Área: Contabilidade | **Tema:** Contabilidade Ambiental e Relatórios Sociais

RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA E O DESEMPENHO DE MERCADO DE EMPRESAS BRASILEIRAS

CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY AND BRAZILIAN BUSINESS MARKET PERFORMANCE

Larissa Degenhart, Mikaéli Da Silva Giordani, Ismael Alan Halberstadt, Cristiano Sausen Soares e Vinícius Costa Da Silva Zonatto

RESUMO

Esta pesquisa teve por objetivo analisar a relação entre a Responsabilidade Social Corporativa e o desempenho de mercado de empresas brasileiras. Para tanto, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e com abordagem quantitativa dos dados, a partir da utilização da regressão de dados em painel. O período de análise abrangeu os anos de 2010 a 2018. A amostra do estudo compreendeu 41 empresas que divulgaram informações sobre Responsabilidade Social Corporativa (RSC) no Balanço Social (IBASE) ou no relatório GRI. Considerou-se nesta pesquisa a RSC interna, externa e ambiental e cinco medidas de desempenho de mercado. Os resultados do estudo revelaram que os investimentos em RSC externa e o fato das empresas estarem listadas no índice ISE aumentam o seu valor de mercado (Q de Tobin). Conclui-se que as informações de RSC das empresas brasileiras voltadas aos investimentos realizados para a sociedade na educação, saúde, cultura, esporte, lazer, entre outros, auxiliam para com o aumento do desempenho de mercado, mais precisamente o valor de mercado destas empresas. Denota-se que estas informações são percebidas pelos investidores como relevantes em seu processo de tomada de decisão, visto que as empresas que possuem ações de RSC apresentam reflexos positivos em seu valor, bem como, eficiência operacional e capacidade de gerar desempenho financeiro. Os resultados encontrados reforçam a importância das empresas investirem em RSC e divulgarem estas informações para a sociedade por meio de relatórios, o que pode melhorar o seu valor de mercado, além de beneficiar a sociedade com práticas que visam o bem-estar social.

Palavras-Chave: Responsabilidade Social Corporativa; Desempenho de mercado; Empresas brasileiras.

ABSTRACT

This research aimed to analyze the relationship between Corporate Social Responsibility and market performance of Brazilian companies. To this end, a descriptive, documentary and quantitative approach to the data was conducted using panel data regression. The analysis period covered the years 2010 to 2018. The study sample comprised 41 companies that disclosed information on Corporate Social Responsibility (CSR) in the Social Report (IBASE) or in the GRI report. This research considered internal, external and environmental CSR and five measures of market performance. The study results revealed that investments in external CSR and the fact that companies are listed on the ISE index increase their market value (Tobin's Q). It is concluded that the CSR information of Brazilian companies focused on investments made to society in education, health, culture, sports, leisure, among others, helps to increase market performance, more precisely the market value of these companies. It is noted that this information is perceived by investors as relevant in their decision-making process, since companies with CSR shares have positive reflections on their value, as well as operational efficiency and ability to generate financial performance. The findings reinforce the importance of companies investing in CSR and disseminating this information to society through reports, which can improve their market value, as well as benefit society with practices aimed at social welfare.

Keywords: Corporate Social Responsibility; Market Performance; Brazilian Companies.

RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA E O DESEMPENHO DE MERCADO DE EMPRESAS BRASILEIRAS

1 INTRODUÇÃO

Com a pressão cada vez maior para as empresas se tornarem sustentáveis na economia competitiva da contemporaneidade, estas estão cada vez mais preocupadas com a utilização consciente dos recursos (KWON; LEE, 2019). Nesse sentido, impulsionadas pelas forças governamentais e do mercado de capitais, as empresas fizeram progressos significativos na incorporação de práticas de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) nos últimos anos (HAN; ZHUANGXIONG; JIE, 2018).

As empresas podem passar a divulgar suas práticas de RSC por diversos motivos, como por exemplo, desenvolvimento de um melhor relacionamento com os clientes, funcionários, fornecedores, reputação por seus produtos e serviços de alta qualidade e até mesmo social e ambientalmente responsáveis (REZAEE; DOU; ZHANG, 2019), fatores estes, que podem refletir no desempenho de mercado dessas empresas.

Assim, a RSC pode ser vista como uma parte integrante da estratégia corporativa (CHOI; KWAK; CHOE, 2010), pois as empresas identificam a oportunidade de obter vantagens estratégicas e competitivas por meio do investimento de recursos em RSC (SOARES, et al., 2018), sendo esta vinculada à sustentabilidade de longo prazo das empresas (FREGUETE; NOSSA; FUNCHAL, 2015). Deste modo, a divulgação social pode ser definida como as informações que as empresas tornam públicas em seus relatórios anuais e de sustentabilidade, que se relaciona com o seu desempenho, padrões ou atividades voltadas a RSC, ou seja, benefícios sociais internos, externos e ambientais que as empresas incorporam em suas atividades (BROOKS; OIKONOMOU, 2018).

A teoria das partes interessadas, aborda que uma empresa socialmente responsável dedica atenção aos interesses de todas as partes interessadas (FREEMAN, 1984). Para tanto, a ligação entre a RSC e o desempenho de mercado das empresas pode ser estabelecido, visto que os investidores e as principais partes interessadas recompensam as empresas e respondem às preocupações das partes interessadas (LIN et al., 2019). Yoon e Chung (2018) argumentam que as partes interessadas estabelecem normas e avaliam o comportamento corporativo. Deste modo, os executivos e gestores das empresas devem passar a atender às expectativas das diversas partes, o que pode ocasionar o aumento do valor de mercado das empresas.

Nesse contexto, denota-se, que a questão do valor potencial da divulgação da RSC para os acionistas atraiu um interesse crescente pela academia, pois muitos estudos examinaram a utilidade da divulgação das práticas de RSC para os acionistas, analisando os impactos desta divulgação voluntária no valor de mercado das empresas (NEKHILI et al., 2017). Conforme Freguete, Nossa e Funchal (2015), os estudos sobre RSC têm sido, ao longo das últimas décadas um tema presente no meio acadêmico. Embora a divulgação da RSC transmita informações importantes para os participantes do mercado de capitais (acionistas, investidores, potenciais acionistas e analistas financeiros), esta divulgação e seus reflexos no mercado de capitais (desempenho de mercado), ainda são inconclusivas e questionáveis (CAHAN et al., 2016).

A RSC já foi analisada sob diversos aspectos na literatura contábil, como por exemplo, sua relação com o retorno anormal das ações (NOSSA et al., 2009; MAQBOOLN; ZAMEER, 2018), desempenho financeiro (MALLIN; FARAGA; OW-YONG, 2014; FREGUETE; NOSSA; FUNCHAL, 2015; ESTEBAN-SANCHEZ; CUESTA-GONZALEZ; PAREDES-GAZQUEZ, 2017; MAQBOOLN; ZAMEER, 2018), desempenho econômico (BYUS; DEIS; OUYANG, 2010), qualidade dos ganhos – gerenciamento de resultados (GAO; ZHANG, 2015; REZAEE; DOU; ZHANG, 2019). Contudo, denota-se que poucas pesquisas foram realizadas no Brasil com vistas a identificar se a RSC pode auxiliar na explicação do desempenho de

mercado das empresas. Esta lacuna de pesquisa localizada na literatura contribui para com o desenvolvimento de novos estudos na área contábil.

A maioria das pesquisas sobre RSC tem se concentrado nas economias desenvolvidas, como é o caso dos Estados Unidos e países Europeus, com menor custo de agência entre gestores e acionistas e, assim, houve a constatação de um efeito positivo da RSC sobre o desempenho econômico-financeiro e de mercado (KAO et al., 2018). Após a realização de uma revisão da literatura em contabilidade e finanças, sobre os efeitos das divulgações ambientais, sociais, de governança e desempenho sobre o valor da empresa, Brooks e Oikonomou (2018) constataram que a relação entre a RSC e o desempenho financeiro, bem como, de mercado das empresas não é clara, o que estimula o desenvolvimento desta pesquisa.

