BBR
BRAZILIAN BUSINESS REVIEW

Desempenho Social e Desempenho Financeiro em Empresas Brasileiras: Análise da Influência do Disclosure

Anderson Felipe Aedo Pereira[1]
anderson.fpereira@b3.com.br | 0000-0002-9170-5246

Fabrício Stocker[1]
fabriciostocker@usp.br | 0000-0001-6340-9127

Keysa Manuela Cunha de Mascena[2]
keysamascena@unifor.br | 0000-0002-0844-500X

João Maurício Gama Boaventura[1]
jboaventura@usp.br | 0000-0003-3070-2153

RESUMO

A relação entre Desempenho Social Corporativo (CSP) e Desempenho Financeiro Corporativo (CFP) foi amplamente testada no contexto internacional, porém há nuances não explicadas plenamente como a possível influência do *disclosure* socioambiental e o estudo em contextos específicos, como o brasileiro. Buscando contribuir com evidências sobre a direção da relação e a presença de variáveis moderadoras, este estudo tem como objetivo analisar a relação CSP-CFP, investigando se o *disclosure* social é uma variável moderadora da relação. A amostra da pesquisa é composta por empresas que integram o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) no período de 2010 a 2013, e hipóteses foram testadas por modelos de regressão para dados em painel. Os resultados obtidos apontam que há relação positiva e significante entre CSP e CFP nas duas direções de causalidade, no entanto foi constatado que a divulgação de relatórios de sustentabilidade não intensifica ou altera a relação dessas variáveis de desempenho.

PALAVRAS-CHAVE

Desempenho Social; Desempenho Financeiro; Índice de Sustentabilidade Empresarial; Divulgação Social; GRI

[1]Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil

[2]Universidade de Fortaleza, Fortaleza, CE, Brasil

Recebido: 30/04/2019.
Revisado: 11/09/2019.
Aceito: 29/02/2020.
Publicado Online em: 27/07/2020.
DOI: http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2020.17.5.4

THIS ARTICLE IS DISTRIBUTED UNDER THE TERMS OF THE CREATIVE COMMONS ATTRIBUTION 4.0 INTERNATIONAL LICENSE

1. INTRODUÇÃO

O mote nos estudos de desempenho traz à tona a discussão sobre a relação entre o desempenho financeiro e o desempenho social corporativo, bem como a causalidade entre estes, tendo essa discussão uma maior ênfase nos últimos anos dada a aceleração das práticas de responsabilidade social corporativa e da importância da dimensão da sustentabilidade nas organizações. A relação entre o desempenho financeiro corporativo (CFP - *Corporate Financial Performance*) e o desempenho social corporativo (CSP - *Corporate Social Performance*) vem sendo analisada por diversos estudos, como os de Waddock e Graves (1997); Orlitzky, Schmidt e Rynes (2003); Chang, Oh e Messersmith (2013); Garcia, Sousa-Filho e Boaventura (2018); e Fiandrino, Devalle e Cantino (2019), porém algumas proposições suportadas em diferentes posicionamentos teóricos ainda carecem de estudos empíricos, pesquisa à qual se propõe neste trabalho.

A literatura que discute a relação entre CSP-CFP tem avançado no sentido de testar empiricamente a relação de causalidade, sendo que muitos estudos no contexto internacional testaram se a relação é positiva, negativa ou neutra. Embora muitos estudos tenham testado a relação direta entre CSP-CFP e constatado, em sua maioria, que essa relação é positiva, para entender esse fenômeno complexo e multidimensional é necessário avaliar, investigar diferentes contextos e variáveis relacionadas que podem fornecer subsídios para explicar essa relação. Em especial neste trabalho, ratifica-se a relação entre CSP e CFP e busca-se explorar nuances não explicadas plenamente, como a possível influência do *disclosure* socioambiental nessa relação no contexto das organizações brasileiras.

Dentro desse cenário, o que ainda não se sabe e esta pesquisa se propõe a responder é: qual a influência do *disclosure* socioambiental no desempenho corporativo? Em amostras de empresas em contextos sociais e econômicos em desenvolvimento, como o Brasil, podem ser encontrados resultados semelhantes ou diferentes dos demais estudos internacionais? Como a teoria de *stakeholders* pode ser utilizada para agregar e discutir essa relação de causalidade e desempenho das organizações?

Para responder às questões levantadas, este estudo tem o objetivo de analisar o efeito moderador do *disclosure* na relação CSP-CFP, considerando as duas direções da relação. O método do estudo é aplicado em uma amostra de empresas listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) que compõem o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) no período de 2010 a 2013. O índice serviu como base para coleta de dados e mensuração do CSP, enquanto o CFP foi obtido pelo valor de mercado das empresas coletado na base Economatica®. As análises foram obtidas por meio de testes de hipóteses em modelos de regressão para dados em painel e estimações por modelos fixos e aleatórios.

Os resultados da pesquisa apontam que há relação positiva e significante entre CSP e CFP nas duas direções de causalidade, ou seja, há evidências de que o desempenho social explica o desempenho financeiro bem como o desempenho financeiro explica o desempenho social. Quanto ao efeito moderador do *disclosure*, os dados empíricos evidenciam que não há moderação na amostra estudada. Portanto, ao analisar empresas listadas e participantes do ISE, ou seja, empresas consolidadas e maduras quanto à gestão socioambiental, é possível constatar que a divulgação de relatórios de sustentabilidade não intensifica ou altera a relação CSP-CFP nas duas direções de causalidade.

