 (Eq. 8) e 9 (Eq. 9) são ilustrados na Tabela 3.

Tabela 3

Resultados com a variável S&P/B3

	Eq 7 (ROA)	Eq 8 (ROE)	Eq 9 (EBITDA/TA)
const	-0,226743**	-0,898091	-0,183943*
PGB	0,108881	0,275164	0,024431
BI	0,0712751	0,288342	0,026925
FIN	-0,0636475	3,18705	-0,100198
UP	0,081945**	0,281678	0,058120**

TI	0,124434**	0,480195	0,043949
SAU	0,128217**	0,343624	0,094481**
CNC	0,082383*	0,110471	0,049180
CC	-0,098119	0,296243	-0,054376
COM	0,112882*	0,161512	0,041448
Crise	-0,563562	1,03509	0,034826
COVID	-0,016615	1,22775	0,013405
Tam	0,041940*	0,046598	0,034831**
SPB3	-0,068546	0,082705	*
			-0,041106

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

* significativo ao nível de 10%, **significativo ao nível de 5% e ***significativo ao nível de 1%.

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

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

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

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo verificou a influência da RSE no desempenho econômico-financeiro das empresas abertas brasileiras, antes e durante a COVID-19. De modo geral, há pouca relação entre o desempenho social e o econômico-financeiro nas empresas do estudo, o que não permite uma afirmação exata de que as companhias com ESG se desempenham melhor que as demais. Ressalta-se, os índices do estudo ESG, ISE e S&P são elaborados por agências de investimentos, MSCI, S&P e B3, que buscam explorar e evidenciar quais companhias apresentam menos risco de investimentos através de suas ações sustentáveis.

Não foram encontradas evidências de que as entidades classificadas no ESG da MSCI e no índice S&P/B3 apresentam melhores resultados que as demais. Ficou evidenciado, ao contrário do que se esperava, que durante a COVID-19, as entidades com classificação do ESG da MSCI apresentaram pior EBITDA que as demais entidades.

Por outro lado, foram encontradas evidências de que as entidades classificadas no ISE da B3 apresentaram melhor EBITDA que as demais durante a COVID-19, o que é uma importante informação para os investidores terem como base em suas análises.

Este artigo contribui com a teoria dos *stakeholders* demonstrando que muito ainda precisa ser desenvolvido no sentido de diferenciar ESG, uma vez que a depender do indicador que se utiliza, pode-se chegar em diferentes resultados.

REFERÊNCIAS

- Aguila, Y., & Viñuales, J. E. (2019). A Global Pact for the Environment: Conceptual foundations. *Review of European, Comparative & International Environmental Law*, 28(1), 3-12.
- Arrozio, M. M., Gonzales, A., e Silva, F. L. (2016). Alterações nos indicadores financeiros da companhia do setor de atacado e varejo decorrentes da nova contabilização mercantil operacional. ENIAC Projetos. Guarulhos .SP. 5.
- Ashley, P. A. (Coord.) (2005). Ética e responsabilidade social nos negócios. (pp. 5, 35, 186). São Paulo: Saraiva.
- Azar, A., & Zhou, H. (2017). Do Good and Do Well: An Empirical Study of the MSCI World.
- Barakat, S. R., Boaventura, J. M. G., & Polo, E. F. (2017). Alinhamento estratégico da responsabilidade social corporativa: um estudo de caso no setor bancário brasileiro. *READ. Revista Eletrônica de Administração (Porto Alegre)*, 23(1), 206-233.
- Braga, J. P., & Salotti, B. M. (2008). Relação entre nível de disclosure ambiental e características corporativas de empresas no Brasil. In Congresso USP de Controladoria e Contabilidade.
- Brundtland, G. H. (1985). World commission on environment and development. *Environmental policy and law*, 14(1), 26-30.
- Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of management review*, 4(4), 497-505.
- Cho, S. J., Chung, C. Y., & Young, J. (2019). Study on the Relationship between CSR and Financial Performance. *Sustainability*, 11(2), 343.
- Cosenza, J. P. (2003). A eficácia informativa da demonstração do valor adicionado. *Revista Contabilidade & Finanças*, 14(SPE), 07-29.
- Costa, M. R. S. M. (2018). Avaliação do desempenho de empresas de energia elétrica no Brasil sob a ótica de variáveis ambientais, sociais e de governança corporativa. (Dissertação de Mestrado). Universidade de São Paulo, SP, Brasil.
- Daher, M. W., Oliveira, M. C., de Oliveira Cals, B., & Ponte, V. M. R. (2007). Responsabilidade social corporativa segundo o modelo de Hopkins: um estudo nas empresas do setor energético do nordeste brasileiro. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 1(1), 30-46.
- Damodaran, A. (2007). *Finanças Corporativas: teoria e prática*. 2ª edição. Traduzido por Jorge Ritter. Bookman.
- Forni, J. J. (2007). Comunicação em tempos de crise. *Organicom*, 4(6), 198-211.
- Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*. DOI 10.1007/978-3-540-70818-6_14.
- Freeman, R.E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Freeman, R. E. (2010). Managing for stakeholders: Trade-offs or value creation. *Journal of business ethics*, 96(1), 7-9.
- Freeman, R. E., & Reed, D. L. (1983). Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. *California management review*, 25(3), 88-106.
- Giese, G., Lee, L. E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG investing: how ESG affects equity valuation, risk, and performance. *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), 69-83.
- Hopkins, M. (1997). Defining indicators to assess socially responsible enterprises. *Futures*, 29(7), 581-603.
- Husted, B. W., & Allen, D. B. (2007). Strategic corporate social responsibility and value creation among large firms: lessons from the Spanish experience. *Long range planning*, 40(6), 594-610.
- Jain, M., Sharma, G. D., & Srivastava, M. (2019). Can Sustainable Investment Yield Better Financial Returns: A Comparative Study of ESG Indices and MSCI Indices. *Risks*, 7(1), 15.
- Jamali, D., & Mirshak, R. (2007). Corporate social responsibility (CSR): Theory and practice in a developing country context. *Journal of business ethics*, 72(3), 243-262.
- Lima, P. G. G. (2017). Fama French Models Application to the analysis of FTSE4GOOD, MSCI