Apesar da constatação de que a sustentabilidade ambiental corporativa contribui para uma maior competitividade e melhor desempenho de uma empresa, ainda há uma falta de consenso sobre o impacto da RSC em relação a avaliação/valor da empresa (KWON; LEE, 2019). Nesse sentido, motivado pelos resultados inconclusivos, tem-se a seguinte questão de pesquisa: Qual a relação entre a Responsabilidade Social Corporativa e o desempenho de mercado de empresas brasileiras? Com vistas a responder a questão apresentada, este estudo objetiva analisar a relação entre a Responsabilidade Social Corporativa e o desempenho de mercado de empresas brasileiras. Esta investigação permite entender se existe de fato um benefício de longo prazo obtido pelas empresas por meio das práticas de RSC e sua divulgação para a sociedade.

Justifica-se o desenvolvimento desta pesquisa, visto que a percepção dos acionistas pode interferir na decisão de um gestor entre investir ou não em práticas voltadas a área social e ambiental, como é o caso da RSC (NOSSA et al., 2009). Além disso, a literatura aborda alguns benefícios de longo prazo proporcionados pelas práticas de RSC (FREGUETE; NOSSA; FUNCHAL, 2015), como por exemplo, melhor desempenho. A RSC desempenha um papel importante na obtenção de vantagem competitiva, melhorando assim, a reputação da empresa e aumentando o seu valor (DHALIWAL et al., 2012), argumento este, que fornece uma explicação para o envolvimento das empresas em atividades de RSC (HAN; ZHUANGXIONG; JIE, 2018), o que também justifica a realização deste estudo.

Huang e Watson (2015) desenvolveram uma revisão de 100 estudos relacionados a RSC publicados em 13 principais revistas de contabilidade e negócios e sugerem que os resultados desses estudos são mistos e muitas vezes inconclusivos quanto aos impactos da divulgação de RSC no desempenho financeiro e de mercado da empresa, qualidade dos ganhos e custo de capital. A confirmação de resultados inconclusivos na literatura contábil, também justifica o desenvolvimento da pesquisa no contexto proposto. Justifica-se a análise desta temática no Brasil, pois conforme Maqbooln e Zameer (2018), a responsabilidade social das empresas está assumindo fortes raízes em países em desenvolvimento, como é o caso do Brasil.

Este artigo se difere de outras pesquisas já realizadas sobre esta temática e contribui para a literatura contábil, pois grande parte da pesquisa anterior focaliza a associação entre o desempenho financeiro e econômico e a RSC, bem como, o desempenho de mercado medido pelo *Q* de *Tobin* e a RSC. Já a presente pesquisa busca averiguar outras variáveis de desempenho de mercado juntamente com o *Q* de *Tobin*, analisando-se especificamente o impacto da RSC nas diversas medidas de desempenho de mercado.

Esta pesquisa contribui para com a literatura de RSC, ao analisar os seus benefícios para com o desempenho de mercado das empresas brasileiras. Os resultados desta pesquisa também contribuem para com a decisão estratégica das empresas voltadas a RSC, pois empresas que visam aumentar o valor de mercado, podem investir mais em práticas de RSC, melhorando assim, os investimentos em benefícios sociais internos, externos e ambientais. Além disso, a contribuição da RSC para o desempenho de mercado das empresas, serve para dar suporte à decisão das empresas em investir mais na RSC. Por fim, destaca-se que os resultados obtidos

no Brasil podem fornecer alguma informação útil para os decisores políticos na promoção de atividades de RSC e ainda ser promovida esta discussão a outros mercados emergentes.

2 FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES

2.1 Responsabilidade Social Corporativa e Desempenho de Mercado

Muitos são os motivos para que a gestão seja orientada à RSC, dentre estes, destaca-se que para alguns administradores investir em fins sociais pode funcionar como parte da estratégia desenvolvida com vistas as empresas alcançarem vantagens competitivas e sustentabilidade do empreendimento (FREGUETE; NOSSA; FUNCHAL, 2015). Wang et al. (2014), argumentam que com a prática da RSC, a empresa poderá obter a otimização do uso de recursos naturais na sua linha de produção, ter menos ônus com causas trabalhistas, implementar inovações tecnológicas que aumentem a eficiência dos processos, com isso, consequentemente terá menos custos de produção e um aumento do seu valor de mercado.

Nesse sentido, a temática de RSC é objeto de estudos empíricos que tiveram por objetivo apresentar evidências quantitativas da relação entre a RSC e a performance financeira e de mercado das empresas. Contudo, a decisão de investir em um projeto social/ambiental fica a critério do gestor, sendo assim, o acionista não possui acesso a informação de que este projeto pode ser uma sinalização positiva ou não para a empresa frente o mercado acionário (NOSSA et al., 2009). Desde que o conceito de RSC foi incorporado na literatura contábil, definições e debates sobre seu efeito no valor da empresa (desempenho de mercado) têm sido objeto de relevantes pesquisas acadêmicas (LEE; SINGAL; KANG, 2013).

Contudo, do ponto de vista das partes interessadas (investidores, funcionários, clientes, fornecedores e a comunidade), a RSC pode influenciar a avaliação dos investidores e a decisão de investimento de capital no mercado de capitais (HAN; ZHUANGXIONG; JIE, 2018), o que pode impactar o desempenho de mercado dessas empresas. O desempenho de mercado pode ser analisado sob diversas variáveis. Destaca-se nesta pesquisa o indicador *Price Earning Ratio* (PER), *Price Book Value* (PBV), *Price Sales Ratio* (PSR), *Price Cash Dividends* (PCD) e o *Q* de *Tobin*. Conforme Assaf Neto (2012), os indicadores referentes ao desempenho de mercado visam avaliar o desempenho da empresa sobre suas ações.

Diversos estudos, ao longo dos últimos anos, objetivaram encontrar uma relação entre a RSC e o desempenho de mercado, mais precisamente medido pelo *Q* de *Tobin*. Entretanto, resultados conflitantes foram obtidos o que impede um consenso entre esta relação e o que estimula a realização deste estudo. Localizaram-se na literatura contábil estudos que encontraram uma relação positiva entre a RSC e o desempenho de mercado: Choi, Kwak e Choe (2010), Kang, Lee e Huh (2010), Kim e Kim (2014), Gao e Zhang (2015), Cahan et al. (2016), Nekhili et al. (2017), Wang e Sarkis (2017), Ioannou e Serafeim (2017), Han, Zhuangxiong e Jie (2018), Feng, Chen e Tseng (2018), Yoon e Chung (2018), Kim, Kim e Qian (2018), Bae et al. (2019), Suganthi (2019), Lin et al. (2019) e Kwon e Lee (2019), negativa: Lee, Singal e Kang (2013), Nekhili et al. (2017) e Han, Zhuangxiong e Jie (2018) e relação neutra (sem significância): Nossa et al. (2009), Borba (2005) e Rodriguez-Fernandez (2016).

No que tange a relação positiva entre a RSC e o desempenho de mercado, Nossa et al. (2009) abordam que a existência dessa relação, em uma perspectiva financeira, permite a mensuração do quão positivamente os acionistas veem o investimento de recursos em RSC. A visão de melhoria de valor da empresa (desempenho de mercado), sustenta que a RSC aumenta o bem-estar dos acionistas e melhora as relações entre as empresas (BAE et al., 2019), e estudos mostram que a RSC agrega valor ao desempenho de mercado (LIN et al., 2019).