Este trabalho avança no conhecimento sobre o desempenho das organizações e apresenta duas principais contribuições. A primeira contribuição está endereçada à Teoria dos *Stakeholders*, a qual dá suporte às discussões sobre CSP, fornecendo evidências de que o desempenho social tem influência na performance financeira da organização, discussão essa que emerge sobre a gestão

voltada para *stakeholders* e demais tópicos endereçados à responsabilidade social corporativa, que estão inseridos no construto do desempenho social.

A segunda contribuição relaciona-se com evidências sobre a direção da causalidade e a presença de variáveis moderadoras na relação CSP-CFP. Essas evidências complementam os estudos anteriores que testam relações unilaterais e diretas e fornecem evidências sobre a relação CSP-CFP no contexto brasileiro, e a relevância desta pesquisa se dá na medida em que avança nas análises empíricas com potencial de aprofundar e buscar novas explicações para as relações de desempenho, e assim fornecer subsídios para o avanço teórico sobre o tema. Ao final do trabalho ainda são apresentadas algumas limitações do estudo, frente a amostra e metodologia empregada e também estudos futuros para avanço dos pressupostos endereçados neste trabalho.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E HIPÓTESES

O desempenho organizacional é multidimensional e pode ser avaliado por diferentes perspectivas. A dimensão mais consolidada para a análise do desempenho de uma organização é a econômico-financeira, que possui indicadores padronizados e comparáveis, no entanto outra dimensão de análise que vem ganhando importância nas últimas décadas é a de desempenho social corporativo. Avaliar o desempenho das empresas e entender o que leva uma organização a ter uma performance superior à das outras são propósitos dos estudos de estratégia e organizações, o que desperta o interesse não só dos pesquisadores do tema como também dos gestores e praticantes.

2.1. Desempenho Social Corporativo (CSP)

A CSP é um conceito que se diferencia da CSR. Considera-se que a CSR envolve práticas e políticas organizacionais que refletem responsabilidade nos negócios e proporcionam benefícios sociais (Matten & Moon, 2008). Por outro lado, CSP refere-se aos resultados das políticas e práticas das organizações (Clarkson, 1995). Em resumo, CSR lida com atividades e CSP lida com resultados (Salazar et al., 2012). Para Carroll (1979, p. 504), CSP "requer que 1) a responsabilidade social possa ser avaliada, 2) as questões sociais sejam identificadas, e 3) uma resposta filosófica seja escolhida". Observa-se que a literatura sobre a CSP remete ao CSR, como *input*, e à avaliação dos *stakeholders*, como *output*. Este estudo procura tratar CSP com um *input* e CFP como *output.*

Considerando que CSP busca avaliar resultados, é importante identificar formas de mensurá-la. Os estudos consideram principalmente bancos de dados ambientais, sociais e de governança (ESG), índices reputacionais, relatórios de sustentabilidade e questionários (Waddock & Graves, 1997; Boaventura et al., 2012; Xie et al., 2019) É importante que a mensuração da CSP avalie a efetividade e eficiência dos programas desenvolvidos pelas organizações e não apenas *inputs*, por exemplo, a quantidade de horas dedicadas ao trabalho voluntário (Salazar et al., 2012) ou apenas uma parte das práticas de CSR (Fiandrino, Devalle & Cantino, 2019).

Este estudo propõe mensurar a CSP utilizando dados secundários obtidos pela coleta de dados do GVCes para a composição da carteira ISE da B3. A adesão ao ISE sinaliza que as empresas participantes se preocupam em adotar práticas de responsabilidade social, e apresentar elevado desempenho social, legitimidade e reputação corporativa (Crisóstomo & Oliveira, 2016). Portanto, ao analisar o desempenho no ISE, é possível encontrar evidências sobre os resultados dos programas e práticas sociais, o que reflete o conceito de CSP como proposto por Salazar et al. (2012).

2.2. Desempenho Financeiro Corporativo (CFP)

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

A literatura sobre a mensuração da CFP é mais consolidada que a da mensuração de CSP. Não há, na literatura que trata sobre o desempenho social, uma definição de como avaliar o atendimento das demandas de cada *stakeholder* (Fiandrino, Devalle & Cantino, 2019); por outro lado, na literatura que trata do desempenho financeiro, há uma maior abrangência de possíveis formas de mensurar tal desempenho (Boaventura et al., 2012; Hategan, Sirghi, Curea-Pitorac, & Hategan, 2018).

2.3. Direção da Relação entre CSP e CFP

O principal interesse dos pesquisadores que analisaram esses construtos era o de avaliar se uma dimensão da performance tem impacto na outra, ou seja, analisar a relação CSP-CFP. A análise dessa relação ganhou importância e fomentou o interesse em pesquisas que consolidassem os estudos empíricos que testaram a relação CSP-CFP, como a análise de 127 publicações por Margolis e Walsh (2003) e 58 estudos empíricos por Boaventura, Silva e Bandeira de Mello (2012), e demais estudos cujo interesse se desenvolveu em entender a relação e impacto de CSP-CFP, como Hasan, Kobeissi, Liu & Wang (2018), que investigaram empresas americanas, Danso, Adomako, Amankwah-Amoah, Owusu-Agyei e Konadu (2019), empresas africanas, Hou (2019), empresas asiáticas e Mukherjee e Nuñez (2019) investigando em empresas indianas.