- ESG and STOXX ESG Indices: Do SRI Indices have biases?
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *The Journal of Finance*, 72(4), 1785-1824
- Machado, M. A. V., da Silva Macedo, M. Á., Machado, M. R., & de Siqueira, J. R. M. (2012). Análise da relação entre investimentos socioambientais e a inclusão de empresas no Índice de Sustentabilidade Empresarial-(ISE) da BM&FBovespa. *Revista de Ciências da Administração*, 14(32), 141-156.
- Martins, E., Miranda, G.J. & Diniz, J.A. (2018). Análise didática das demonstrações contábeis. São Paulo. Atlas, pp. 132, 207.
- Milani, M. A. F. F. (2008). Responsabilidade Social e Investimento Social Privado: Entre o Discurso e a Evidenciação. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 19(47), 89-101.
- Moskowitz, M. (1972). Choosing socially responsible stocks. *Business and Society Review*, 1(1), 71-75.
- Nakai, M., Yamaguchi, K., & Takeuchi, K. (2016). Can SRI funds better resist global financial crisis? Evidence from Japan. *International Review of Financial Analysis*, 48, 12-20.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization studies*, 24(3), 403-441.
- Orozco, Y. V. D., Acevedo, M. C., & Acevedo, J. A. R. (2013). Responsabilidad Social Empresarial: Teorías, índices, estándares y certificaciones. *Cuadernos de administración*, 29(50), 196-206.
- Pelucio-Grecco, M. C., Milani, M. A. F., Segura, L. C., Sanchez, I. M. G., & Dominguez, L. R. (2013). The voluntary disclosure of sustainable information: a comparative analysis of spanish and brazilian companies. *Revista de Contabilidade e Organizações*. 17, 45-55.
- Peria, M. L., Santos, D. F. L., & Montoro, S. B. (2020). A Responsabilidade Social Corporativa e o desempenho financeiro e econômico de empresas estabelecidas no Brasil. *Desafio Online*, 8(1).
- Roman, A. (2004). Responsabilidade social das empresas: um pouco de história e algumas reflexões. *Revista FAE Business*, Curitiba, (9), 36-38.
- Santos, G. D. S., dos Santos, A. A. P., & Sehnem, S. (2016). Como Mensurar a Sustentabilidade? Um estudo das principais técnicas e indicadores. *Organizações e Sustentabilidade*, 4(1), 3-48.
- Schwartz, M. S., & Carroll, A. B. (2003). Corporate social responsibility: A three-domain approach. *Business ethics quarterly*, 503-530.
- Silva, M. G. (2019). Relação entre os gastos com responsabilidade social corporativa e o retorno operacional de empresas do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) listadas na B3.
- Stefani, D., Arjonas, E.C.Q., Silva, F.L. & Pelucio-Grecco, M.C. (2019). Crises econômicas e a relevância da Informação Contábil. *Práticas em Contabilidade e Gestão*, 7(1), 1-17.
- Trevisan, F. A. (2002). Balanço social como instrumento de marketing. *RAE eletrônica*, 1(2), 1-12.
- De Villiers, C., & Van Staden, C. J. (2011). Where firms choose to disclose voluntary environmental information. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(6), 504-525.
- Wartick, S. L., & Cochran, P. L. (1985). The evolution of the corporate social performance model. *Academy of management review*, 10(4), 758-769.
- Wood, D. (1991). Corporate Social Performance Revisited. *The Academy of Management Review* 16(4), 691-717.