Choi, Kwak e Choe (2010) e Kang, Lee e Huh (2010) encontraram uma relação positiva entre a RSC e o desempenho de mercado (Q de *Tobin*) e além disso, Kang, Lee e Huh (2010) evidenciaram uma relação positiva com o índice PER. Este resultado sugere que é importante para as empresas perceberem que os aspectos das RSC são relevantes para as partes interessadas

e que as iniciativas sociais e ambientais quando devidamente desenvolvidas, tendem a melhorar o desempenho de mercado (CHOI; KWAK; CHOE, 2010). Os resultados de Kim e Kim (2014) revelaram que a RSC aumenta o valor para os acionistas e o *Q* de *Tobin* (desempenho de mercado). Gao e Zhang (2015) constataram que as empresas que auferem investimentos em RSC, possuem maior retorno das ações e desempenho de mercado (*Q* de *Tobin*). Assim, os autores evidenciam que a RSC é desejável nas empresas, pois adiciona uma "dimensão de qualidade" útil para a avaliação das empresas.

Cahan et al. (2016) analisaram 21 países e dentre estes constava o Brasil. Os autores encontraram uma relação positiva entre a RSC e o valor da empresa medido pelo *Q* de *Tobin*. O estudo de Nekhili et al. (2017) também reconheceu que a evidenciação das práticas de RSC nos relatórios, apresenta efeitos positivos no mercado de capitais de empresas familiares. Os resultados de Wang e Sarkis (2017) sugerem que se as empresas implementam a governança da RSC com sucesso para gerar bons resultados de RSC, isso desempenha um papel importante e influencia positivamente o desempenho das empresas, medido pelo *Q* de *Tobin*.

Os achados de Ioannou e Serafeim (2017) indicam que os aumentos na divulgação de sustentabilidade impulsionados pela regulação estão associados a aumentos nas avaliações das empresas, conforme refletido no *Q* de *Tobin*. Tais evidências sugerem que os esforços para aumentar a transparência em relação ao impacto das empresas na sociedade são eficazes na melhoria da quantidade de divulgação nos relatórios e maior valor corporativo.

Han, Zhuangxiong e Jie (2018) analisaram a relação entre o desempenho de mercado (crescimento das vendas) e a RSC de empresas chinesas e constataram que a RSC aumenta o crescimento das vendas de empresas competitivas no mercado. Feng, Chen e Tseng (2018) exploraram se as atividades de RSC das empresas proporcionam valor agregado aos participantes do mercado de capitais. Os resultados indicaram que a RSC proporciona aumentos do valor agregado, logo, melhora o desempenho de mercado. Estes resultados são consistentes com a percepção da maximização de valor das partes interessadas e de que as atividades de RSC têm um efeito positivo sobre a riqueza dos acionistas. Isto ocorre porque os interesses dos acionistas e outras partes interessadas em empresas com alta RSC são mais alinhados do que em empresas com baixa RSC e são mais propensos a contribuir para com a rentabilidade e operação de longo prazo dessas empresas (FENG; CHEN; TSENG, 2018).

O estudo de Yoon e Chung (2018) revelou que os benefícios sociais externos da RSC, aumentam o valor de mercado de uma empresa. Kim, Kim e Qian (2018) descobriram que atividades socialmente responsáveis aumentam o desempenho da empresa (*Q* de *Tobin*). Bae et al. (2019) constataram que a RSC impacta positivamente no crescimento das vendas (desempenho de mercado). Os resultados da pesquisa de Suganthi (2019) também confirmaram que as atividades de RSC apresentam uma relação positiva com o desempenho de mercado.

Lin et al. (2019) examinaram se a RSC apresenta um efeito de sinalização as partes interessadas e resulta em benefícios financeiros para as empresas de Taiwan. Os autores constataram que alocar recursos à diversidade, direitos trabalhistas, remuneração variável, benefícios gerais, treinamento, saúde e segurança do trabalhador pode ser benéfico para a criação de valor de uma empresa. Por fim, Kwon e Lee (2019) evidenciaram que a RSC se relaciona positivamente com o valor de mercado (*Q* de *Tobin*) de indústrias de tecnologia.

Por outro lado, Lee, Singal e Kang (2013) encontraram resultados de que a RSC tem efeitos negativos sobre o valor de mercado de uma empresa. Os resultados de Nekhili et al. (2017) revelaram que o desempenho financeiro baseado no mercado, medido pelo *Q* de *Tobin*, está negativamente relacionado à divulgação de RSC para empresas não familiares. Os autores argumentam que as empresas familiares se beneficiam muito com a divulgação do compromisso com a RSC, pois podem ter uma relação mais direta com os acionistas do que empresas não-familiares (NEKHILI et al., 2017). Han, Zhuangxiong e Jie (2018) também encontraram uma relação negativa apenas em empresas chinesas que não são competitivas no mercado. Assim,

constataram que a RSC reduz significativamente o desempenho de mercado das empresas que atuam em setores não competitivos.

Além de uma relação positiva e negativa entre a RSC e o desempenho de mercado, também encontraram-se pesquisas que não confirmaram estatisticamente tal relação. No Brasil, Borba (2005) desenvolveu um estudo alcançando resultados que mostraram, que na maioria dos períodos analisados, houveram relações predominantemente nulas, entre os indicadores de desempenho financeiro, de mercado (*Q* de Tobin) ou contábeis e de desempenho social (RSC). Nossa et al. (2009) também investigaram a relação entre o retorno anormal e a performance social e ambiental (RSC) de empresas brasileiras. Os resultados revelaram que o indicador de responsabilidade social interno, externo e o indicador de responsabilidade ambiental não apresentam relação com o retorno anormal (desempenho de mercado) das empresas analisadas. A pesquisa de Rodriguez-Fernandez (2016) também não constatou uma relação estatisticamente significativa entre o desempenho de mercado (*Q* de *Tobin*) e a RSC de empresas de Madrid, Espanha.

Diante do contexto de estudos apresentados, Yoon e Chung (2018) abordam que os investidores no mercado de capitais interpretam o envolvimento interno e externo com atividades de RSC, como um sinal da qualidade da equipe de gestão, o que pode ocasionar às empresas um maior valor de mercado (Yoon e Chung, 2018). Assim, espera-se que os benefícios sociais internos, externos e ambientais voltados a RSC, estejam relacionados a um aumento no valor de mercado de empresas brasileiras. A partir do exposto, elaboraram-se as seguintes hipóteses:

H1: *Práticas de RSC internas afetam positivamente o desempenho de mercado de empresas brasileiras*. **H2**: *Práticas de RSC externas afetam positivamente o desempenho de mercado de empresas brasileiras*. **H3**: *Práticas de RSC ambientais afetam positivamente o desempenho de mercado de empresas brasileiras*.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa teve por objetivo analisar a relação entre a Responsabilidade Social Corporativa e o desempenho de mercado de empresas brasileiras, por meio de uma pesquisa descritiva, documental e com abordagem quantitativa dos dados.

A população do estudo compreendeu todas as empresas listadas na Brasil Bolsa, Balcão (B3). A amostra da pesquisa correspondeu a 41 empresas que divulgaram informações sobre os gastos com benefícios sociais internos, externos e ambientais no Balanço Social (IBASE) e no Relatório de Sustentabilidade elaborado conforme o relatório GRI. Destas empresas, 10 apresentaram-se listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) durante o período analisado. Esta amostra foi delimitada pelas empresas que apresentaram todas as informações em relação às variáveis e ao período analisado, que compreendeu os anos de 2010 a 2018. As empresas financeiras, companhias de seguro e aquelas consideradas *outliers* foram excluídas da amostra, pois podem apresentar valores discrepantes em relação ao desempenho de mercado.