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

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

Waddock e Graves (1997) estudaram qual a relação de causalidade entre a performance financeira e social e utilizaram duas teorias para explicar esse fenômeno, a *good management theory* (teoria da boa gestão, em tradução livre) e a *slack resource theory* (teoria do excesso de recursos, em tradução livre). A *slack resource theory* assume que quanto melhor o desempenho financeiro da organização, considerando a disponibilidade de recursos – financeiros e outros – criam-se oportunidades para a companhia investir no desempenho social, como benefícios para

comunidade, relações empregatícias e desenvolvimento; em contrapartida a companhia obtém vantagem competitiva em relação a sua imagem, reputação e economia de custos no longo prazo (Nason, Bacq, & Gras, 2018).

Salienta-se que a *slack resource theory* tem suas premissas desenvolvidas principalmente a partir da década de 1980 e diversos estudos buscaram correlacionar o excesso de recursos com a performance empresarial (Daniel, Lohrke, Fornaciari, & Turner Jr., 2004). Por outro lado, a *good management theory* afirma que quando a empresa é percebida pelos seus *stakeholders* com uma boa reputação haverá maiores oportunidades para o desempenho financeiro superior. Tais oportunidades serão criadas por meio de mecanismos de mercado, como redução de custos para capitação de capital, entre outros (Fiandrino, Devalle & Cantino, 2019).

Após a exposição da fundamentação teórica para cada constructo, é possível observar que há um maior alinhamento da CSP à função-objetivo proposta pela Teoria dos *Stakeholders* e, por outro lado, a função-objetivo da empresa, proposta pela Teoria da Firma, está mais alinhada à CFP (Boaventura et al., 2009). Considerando os argumentos sobre a direção de causalidade, este estudo testa duas hipóteses:

- **H1**: O Desempenho Social Corporativo (CSP) tem relação positiva com o Desempenho Financeiro Corporativo (CFP).
- **H2**: O Desempenho Financeiro Corporativo (CFP) tem relação positiva com o Desempenho Social Corporativo (CSP).

2.4. Teoria da Legitimidade

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

Há diversas razões que motivam as organizações a buscarem a legitimidade. Os esforços dos gestores para legitimarem suas práticas dependem do resultado que essas ações promovem. Há duas dimensões que dizem respeito a essa procura por legitimidade: (a) o aspecto da continuidade e credibilidade e (b) e a distinção entre a busca por apoio passivo e apoio ativo (Nason, Bacq, & Gras, 2018).

Partindo da dimensão de continuidade e credibilidade, Suchman (1995) indica que os elementos desse aspecto influenciam a estabilidade e a compreensão das atividades da organização, mas não em grau de igualdade (Suchman, 1995, p. 574). Ao aumentar a estabilidade e a compreensão das atividades organizacionais, a legitimidade permite uma maior captação de recursos, por tornar a organização mais confiável perante seus *stakeholders* (Garcia, 2016; Nason, Bacq, & Gras, 2018).

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

A legitimidade pode ser classificada em três tipos: moral, pragmática e cognitiva. A legitimidade moral "reflete uma avaliação nominal positiva da organização e suas atividades" (Suchman, 1995, p. 579); a legitimidade pragmática reflete os interesses imediatos da organização perante seus espectadores- esses interesses frequentemente implicam trocas entre ambos - e, por fim, a

legitimidade cognitiva "envolve o apoio afirmativo para uma organização ou mera aceitação da organização como necessária ou inevitável" (Suchman, 1995, p. 582).

É possível identificar que a divulgação de informações (*disclosure*) é um instrumento para legitimar práticas das organizações, como já é destacado nos estudos sobre as práticas RSC e desempenho sustentável (Xie, Nozawa, Yagi, Fujii, & Managi, 2019). Algumas teorias institucionais propõem que mecanismos de governança corporativa, incluindo divulgação de informações, promovem ganhos de legitimidade (Hamilton & Biggart, 1988; Garcia, 2016; Nason, Bacq, & Gras, 2018; Mukherjee & Nuñez, 2019). A divulgação de informações de desempenho social é uma forma de dar visibilidade às ações das organizações de forma a legitimar suas práticas, à luz da Teoria da Legitimidade (Khan, Myttakin, & Siddiqui, 2012).

Com base nos estudos sobre legitimidade e sua teoria, é possível afirmar que quanto maior a necessidade de legitimação de ações e práticas organizacionais, maior será o *disclosure* voluntário praticado pelas organizações (Fiandrino, Devalle, & Cantino, 2019). Assim, por meio deste estudo, procura-se analisar qual o impacto da divulgação de informações na relação do desempenho financeiro com o desempenho social.