Optou-se por analisar empresas que divulgaram no período analisado o Balanço Social conforme o Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (IBASE) e *Global Reporting Initiative* (GRI) e empresas listadas no índice ISE, com vistas a comparar os resultados de empresas que divulgam relatórios e empresas que estão listadas nesse índice da B3. A seleção da amostra possibilitou analisar a influência da RSC no desempenho de mercado entre empresas que divulgam a RSC nos relatórios de sustentabilidade e empresas listadas no índice ISE.

A coleta dos dados referentes o desempenho de mercado (PER, PBV, PSR, PCD e *Q* de *Tobin*) e variáveis de controle (Tamanho da empresa e Alavancagem financeira) foi realizada na base de dados *Thomson Reuters*®. Já as informações sobre a RSC das empresas (Indicadores Sociais Internos (ISI), Indicadores Sociais Externos (ISE) e Indicadores Ambientais (IA)) foram coletadas dos Balanços Sociais (IBASE) das empresas e dos Relatórios de

Sustentabilidade elaborados conforme o *Global Reporting Initiative* (GRI). As variáveis de RSC foram compostas por Indicadores Sociais Internos, Externos e Ambientais e divididas pelo ativo total das empresas. No Quadro 1 apresentam-se as variáveis utilizadas no estudo.

Quadro 1 - Variáveis utilizadas no estudo

Descrição	*Proxy*	Autor (ano)
Variáveis dependentes		
Price Earning Ratio (PER)	$\frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Lucro por Ação}}$	Kang, Lee e Huh (2010); Suganthi (2019).
Price Book Value (PBV)	$\frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Valor Contábil por Ação}}$	Suganthi (2019).
Price Sales Ratio (PSR)	$\frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Receita Líquida por Ação}}$	Choi, Kwak e Choe (2010); Han, Zhuangxiong e Jie (2018); Bae et al. (2019); Suganthi (2019).
Price Cash Dividends (PCD)	$\frac{\text{Dividendo por Ação}}{\text{Valor de Mercado}}$	Suganthi (2019).
Q de *Tobin*	$\frac{\text{VMAO} + \text{VMAP} + \text{VCD}}{\text{Ativo Total}}$	Borba (2005); Kang, Lee e Huh (2010); Choi, Kwak e Choe (2010); Lee, Singal e Kang (2013); Kim e Kim (2014); Gao e Zhang (2015); Rodriguez-Fernandez (2016); Cahan et al. (2016); Wang e Sarkis (2017); Nekhili et al. (2017); Ioannou e Serafeim (2017); Kao et al. (2018); Yoon e Chung (2018); Kim, Kim e Qian (2018); Hasan et al. (2018); Lin et al. (2019); Kwon e Lee (2019).
Variáveis Independentes		
Responsabilidade Social Corporativa (RSC)	Indicadores Sociais Internos (ISI)	Nossa et al. (2009); Kang, Lee e Huh (2010); Choi, Kwak e Choe (2010); Lee, Singal e Kang (2013); Kim e Kim (2014); Gao e Zhang (2015); Cahan et al. (2016); Rodriguez-Fernandez (2016); Wang e Sarkis (2017); Nekhili et al. (2017); Ioannou e Serafeim (2017); Kao et al. (2018); Han, Zhuangxiong e Jie (2018); Yoon e Chung (2018); Kim, Kim e Qian (2018); Hasan et al. (2018); Lin et al. (2019); Kwon e Lee (2019).
	Indicadores Sociais Externos (ISE)	
	Indicadores Ambientais	
Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)	Variável *dummy*, assumindo 1 para empresas listadas no ISE e 0 caso contrário.	Elaboração própria de variável para testes adicionais.
Variáveis de Controle		
Tamanho da Empresa (TAM)	Ln do valor contábil dos ativos totais da empresa	Borba (2005); Nossa et al. (2009); Choi, Kwak e Choe (2010); Lee, Singal e Kang (2013); Gao e Zhang (2015); Rodriguez-Fernandez (2016); Cahan et al. (2016); Nekhili et al. (2017); Yoon e Chung (2018); Kim, Kim e Qian (2018); Hasan, Hasan et al. (2018); Kwon e Lee (2019).
Alavancagem Financeira (ALA)	Retorno sobre o $\frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Retorno sobre o Ativo}}$	Lee, Singal e Kang (2013); Gao e Zhang (2015); Cahan et al. (2016); Nekhili et al. (2017); Yoon e Chung (2018); Kim, Kim e Qian (2018); Hasan et al. (2018).

Legenda: VMAO: Valor de mercado das ações ordinárias; VMAP: Valor de mercado das ações preferenciais; VCD: Valor contábil da dívida.
Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com o Quadro 1, foram formuladas cinco equações para as regressões de dados em painel. A primeira analisou a influência dos Indicadores Sociais Internos, Externos e Ambientais, Tamanho da empresa e Alavancagem financeira no *Price Earning Ratio* (PER). A segunda equação, a influência destas variáveis no *Price Book Value* (PBV). A terceira buscou evidenciar a relação com o indicador de desempenho de mercado *Price Sales Ratio* (PSR). A quarta equação buscou relacionar as variáveis independentes e de controle com o indicador *Price Cash Dividends* (PCD) e por fim, na quinta equação com o desempenho de mercado medido pelo *Q* de *Tobin*. Destaca-se que foi desenvolvida uma análise complementar (Tabela

4), adicionando uma variável *dummy* no modelo, ou seja, empresas listadas e não listadas no índice ISE, mas que divulgam seus investimentos em RSC, com vistas a identificar o impacto de a empresa estar listada nesse importante índice sobre o desempenho de mercado. Na sequência apresentam-se as equações:

$$PER = \beta_0 + \beta_1 IndSInterno + \beta_2 IndSExterno + \beta_3 IndSAmbiental + \beta_4 \text{TAM} + \beta_5 \text{ALA} + \varepsilon \quad (1)$$

$$PBV = \beta_0 + \beta_1 IndSInterno + \beta_2 IndSExterno + \beta_3 IndSAmbiental + \beta_4 \text{TAM} + \beta_5 \text{ALA} + \varepsilon \quad (2)$$

$$PSR = \beta_0 + \beta_1 IndSInterno + \beta_2 IndSExterno + \beta_3 IndSAmbiental + \beta_4 \text{TAM} + \beta_5 \text{ALA} + \varepsilon \quad (3)$$

$$PCD = \beta_0 + \beta_1 IndSInterno + \beta_2 IndSExterno + \beta_3 IndSAmbiental + \beta_4 \text{TAM} + \beta_5 \text{ALA} + \varepsilon \quad (4)$$

$$Q\ de\ Tobin = \beta_0 + \beta_1 IndSInterno + \beta_2 IndSExterno + \beta_3 IndSAmbiental + \beta_4 \text{TAM} + \beta_5 \text{ALA} + \varepsilon \quad (5)$$

Para melhor entendimento das variáveis utilizadas na pesquisa, na sequência, apresenta-se um detalhamento. As variáveis de RSC compreendem os Indicadores Sociais Internos, Externos e Ambientais. Os indicadores sociais internos referem-se a todos os gastos realizados pelas empresas com ações sociais dentro da organização, como por exemplo, benefícios voltados a alimentação dos funcionários, encargos sociais, previdência privada, saúde, Segurança e medicina no trabalho, entre outros benefícios (IBASE, 2019). Os indicadores sociais externos dizem respeito ao total de recursos destinados para a sociedade, tais como, contribuições com a educação, saúde, cultura, esporte, lazer, entre outros (IBASE, 2019). Já os indicadores ambientais são todos os recursos gastos pelas empresas com o meio ambiente, incluindo os investimentos relacionados com a produção/operação da empresa, programas e/ou projetos externos, bem como, estabelecimento de metas anuais para minimizar resíduos, o consumo em geral na produção/operação e aumentar a eficácia na utilização de recursos naturais (IBASE, 2019).

Já em relação ao desempenho de mercado, o indicador PER demonstra quanto os investidores estão dispostos a pagar por unidade monetária de lucros reportados pelas empresas (ROSS et al., 2015). O preço de mercado por ação ordinária da empresa, dividido por seu valor contábil corresponde ao indicador de desempenho de mercado PBV. A análise deste índice permite um investimento "mais seguro" nas empresas, pois o valor contábil é a base do preço praticado no mercado (BODIE; KANE; MARCUS, 2015). A relação entre o valor de mercado e a receita líquida é denominada de PSR, que se refere a um múltiplo de receita que visa medir o valor do patrimônio relativo às receitas que gera (DAMODARAN, 2007). O indicador PCD relaciona os dividendos distribuídos com o valor da ação, ou seja, representa a proporção dos lucros que são destinados aos acionistas. Assim, empresas com altos índices de PCD possuem uma boa perspectiva de distribuição de dividendos (ASSAF NETO, 2012). Por fim, o indicador *Q* de *Tobin* visa medir como o mercado valoriza a eficiência operacional de uma empresa e a capacidade de gerar bom desempenho financeiro (TOBIN, 1969).

Foram incluídas duas variáveis de controle no modelo, tamanho da empresa e alavancagem financeira, pois são variáveis relevantes para a explicação do desempenho de mercado de uma empresa (YOON; CHUNG, 2018). Conforme os autores, as grandes empresas tendem a possuir um desempenho de mercado melhor, pois podem obter melhores eficiências em suas operações, tais como, custos mais baixos e maior poder aquisitivo. Além disso, para controlar a estrutura de capital da empresa sobre o desempenho de mercado, incluiu-se a alavancagem financeira. Uma empresa com alta alavancagem financeira pode utilizar-se de benefícios fiscais, resultando em um aumento do seu desempenho de mercado (*Q* de *Tobin*) (YOON; CHUNG, 2018). Para a análise dos dados, realizou-se o teste de normalidade, a correlação de *spearman* e a regressão de dados em painel (*softwares* SPSS® e STATA®).

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Correlação entre as variáveis

Antes de analisar a relação entre a RSC e o desempenho de mercado de empresas brasileiras, por meio da regressão de dados em painel, realizou-se o teste de normalidade e, posteriormente, a correlação de *spearman*, conforme apresentado nas Tabelas 1 e 2.

Tabela 1 – Teste de Normalidade

Variáveis	*Kolmogorov-Smirnov*			*Shapiro-Wilk*		
	Estatística	df	Sig.	Estatística	df	Sig.
PER	0,486	369	0,000	0,078	369	0,000
PBV	0,515	369	0,000	0,101	369	0,000
PSR	0,492	369	0,000	0,116	369	0,000
PCD	0,390	369	0,000	0,169	369	0,000
Q de *Tobin*	0,123	369	0,000	0,866	369	0,000
RSC (ISI)	0,508	369	0,000	0,146	369	0,000
RSC (ISE)	0,438	369	0,000	0,172	369	0,000
RSC (IA)	0,395	369	0,000	0,281	369	0,000
TAM	0,092	369	0,000	0,948	369	0,000
ALA	0,270	369	0,000	0,393	369	0,000

Fonte: Dados da pesquisa.

Os dados apresentados na Tabela 1 revelam que os dados não possuem uma distribuição normal, visto que os testes de *Kolmogorov-Smirnov* e *Shapiro-Wilk* apresentaram-se significativos ao nível de 1%. Deste modo, para se analisar a associação entre as variáveis, com vistas a identificar possíveis problemas de multicolinearidade, deve-se efetuar a correlação de *spearman* nos dados (FÁVERO et al., 2009). Na Tabela 2 apresentam-se os resultados da correlação de *spearman* entre as variáveis analisadas no modelo.

Tabela 2 – Correlação de *Spearman* entre as variáveis

Variável	PER	PBV	PSR	PCD	*QTobin*	ISI	ISE	IA	TAM	ALA
PER	1	0,404**	0,348**	-0,362**	0,138**	0,073	0,113*	0,043	0,091	0,028
PBV		1	0,499**	-0,253**	0,191**	0,036	0,024	-0,059	0,198**	0,263**
PSR			1	-0,150**	0,117*	-0,098	0,009	-0,172**	-,085	0,380**
PCD				1	-0,190**	-0,058	0,106*	-0,067	0,169**	0,187**
Q Tobin					1	-0,050	0,025*	-0,016	0,147**	0,022*
RSC (ISI)						1	0,040**	0,038**	0,145**	-0,071
RSC (ISE)							1	0,285**	-0,072	-1,143
RSC (IA)								1	0,167**	0,048
TAM									1	0,265**
ALA										1

**A correlação é significativa no nível de 1%. * A correlação é significativa no nível de 5%.
Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 2, verifica-se a existência de correlação entre as variáveis dependentes e as independentes. Os principais resultados demonstraram que o desempenho de mercado medido pelo índice PER, PCD e *Q* de *Tobin* se relacionam de forma positiva e significativa com os Investimentos Sociais Externos (ISE). Esse resultado, de certa forma, era esperado, pois empresas que divulgam nos seus relatórios de sustentabilidade investimentos em ações de RSC, consequentemente tendem a apresentar um maior desempenho de mercado.

No que tange à correlação entre as variáveis independentes, observa-se que as variáveis de investimentos sociais internos (ISI) e investimentos ambientais (IA) apresentaram correlação positiva e significativa com o tamanho da empresa, o que revela que empresas maiores buscam a divulgação de suas práticas voltadas a RSC. Contudo, nenhuma das correlações foi suficientemente forte para indicar problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes analisadas na pesquisa.

4.2 Análise da relação entre a RSC e o Desempenho de Mercado

O modelo de regressão de dados em painel utilizado para os cinco modelos analisados foi o modelo de efeitos fixos, uma vez que o teste de LM *Breusch-Pagan* e o teste de Hausman foram significativos ao nível de 5%. Na Tabela 3 apresentam-se os resultados da análise de regressão de dados em painel de todas as equações (1 a 5), considerando-se todas as empresas da amostra. Na sequência, adicionou-se nos modelos uma variável *dummy*, denominada ISE *dummy*, com vistas a identificar se o fato da empresa estar listada em um Índice de Sustentabilidade Empresarial e ainda divulgar informações sobre suas práticas de RSC, tende a impactar positivamente no seu desempenho de mercado.

Tabela 3 – Efeitos da RSC (Interna, Externa e Ambiental) sobre o desempenho de mercado

Variáveis	Efeitos Fixos PER (1)	Efeitos Fixos PBV (2)	Efeitos Fixos PSR (3)	Efeitos Fixos PCD (4)*	Efeitos Fixos *Q* de *Tobin* (5)*
	Coeficiente	Coeficiente	Coeficiente	Coeficiente	Coeficiente
RSC (ISI)	-276,89	-166,05	-149,24	-0,978	-189,45
RSC (ISE)	131,20	-187,51	-163,01	3,581	139,71**
RSC (IA)	243,50	141,03	-118,55	-132,79	791,19
TAM	-186,83	-24,75	-20,41	0,073*	2,37**
ALA	-3,637	-1,715	-1,229	0,048*	0,227**
R *Within*	0,2123	0,067	0,095	0,563	0,173
R *Between*	------	------	------	------	------
R *Overall*	------	------	------	------	------
R-*Squared*	------	------	------	------	------
Teste F	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*
Breusch-Pagan	Sig X^2 0,0002*	Sig X^2 0,0001	Sig X^2 0,0000*	Sig X^2 0,0012*	Sig X^2 0,0012*
Chow	Sig. F 0,0000*	Sig. F 0,0000*	Sig. F 0,0000*	Sig. F 0,0000*	Sig. F 0,0000*
Hausman	Sig. X^2 0,0000*	Sig. X^2 0,0020	Sig. X^2 0,0002*	Sig. X^2 0,0001*	Sig. X^2 0,0001*
N obs.	369	369	369	369	369

*Significância ao nível de 1%. ** Significância ao nível de 5%.
Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 3 revela o impacto principal dos investimentos das empresas brasileiras em RSC interna, externa e ambiental sobre o desempenho de mercado. Os coeficientes dos indicadores sociais internos (RSC – ISI) e indicadores ambientais (RSC – IA) não se mostraram relacionados com nenhuma das variáveis de desempenho de mercado, não apoiando assim, a hipótese de que as práticas de RSC internas e ambientais afetam positivamente o desempenho de mercado de empresas brasileiras (**H_1** e **H_2**).