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

Além de avaliar a direção da causalidade, os estudos avançaram em analisar as variáveis que poderiam ser moderadoras da relação. Diferentes variáveis moderadoras foram testadas, como inovação e o nível de diferenciação da indústria (Hull & Rothenberg, 2008), estratégias de engajamento em responsabilidade social (Tang, Hull, & Rothenberg, 2012), práticas de trabalho de alto desempenho (Chang, Oh, & Messersmith, 2013), concentração de propriedade (*ownership*) (Peng & Yang, 2014), governança corporativa (Fiandrino, Devalle, & Cantino, 2019) e ações de ESG (*environmental, social, and governance)* (Xie, Nozawa, Yagi, Fujii & Managi, 2019). Uma análise sistemática das publicações que analisaram as variáveis moderadoras da relação CSP-CFP foi realizada por Grewatsch e Kleindienst (2017), que levantaram uma série de estudos os quais testaram variáveis que poderiam moderar essa relação. Porém, os autores consideraram o *disclosure* social como uma forma de mensuração do desempenho em sustentabilidade ou desempenho social, e não avançaram na análise do *disclosure* como variável moderadora da relação CSP-CFP.

O *disclosure* ou divulgação social é uma importante variável moderadora da relação CSP-CFP e tem suporte na teoria da legitimidade (Khan, Myttakin, & Siddiqui, 2012). Considera-se que a divulgação de informações de natureza social e ambiental é uma forma de os gestores das organizações legitimarem suas práticas e ações de responsabilidade social corporativa (CSR) e, consequentemente, há reflexos na CFP. A moderação do *disclosure* foi investigada por Garcia, Sousa-Filho e Boaventura (2018), que encontraram o efeito moderador positivo do *disclosure* na relação entre CSP e CFP. A moderação do *disclosure* foi encontrada considerando a CSP em relação aos funcionários e aos fornecedores, ou seja, considerando a CSP de forma desagregada.

Um dos argumentos para a relação entre *disclosure* social e CSP é de que as empresas com um desempenho socioambiental superior têm maior incentivo para divulgar suas ações e compromissos, suposição defendida por Verrecchia (1983) e corroborada por Lang e Lundholm (1993) e Mukherjee e Nuñez (2019). Outro argumento é de as empresas buscam com o *disclosure* melhorar a percepção dos *stakeholders* sobre a empresa, evitando assim possíveis riscos e custos sociais futuros (Dye, 1985, Hategan et al., 2018, Hou, 2019).

Alguns estudos que analisaram empiricamente a relação entre *disclosure social e voluntário* e performance encontraram uma relação positiva, como os de Clarkson, Li, Richardson e Vasvari (2008); Dawkins e Fraas (2011); Silva-Gao (2012); e Gallego-Álvarez (2012). Outros estudos

encontraram relação negativa, como os de Sutantoputra, Lindorff e Johnson (2012) e Cho, Guidry, Hageman e Patten (2012). Portanto, a investigação empírica da relação entre *disclosure social* e performance ainda não está consolidada (Clarkson et al., 2008; Garcia et al., 2018). No entanto, argumenta-se que, quando a empresa tem um elevado CSP e faz a comunicação e prestação de contas de seu desempenho por meio do *disclosure*, pode obter uma CFP (Garcia et al., 2018).

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

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

- **H3**: A presença do disclosure modera a relação CSP-CFP.
- **H4**: A presença do disclosure modera a relação CFP-CSP.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Essa pesquisa classifica-se como descritiva e explicativa. O método utilizado foi o quantitativo, considerando que se recorreu a técnicas estatísticas para testar as questões apresentadas anteriormente.

Para atingir os objetivos de pesquisa deste estudo, foi analisado o Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3. O índice "mede o retorno médio de uma carteira teórica de ações de empresas de capital aberto e listadas na B3 com as melhores práticas de sustentabilidade" (B3, 2017).

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

A amostra é composta pelas empresas que responderam ao questionário ISE nos anos de 2010 (para compor a certeira de 2010/2011), 2011 (para compor a carteira de 2011/2012), 2012 (para compor a carteira de 2012/2013) e 2013 (para compor a carteira no período de 2013/2014). Na Figura 1 é possível verificar o desempenho da carteira ISE a partir de 16/11/2006, comparando com o do IBOVESPA - principal carteira da B3 - a partir do mesmo período (base 100 = 16/11/2016). Observa-se que o desempenho do índice se mostrou melhor que o do IBOVESPA.