Já os investimentos em RSC externa apresentaram-se relacionados significativamente e positivamente com o desempenho de mercado de empresas brasileiras medido pelo *Q* de *Tobin*. Estes resultados corroboram com os achados do estudo de Kang, Lee e Huh (2010) e Yoon e Chung (2018), pois analisaram a RSC também de forma individual, ou seja, os impactos da RSC interna, externa e ambiental sobre o valor de mercado das empresas. Além destas pesquisas, os estudos de Choi, Kwak e Choe (2010), Kim e Kim (2014), Gao e Zhang (2015), Cahan et al. (2016), Nekhili et al. (2017), Wang e Sarkis (2017), Ioannou e Serafeim (2017), Han, Zhuangxiong e Jie (2018), Feng, Chen e Tseng (2018), Kim, Kim e Qian (2018), Bae et al. (2019), Suganthi (2019), Lin et al. (2019) e Kwon e Lee (2019), também corroboram com os resultados da presente pesquisa, visto que encontraram uma relação positiva entre a RSC e o desempenho de mercado nos mais diversos contextos e países.

Tais resultados permitem aceitar a hipótese de que as práticas de RSC externas influenciam positivamente o desempenho de mercado das empresas da amostra (**H_3**). Estes resultados indicam que as empresas que possuem ações voltadas a sociedade, bem como, destinam recursos para melhorar a sociedade são recompensadas com o aumento do seu valor de mercado. Esta relação entre RSC (externa) e desempenho de mercado (*Q* de *Tobin*), indica

que o mercado de capitais identifica valor no engajamento das empresas em práticas de RSC (CHOI; KWAK; CHOE, 2010, JO; HARJOTO, 2011).

Os demais índices de desempenho de mercado (PER, PBV, PSR e PCD) não foram impactados pelos investimentos em RSC externa. A pesquisa de Kang, Lee e Huh (2010) constatou uma relação positiva entre RSC e o índice de desempenho de mercado PER em um contexto de hotéis, o que pode explicar a divergência dos resultados com o presente estudo.

Para tanto, nota-se que as práticas de RSC podem elevar o desempenho futuro de uma organização, visto que o *Q* de *Tobin* representa as percepções dos investidores sobre o futuro de uma empresa e o potencial econômico intangível (YOON; CHUNG, 2018). Além disso, representa o desempenho de mercado de uma empresa voltado para o futuro, refletindo as expectativas das partes interessadas em relação ao valor de uma empresa (KWON; LEE, 2019).

Em relação as variáveis de controle, o tamanho da empresa e a alavancagem financeira se relacionaram positivamente com o índice PCD e o *Q* de *Tobin*, o que revela que empresas maiores e com uma alavancagem financeira elevada apresentam melhor desempenho de mercado. Na sequência, apresentam-se os resultados com a inclusão de uma variável *dummy* ISE, com vistas a identificar se práticas de RSC e a empresa estar listada no índice ISE também melhoram o desempenho de mercado.

Tabela 4 – Efeitos da RSC (Interna, Externa e Ambiental) sobre o desempenho de mercado – Inclusão ISE

Variáveis	Efeitos Fixos PER (1)	Efeitos Fixos PBV (2)	Efeitos Fixos PSR (3)	Efeitos Fixos PCD (4)*	Efeitos Fixos *Q* de *Tobin* (5)
	Coeficiente	Coeficiente	Coeficiente	Coeficiente	Coeficiente
RSC (ISI)	-241,62	-286,03	-204,71	-1,299	-117,04
RSC (ISE)	124,23	-127,17	-62,89	-2,132	160,95**
RSC (IA)	156,21	-187,28	-64,53	-128,33	193,19
ISE *dummy*	57,97	-45,79	-24,46	-0,011	5,95*
TAM	-92,79	-20,57	-0,075	0,072	2,907*
ALA	-8,99	-1,77	-1,259	0,049	0,234*
R *Within*	0,132	0,091	0,113	0,572	0,251
R *Between*	------	------	------	------	------
R *Overall*	------	------	------	------	------
R-*Squared*	------	------	------	------	------
Teste F	0,0001*	0,0000*	0,0002*	0,0010*	0,0000*
Breusch-Pagan	Sig X^2 0,0004*	Sig X^2 0,0001	Sig X^2 0,0000*	Sig X^2 0,0012*	Sig X^2 0,0003*
Chow	Sig. F 0,0000*	Sig. F 0,0000*	Sig. F 0,0000*	Sig. F 0,0010*	Sig. F 0,0000*
Hausman	Sig. X^2 0,0000*	Sig. X^2 0,0002	Sig. X^2 0,0002*	Sig. X^2 0,0000*	Sig. X^2 0,0001*
N obs.	369	369	369	369	369

*Significância ao nível de 1%. ** Significância ao nível de 5%.
Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme os resultados apresentados na Tabela 4, denota-se que a análise adicional confirmou a premissa de que empresas que divulgam informações sobre investimentos em RSC e que estão listadas no índice ISE também estão relacionadas positivamente com o desempenho de mercado, no caso desta pesquisa medido pelo *Q* de *Tobin*. Além disso, denota-se que houve um aumento no poder de explicação do modelo (5), com a inclusão da variável ISE *dummy*, quando comparado ao modelo (5) da Tabela 3, o que revela que o fato das empresas estarem listadas no índice de sustentabilidade empresarial, consequentemente tende a melhorar o seu valor de mercado. Tais resultados sugerem que as empresas que divulgam informações sobre RSC em seus relatórios e que estão listadas no índice ISE, possuem melhor desempenho de mercado, quando comparado as empresas que apenas divulgam informações sobre RSC em seus relatórios de sustentabilidade e anuais.

Dentre as justificativas para os resultados encontrados na presente pesquisa, destaca-se Kao et al. (2019), pois os autores abordam que os investimentos em RSC apresentam efeitos

positivos no desempenho de mercado, pois as empresas possuem relações com diferentes partes interessadas (governo, concorrentes, consumidores, defensores do meio ambiente) e deste modo, um aumento de investimentos com RSC tende a melhorar as relações com as mais diversas partes interessadas, o que pode reduzir os custos de oportunidade e ainda, aumentar o valor de mercado das empresas (desempenho de mercado) e o seu desempenho financeiro.

Estes resultados também confirmam a afirmação de Feng, Chen e Tseng (2018), pois os autores abordam que a RSC apresenta um efeito positivo sobre a riqueza dos acionistas, visto que visa maximizar valor para as partes interessadas. Esta relação positiva ocorre, pois, os interesses de todas as partes interessadas em empresas que investem em RSC são mais alinhados em comparação a empresas que possuem baixa divulgação de suas práticas de RSC.

4.1 Discussão dos Resultados

Neste estudo, buscou-se explorar a relação complexa entre a RSC e o desempenho de mercado de empresas brasileiras. Os principais resultados revelaram que os investimentos em RSC externa influenciam positivamente o desempenho de mercado de empresas brasileiras medido pelo *Q* de *Tobin*. Além disso, a listagem no índice ISE também influencia positivamente o valor de mercado das empresas analisadas.

Deste modo, iniciativas diretas para com as partes interessadas internas (funcionários, gerentes, proprietários), bem como, iniciativas com a preservação ambiental não foram eficazes para aumentar o desempenho de mercado, mas sim iniciativas externas (contribuições com a educação, saúde, cultura, esporte, lazer, entre outros) explicaram o desempenho de mercado das empresas brasileiras analisadas. Nesse sentido, denota-se que as preocupações das empresas estão cada vez mais concentradas em questões de cunho social, enquanto visam maximizar o desempenho da empresa com vistas a satisfazer as partes interessadas e desenvolver ações socialmente responsáveis que tragam benefícios para a sociedade (RODRIGUEZ-FERNANDEZ, 2016). Assim, a RSC externa das empresas pode fornecer um sinal positivo para as avaliações de mercado efetuadas pelos investidores (YOON; CHUNG, 2018).

Estes resultados são consistentes com a teoria das partes interessadas, pois os esforços das empresas para comunicar suas práticas de RSC nos relatórios, representa oportunidades para atender à demanda de informações dos participantes do mercado (acionistas) (NEKHILI et al., 2017). A RSC também está cada vez mais em pauta nas empresas em função da sua capacidade de aumentar a competitividade, o que motiva os pesquisadores a investigar se a RSC influencia o desempenho dos negócios (MAQBOOLN; ZAMEER, 2018). Para tanto, as divulgações sobre RSC podem revelar novas oportunidades de mercado relacionadas a sustentabilidade ou até mesmo boas relações com os empregados e demais partes interessadas, o que consequentemente aumentará as expectativas de fluxos de caixa futuros e melhor desempenho de mercado (*Q* de *Tobin*) (CAHAN et al., 2016).

Os resultados também sugerem que os gestores utilizam o engajamento da empresa com práticas de RSC com vistas a resolver conflitos entre as partes interessadas e, assim, maximizar a riqueza dos acionistas, representando a RSC um efeito positivo no desempenho de mercado das empresas (JO; HARJOTO, 2011). Deste modo, a integração das estratégias de RSC com os principais negócios das empresas é fundamental para que ocorra o engajamento de todas as partes interessadas e a maximização do valor para os acionistas (HASAN et al., 2018).

Diante da importância apresentada das práticas de RSC, Rezaee, Dou e Zhang (2019), abordam que a RSC exige que as empresas realizem iniciativas para promover o bem social além de seus próprios interesses. Assim, a RSC deve ser uma área integrante dos processos das empresas com vistas a influenciar a tomada de decisões estratégicas e operacionais (KWON; LEE, 2019). Ressalta-se que a RSC recebeu considerável atenção na contemporaneidade de formuladores de políticas, reguladores, comunidade empresarial e de investidores, e espera-se que continue sendo o tema principal nas próximas décadas (REZAEE; DOU; ZHANG, 2019),

visto os seus impactos positivos no desempenho de mercado das empresas brasileiras analisadas, assim como, empresas de outros países, conforme abordado neste estudo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir do objetivo de analisar a relação entre a Responsabilidade Social Corporativa e o desempenho de mercado de empresas brasileiras, os resultados revelaram que apenas as práticas de RSC externas, voltadas a sociedade, apresentam impactos positivos no desempenho de mercado medido pelo *Q* de *Tobin*. Outro fator importante é a empresa estar listada no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), visto que esta variável também apresentou impactos positivos no *Q* de *Tobin*. Tais resultados revelam a importância das empresas divulgarem informações de natureza socioambiental em seus relatórios de sustentabilidade, visto os impactos positivos destas informações no valor de mercado.

Conclui-se que nos mercados emergentes, como pode ser considerado o Brasil, as práticas de RSC ao longo dos anos estão sendo incorporadas pelas empresas, contudo, uma maior divulgação destas práticas para a sociedade é necessária. Além disso, a divulgação destas práticas beneficia as empresas, pois impactam positivamente no valor de mercado destas, atraindo assim mais investidores, visando o crescimento da organização como um todo.

Estes resultados contribuem para a tomada de decisões estratégicas das empresas, visto que fornecem evidências de quais os investimentos em RSC (internos, externos e ambientais) apresentam maior impacto no desempenho de mercado de empresas brasileiras. No que tange a área de finanças corporativas, esta pesquisa contribui no sentido de revelar que há diferentes maneiras de se medir o desempenho de mercado e que a RSC impacta no desempenho de mercado das empresas, o que de certa forma adiciona a esta literatura a análise das práticas de RSC das empresas e seus impactos nas finanças empresariais. Esta pesquisa também contribui para com o debate acadêmico e profissional sobre a temática analisada, a partir do levantamento e interpretação dos impactos da RSC sobre o desempenho de mercado de empresas do Brasil.

No que tange as empresas, os resultados desta pesquisa revelaram implicações importantes para os gestores estratégicos, pois considerando o impacto da RSC e do índice ISE sobre o valor de mercado das empresas (*Q* de *Tobin*), estas devem passar a dar uma atenção especial as suas práticas de Responsabilidade Social Corporativa, bem como, adequar as suas condutas para que seja possível adentar no índice ISE. Nesse sentido, as práticas de RSC não devem ser abordadas nas empresas como uma atividade opcional, mas sim, deve ser integrada à estratégia da empresa, pois quando isso ocorre, estas tendem a atingir um melhor desempenho, tanto financeiro quanto de mercado (MAQBOOLN; ZAMEER, 2018).

Assim, esta pesquisa fornece *insights* para os administradores, com vistas a estes renovarem a filosofia dos negócios da empresa e voltar mais a atenção para questões de cunho socioambiental, visto os seus impactos positivos no desempenho de mercado das empresas brasileiras. Portanto, esta pesquisa fornece implicações práticas para os gerentes prestarem atenção à implementação de diferentes práticas de RSC, não focando apenas nas questões externas, mas também nas internas e ambientais, pois conjuntamente podem melhorar os resultados das empresas.

Os achados desta pesquisa também apresentam implicações para os formuladores de políticas e reguladores, visto que o desenvolvimento de legislações para que as organizações se comprometam mais com as questões internas, externas e ambientais, é a chave para o sucesso das empresas. Conforme Rezaee, Dou e Zhang (2019), os investidores veem o investimento em RSC como agregação de valor e melhoria da qualidade dos ganhos, contribuindo assim, para a tomada de decisões e sustentabilidade das empresas. Para tanto, a gerência deve desenvolver e manter programas que visam a RSC nas empresas.

Embora esta pesquisa tenha revelado a importância da divulgação das práticas de RSC externas para o aumento do desempenho do mercado, este estudo tem algumas limitações que

podem servir como oportunidades para estudos posteriores. Esta pesquisa foi desenvolvida com empresas brasileiras que continham todas as informações no período analisado sobre a temática pesquisada, assim, os resultados não podem ser generalizados para todas as empresas brasileiras. Para melhorar a validade externa do estudo, sugere-se a replicação desta pesquisa em diferentes setores de empresas, focando-se no *Q* de *Tobin* e outras variáveis, tais como, as financeiras.