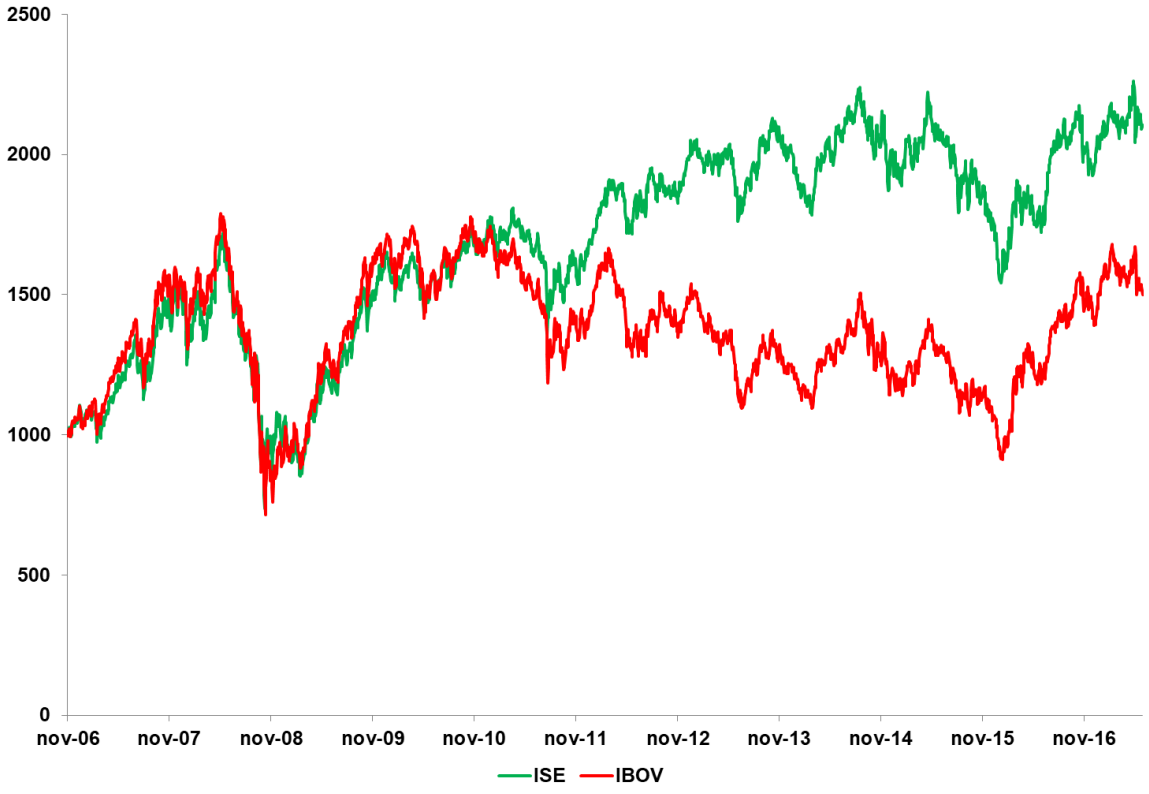

Figura 1. Desempenho da carteira do ISE x IBOV (B3, 2017).

3.1. Mensuração dos Constructos

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

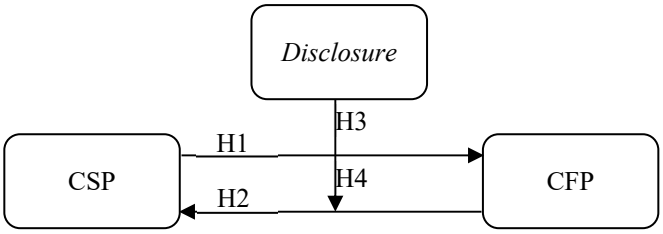

Figura 2. Modelo da pesquisa.

A CSP foi obtida pela pontuação recebida pela empresa para o desempenho na dimensão Social do Índice de Sustentabilidade. É importante destacar que o CSP, neste estudo, é resultado de uma metodologia já consolidada no mercado e que possui credibilidade, conforme desempenho financeiro da carteira ISE apresentado na Figura 1. As empresas que respondem ao questionário ISE são submetidas primeiramente a uma análise quantitativa, conforme citado anteriormente. Essa análise pontua cada resposta às alternativas das questões relacionadas aos indicadores e critérios da dimensão do questionário. Na versão do questionário ISE em 2013, por exemplo, a Dimensão Social (SOC) possui 14 indicadores agrupados em 4 critérios. As respostas às perguntas relacionadas a cada indicador somam pontos para compor o indicador, que tem peso total pré-

definido pela B3 e GVCES. A soma total dos scores dos indicadores e critérios consiste no score atribuído para a dimensão, utilizado neste trabalho como proxy da CSP. No caso da Performance Financeira Corporativa (CFP) foi mensurado pelo valor de mercado das empresas, extraído da plataforma de dados econômico-financeiros Economatica®.

A variável *disclosure* é classificada como uma *dummy variable*. Para a coleta dessa informação, foi utilizada a plataforma *Sustainability Disclosure Database*, de responsabilidade do Global Reporting Initiative (2017). Os relatórios GRI divulgados pelas empresas são importantes ferramentas para engajamento de *stakeholders* e comunicação do desempenho social, sinalizando o quanto a empresa divulga seus esforços em atender aos interesses dos *stakeholders* (Mascena, Fischmann, & Boaventura, 2018; Stocker et al., 2020). A partir dos relatórios divulgados, acrescentou-se 1 ou 0 para as empresas da amostra, sendo que os dados foram coletados para os anos de 2009, 2010, 2011, 2012 e 2013. Ao longo da pesquisa foi considerada uma amostra de 69 companhias que responderam ao questionário do ISE. O Quadro 1 resume a mensuração das variáveis neste estudo.

Quadro 1
Mensuração dos constructos

Constructo	Definição conceitual	Autor(es)	Definição operacional
CSP	Refere-se aos resultados das políticas e práticas das corporações, que refletem a responsabilidade do negócio para os diversos bens sociais.	Salazar, Husted, & Biehl (2012)	Dimensão Social do Índice de Sustentabilidade Empresarial
CFP	As firmas buscam a maximização, no longo prazo, do valor de mercado da companhia, resultado da capacidade de geração de caixa.	Jensen (2001)	Valor de mercado
Disclosure	Decisão de divulgar ou reter informação.	Verrechia (1983)	Variável *dummy* (1 para divulgação do relatório GRI e 0 para não divulgação)

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

3.2. Método de Análise dos Dados

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

Foram estimados quatro modelos:

$$CFP_{it} = \beta CSP_{it} + bTamanho_{it} + bSetor_{it} + \beta Ano_{it} + e_{it} \quad (1)$$

$$CSP_{it} = \beta CFP_{it} + bTamanho_{it} + bSetor_{it} + \beta Ano_{it} + e_{it} \quad (2)$$

$$CFP_{it} = \beta CSP_{it} + \beta CSPxDisclosure_{it} + bTamanho_{it} + bSetor_{it} + \beta Ano_{it} + e_{it} \quad (3)$$

$$CSP_{it} = \beta CFP_{it} + \beta CFPxDisclosure_{it} + bTamanho_{it} + bSetor_{it} + \beta Ano_{it} + e_{it} \quad (4)$$

Nos quatro modelos testados, a variável dependente foi definida com o *lag* de um ano. Os modelos foram testados com o auxílio do *software* Stata®. Para a definição dos modelos foram realizados testes de identificação de outilier e observações influentes. Para identificar possíveis *outliers,* consideraram-se os valores obtidos de r standard e r student, avaliados após testes preliminares de modelos de regressão múltipla. Os valores acima de 2, em módulo, indicam que a observação pode ser um *outlier* e, por esse critério, identificaram-se 12 possíveis *outliers*. No entanto, além da identificação de *outliers,* torna-se importante identificar observações influentes que seriam aquelas que de fato comprometem os resultados do modelo. Para identificar observações influentes calculou-se a Distância de Cook (*Cook's Distance*). Analisando as distâncias geradas, não foram encontrados números maiores que 1, em módulo, e isso indica que não há observações influentes. Dessa forma, optou-se por manter o número de observações coletadas.

Após testar os modelos de regressão para dados em painel, foram realizados testes de normalidade dos resíduos nos modelos 1 e 2 (com CFP como dependente e com CSP como dependente). Empregaram-se os testes de Shapiro-Wilk e Shapiro-Francia (Fávero & Belfiore, 2017). Os testes obtidos rejeitaram a hipótese de não normalidade dos resíduos, o que implica uma limitação desta pesquisa.

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

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

Tabela 1
Frequência por setor de atuação

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

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

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

Tabela 2
Correlação entre as variáveis

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

†p < 0.1; *p < 0.05; **p < 0.01

Observa-se que todas as variáveis obtiveram nível de significância maior que 0,05. A correlação entre os constructos de CSP e CFP mostrou-se positiva (0,3085), ou seja, há indícios de que quanto maior do valor de mercado, maior o *rating* social do questionário do ISE. Ao analisar a correlação entre o CFP e o *disclosure*, observou-se que há uma correlação positiva (0,1748), porém menor que a correlação entre CSP e CFP. Por outro lado, a correlação entre o CSP e o *disclosure*, mostrou-se maior (0,3059). Por fim, as correlações entre a variável de controle tamanho e as variáveis CSP e CFP obtiveram resultados elevados (correlação entre tamanho e CSP foi de 0,469 e correlação entre tamanho e CFP foi de 0,6574).

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

4.1. Teste da Relação CSP-CFP

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

Observa-se que os Modelos 1 e 2 apresentados na Tabela 3 são significantes ao nível de 0,05 (Wald chi2 229.83 e 112.59, respectivamente). Os resultados apontam que a CSP como variável explicativa tem relação positiva e significante com a CFP e que, adicionalmente, a CFP como variável explicativa tem relação positiva e significante com a CSP, considerando as demais variáveis dos modelos longitudinais. Portanto, a **H1 é suportada** (H1: A CSP tem relação positiva com a CFP) e a **H2 é suportada** na amostra analisada (H2: A CFP tem relação positiva com a CSP).

O gráfico de dispersão apresentado na Figura 3 apresenta o comportamento da amostra em relação às variáveis CFP e CSP.

Nesta pesquisa, analisou-se a possível presença de *outliers* e observações influentes e os testes foram realizados com e sem a presença de possíveis *outliers*. Os diferentes testes reforçaram os resultados reportados.