Além disso, pode haver variáveis mediadoras ou variáveis moderadoras que não foram incluídas no estudo, mas que podem auxiliar na explicação da relação entre a RSC e o desempenho de mercado. Deste modo, sugere-se que outros aspectos também sejam analisados, como por exemplo, as condições econômicas do país (LEE et al., 2013). Apesar dessas limitações e recomendações para estudos futuros, acredita-se que este estudo auxiliou na explicação da complexa relação entre a RSC e o desempenho de mercado.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BAE, K. H.; EL GHOUL, S.; GUEDHAMI, O.; KWOK, C. C.; ZHENG, Y. Does corporate social responsibility reduce the costs of high leverage? Evidence from capital structure and product market interactions. **Journal of Banking & Finance**, v. 100, p. 135-150, 2019.

BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. J. **Investimentos**.10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2015.

BORBA, P. da R. T. **Relação entre desempenho social corporativo e desempenho financeiro de empresas no Brasil**. 2005. 127f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

BROOKS, C.; OIKONOMOU, I. The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance. **The British Accounting Review**, v. 50, n. 1, p. 1-15, 2018.

BYUS, K.; DEIS, D. R.; OUYANG, B. Doing well by doing good: corporate social responsibility and profitability. **Advanced Management Journal**, v. 75, n. 1, p. 44-55, 2010.

CAHAN, S. F.; DE VILLIERS, C.; JETER, D. C.; NAIKER, V.; VAN STADEN, C. J. Are CSR disclosures value relevant? Cross-country evidence. **European Accounting Review**, v. 25, n. 3, p. 579-611, 2016.

CHOI, J.-S.; KWAK, Y.-M.; CHOE, C. Corporate social responsibility and corporate financial performance: Evidence from Korea. **Australian Journal of Management**, v. 35, n. 3, p. 291-311, 2010.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DHALIWAL, D. S.; RADHAKRISHNAN, S.; TSANG, A.; YANG, Y. G. Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. **The Accounting Review**, v. 87, n. 3, p. 723-759, 2012.

ESTEBAN-SANCHEZ, P.; CUESTA-GONZALEZ, M. de La, PAREDES-GAZQUEZ, J. D. Corporate social performance and its relation with corporate financial performance: international evidence in the banking industry. **Journal of Cleaner Production**, v. 162, p. 1102-1110, 2017.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de Dados**: modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Elsevier, Campus, 2009.

FENG, Z.-Y.; CHEN, C. R.; TSENG, Y.-J. Do capital markets value corporate social responsibility? Evidence from seasoned equity offerings. **Journal of Banking & Finance**, v. 94, p. 54-74, 2018.

FREEMAN, R. E. **Strategic management**: A stakeholder approach. Cambridge university press, v. 1, 1984.

FREGUETE, L. M.; NOSSA, V.; FUNCHAL, B. Responsabilidade social corporativa e desempenho financeiro das empresas brasileiras na crise de 2008. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, n. 2, p. 232-248, 2015.

GAO, L.; ZHANG, J. H. Firms' earnings smoothing, corporate social responsibility, and valuation. **Journal of Corporate Finance**, v. 32, p. 108-127, 2015.

HAN, W.; ZHUANGXIONG, Y.; JIE, L. Corporate social responsibility, product market competition, and product market performance. **International Review of Economics & Finance**, v. 56, p. 75-91, 2018.

HUANG, X. B.; WATSON, L. Corporate social responsibility research in accounting. **Journal of Accounting Literature**, v. 34, p. 1-16, 2015.

IBASE – Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas. **Balanço Social**. Disponível em: <https://ibase.br/pt/balanco-social/>. Acesso em: 01 Ago. 2019.

IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. The consequences of mandatory corporate sustainability reporting. **Harvard Business School Research Working Paper**, n. 11-100, p. 1-15, 2017.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JO, H.; HARJOTO, M A. Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility. **Journal of Business Ethics**, v. 103, n. 3, p. 351-383, 2011.

KANG, K. H.; LEE, S.; HUH, C. Impacts of positive and negative corporate social responsibility activities on company performance in the hospitality industry. **International Journal of Hospitality Management**, v. 29, n. 1, p. 72-82, 2010.

KAO, E. H.; YEH, C. C.; WANG, L. H.; FUNG, H. G. The relationship between CSR and performance: Evidence in China. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 51, p. 155-170, 2018.

KIM, M. C.; KIM, Y. H. Corporate social responsibility and shareholder value of restaurant firms. **International Journal of Hospitality Management**, v. 40, p. 120-129, 2014.

KIM, K. H.; KIM, M.; QIAN, C. Effects of corporate social responsibility on corporate financial performance: a competitive-action perspective. **Journal of Management**, v. 44, n. 3, p. 1097-1118, 2018.

KWON, H.-B.; LEE, J. Exploring the differential impact of environmental sustainability, operational efficiency, and corporate reputation on market valuation in high-tech-oriented firms. **International Journal of Production Economics**, v. 211, p. 1-14, 2019.

LEE, S.; SINGAL, M.; KANG, K. H. The corporate social responsibility–financial performance link in the US restaurant industry: do economic conditions matter?. **International Journal of Hospitality Management**, v. 32, p. 2-10, 2013.

LIN, L.; HUNG, P. H.; CHOU, D. W.; LAI, C. W. Financial performance and corporate social responsibility: Empirical evidence from Taiwan. **Asia Pacific Management Review**, v. 24, n. 1, p. 61-71, 2019.

MALLIN, C.; FARAGA, H.; OW-YONG, K. Corporate social responsibility and financial performance in Islamic banks. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 103, p. 21-38, 2014.

MAQBOOL, S.; ZAMEER, M. N. Corporate social responsibility and financial performance: An empirical analysis of Indian banks. **Future Business Journal**, v. 4, n. 1, p. 84-93, 2018.

NOSSA, V.; CEZAR, J. F.; SILVA JUNIOR, A. da; BAPTISTA, É. C. S.; NOSSA, S. N. A relação entre o retorno anormal e a responsabilidade social e ambiental: um estudo empírico na bovespa no período de 1999 a 2006. **Brazilian Business Review**, v. 6, n. 2, p. 121-136, 2009.

NEKHILI, M.; NAGATI, H.; CHTIOUI, T.; REBOLLEDO, C. Corporate social responsibility disclosure and market value: Family versus nonfamily firms. **Journal of Business Research**, v. 77, p. 41-52, 2017.

REZAEE, Z.; DOU, H.; ZHANG, H. Corporate social responsibility and earnings quality: Evidence from China. **Global Finance Journal**, in press, 2019.

RODRIGUEZ-FERNANDEZ, M. Social responsibility and financial performance: The role of good corporate governance. **Business Research Quarterly**, v. 19, n. 2, p. 137-151, 2016.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F.; LAMB, R. **Administração Financeira:** Versão brasileira de Corporate Finance. 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2015.

SUGANTHI, L. Examining the relationship between corporate social responsibility, performance, employees' pro-environmental behavior at work with green practices as mediator. **Journal of Cleaner Production**, v. 232, n. 20, p. 739-750, 2019.

SOARES, R. A.; ABREU, M. C. S. de; MARINHO, P. de B. L. P.; REBOUÇAS, S. M. D. P. Determinantes Institucionais do Desempenho Social Corporativo: Comparação entre Empresas no Brasil e Canada. **Revista de Gestão Social e Ambiental**, v. 12, n. 3, p. 39-57, 2018.

TOBIN, J. A general equilibrium approach to monetary theory. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 1, n. 1, p. 15-29, 1969.

YOON, B.; CHUNG, Y. The effects of corporate social responsibility on firm performance: A stakeholder approach. **Journal of Hospitality and Tourism Management**, v. 37, p. 89-96, 2018.

WANG, W. K.; LU, W. M.; KWEH, Q. L.; LAI, H. W. Does corporate social responsibility influence the corporate performance of the U.S. telecommunications industry? **Telecommunications Policy**, v. 38, n. 7, p. 580-591, 2014.

WANG, Z.; SARKIS, J. Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance. **Journal of Cleaner Production**, v. 162, p. 1607-1616, 2017.