Tabela 3
Modelos 1 e 2 – Relação CSP-CFP

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

†p < 0.1; *p < 0.05; **p < 0.01

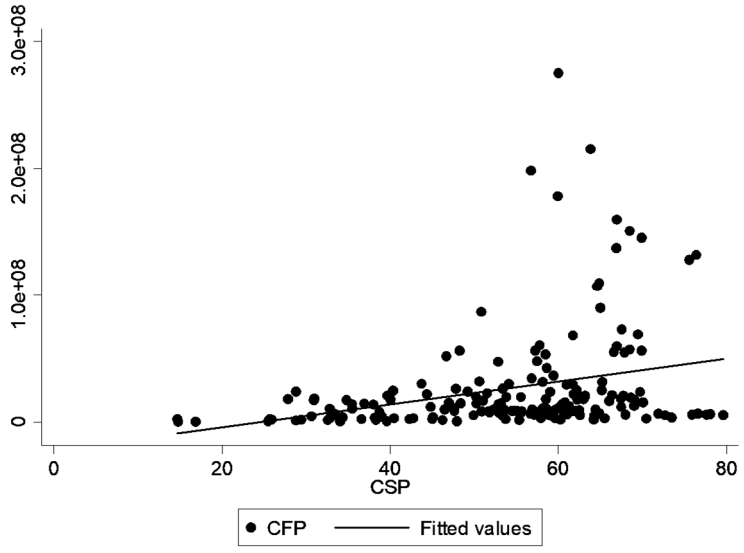

Figura 3. Gráfico de dispersão CFP-CSP.

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

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

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

Tabela 4
Modelos 3 e 4 – Moderação do Disclosure

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

†p < *0.1; *p < 0.05; **p < 0.01*

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

Tabela 5
Consolidado de resultados de cada modelo

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

5. DISCUSSÃO

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

Essas evidências retomam a discussão nos estudos sobre Responsabilidade Social Corporativa e Desempenho Organizacional quanto ao "*Doing Good or Doing Well*" que buscam encontrar evidências empíricas e discutir sobre o que as empresas fazem de bom e de eficiente (Mukherjee & Nuñez, 2019). O que as empresas fazem de bom considera sua postura ética, buscando atender aos interesses da sociedade e se relacionando de forma justa com seus *stakeholders*. O que as empresas fazem de eficiente, envolve como suas decisões e estratégias as têm levado a um desempenho superior e efetividade no seu planejamento estratégico (Hategan, Sirghi, Curea-Pitorac, & Hategan, 2018; Stocker & Mascena, 2019).

Por outro lado, baseando-se na Teoria da Legitimidade (Suchman, 1995; Garcia, 2016), foi testado se o *disclosure* de relatórios GRI reforça as relações CSP-CFP, e não foram encontradas evidências para a moderação do *disclosure* na relação. Uma possível explicação é que a divulgação de relatórios GRI não explica um elevado desempenho de valor de mercado na carteira ISE, pois a amostra selecionada é constituída por empresas relativamente homogêneas em termos de alto padrão de práticas de sustentabilidade e divulgação de desempenho social. Esse mesmo resultado é evidenciado por Fiandrino, Devalle e Cantino (2019) ao analisar um determinado grupo de empresas de países europeus cujas práticas de CSR e governança são similares, e a atividade de *disclosure* é mandatória e não voluntária.

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

Nesse sentido, Garcia et al. (2018) contribuem ao analisar cada um dos *stakeholders* separadamente, enquanto este estudo contribui ao analisar de forma agregada que as ações voltadas ao desempenho social que beneficiam múltiplos *stakeholders* podem ter um impacto sinérgico, uma importante e atual perspectiva da gestão para *stakeholders* (Tantalo & Priem, 2016). As duas direções de causalidade analisadas evidenciam que a relação CSP-CFP pode gerar um efeito cíclico de performance superior social e financeira.

Garcia et al. (2018) também suportam parcialmente a hipótese de moderação do *disclosure*, pois a moderação ocorre para a performance com funcionários e fornecedores e não ocorre para a comunidade. Os referidos autores também analisaram a moderação considerando apenas uma direção de causalidade. Os resultados apresentados neste artigo analisam a moderação do *disclosure* nas duas direções de causalidade, embora não tenha encontrado efeito moderador na amostra analisada.

No entanto, as evidências mostram que quando considerado apenas o contexto brasileiro de empresas do ISE não há moderação do *disclosure*. Considerando que as empresas do ISE são grandes empresas que buscam manter elevada reputação em relação às práticas de sustentabilidade e CSR, e que também apresentam elevado desempenho no mercado financeiro, o *disclosure* pode ter um efeito marginal no desempenho, sendo esse efeito mais bem observado em amostras mais heterogêneas, assim como destacado por Xie et al. (2019), em mercados e contextos onde seja possível inclusive perceber um diferente nível de *disclosure* e por consequência uma relação menor ou maior com o desempenho corporativo no curto e longo prazo. No Brasil, empresas grandes que têm uma performance superior em CSR tendem a ter uma liderança persistente em responsabilidade social (Crisóstomo & Oliveira, 2016), constatação que corrobora os resultados deste estudo. Nessa perspectiva, este estudo também oferece uma contribuição empírica ao analisar o contexto brasileiro, pois embora a relação CSP-CFP tenha sido analisada em diferentes países e amostras, poucos estudos têm como foco uma amostra de empresas brasileiras.

6. CONCLUSÃO

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

Quanto à moderação do *disclosure*, os resultados indicam que não há evidências estatísticas para afirmar que a presença do *disclosure* é capaz de moderar a relação entre CSP-CFP e CFP-

CSP. Esses achados apontam que o *disclosure* considerado como a divulgação de relatórios GRI das empresas do ISE não influenciam a relação entre a performance social e financeira.

Salientam-se também algumas limitações da pesquisa, como avaliar o *disclosure* pela presença e ausência do relatório GRI, avaliar apenas uma medida de desempenho financeiro e o número de observações no período em que os dados foram disponibilizados. Uma análise com um número maior de observações em um amplo período de tempo poderia oferecer resultados mais robustos e, portanto, sugere-se que seja ampliada a pesquisa em estudos futuros. Cabe ainda pontuar, como uma limitação do estudo, em razão da escolha da amostra de empresas participantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3, o pequeno número de empresas componentes do índice, ainda que sejam as empresas com mais liquidez e representatividade no país, o que pode ser ampliado em estudos futuros considerando bases internacionais e adicionando índices que venham a figurar como proxy para o desempenho social corporativo.

Sugere-se também que estudos futuros investiguem o *disclosure* social das companhias, verificando se uma maior qualidade ou amplitude dos relatórios poderiam ter alguma influência nas relações estudadas. Ou seja, não foquem na divulgação ou não do relatório, mas avaliem o conteúdo divulgado nos relatórios. Acredita-se ainda que o tipo de contexto das empresas, seja operando em diferentes países, sofrendo pressões institucionais ou regulamentais diversas, pode fazer com que a influência da relação do *disclosure* tenha um resultado diferente do encontrado nesta e em outras pesquisas.

A contribuição desta pesquisa consiste em fornecer evidências sobre a direção da causalidade e a presença de variáveis moderadoras na relação CSP-CFP, complementando os estudos anteriores que testam relações unilaterais e diretas e evidenciando a robustez dos estudos de desempenho corporativo, além de fornecer evidências sobre a relação CSP-CFP no contexto brasileiro.

REFERÊNCIAS

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

Berman, S. L., Wicks, A. C., Kotha, S., & Jones, T. M. (1999). Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *Academy of Management Journal, 42*(5), 488-506.

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

Boaventura, J. M. G., Silva, R. S., & Bandeira-de-Mello, R. (2012). Performance Financeira Corporativa e Performance Social Corporativa: Desenvolvimento Metodológico e Contribuição Teórica dos Estudos Empíricos. *Revista Contabilidade & Finanças, 23*(60), 232-245.

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

Chang, Y. K., Oh, W. Y., & Messersmith, J. G. (2013). Translating corporate social performance into financial performance: exploring the moderating role of high-performance work practices. *The International Journal of Human Resource Management, 24*(19), 3738-3756.

Cho, C. H.; Guidry, R. P.; Hageman, A. M.; Patten, D. M. (2012). Do actions speak louder than words? An empirical investigation of corporate environmental reputation. *Accounting, Organizations and Society, 37*(1), 14–25.

Choi, J., & Wang, H. (2009). Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance. *Strategic Management Journal, 30*(8), 895-907.

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

Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., & Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. *Accounting, Organizations and Society*, *33*(4-5), 303–327.

Crisóstomo, V. L., & Oliveira, M. R. (2016). Uma análise dos determinantes da responsabilidade social das empresas brasileiras. *Brazilian Business Review, 13*(4), 75.

Daniel, F., Lohrke, F. T., Fornaciari, C. J., & Turner Jr, R. A. (2004). Slack resources and firm performance: a meta-analysis. *Journal of Business Research, 57*(6), 565-574.

Danso, A., Adomako, S., Amankwah-Amoah, J., Owusu-Agyei, S., & Konadu, R. (2019). Environmental sustainability orientation, competitive strategy and financial performance. *Business Strategy and the Environment*.

Dawkins, C.; Fraas, J. W. (2011). Coming Clean: The Impact of Environmental Performance and Visibility on Corporate Climate Change Disclosure. *Journal of Business Ethics, 100*(2), 303-322.

Dye, R. A. (1985). Disclosure of Nonproprietary Information. *Journal of Accounting Research*, *23*(1), 123–145.

Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). Manual de análise de dados. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier.

Fiandrino, S., Devalle, A., & Cantino, V. (2019). Corporate governance and financial performance for engaging socially and environmentally responsible practices. *Social Responsibility Journal*, 15(2), 171-185.

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

Gallego-Álvarez, I. (2012). Indicators for Sustainable Development: Relationship between Indicators Related to Climate Change and Explanatory Factors. *Sustainable Development, 20*(4), 276-292.

Garcia, E. A. R. (2016). *A Influência do Disclosure na Relação entre Corporate Social Performance e Corporate Financial Performance*. 2016 140 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Universidade de Fortaleza, Fortaleza.

Garcia, E. A. R., Sousa-Filho, J. M., & Boaventura, J. M. G. (2018). A influência do disclosure social na relação entre Performance Financeira Corporativa e Performance Social Corporativa. *Revista Contabilidade & Finanças, 29*(77), 229-245.

Global Reporting Initiative (2017). *Sustainability Disclosure Database*. Disponível em: <http://database.globalreporting.org/search/>. Acesso em: agosto de 2017.

Grewatsch, S., & Kleindienst, I. (2017). When does it pay to be good? Moderators and mediators in the corporate sustainability–corporate financial performance relationship: A critical review. *Journal of Business Ethics, 145*(2), 383-416.

Hamilton, G. G., & Biggart, N. W. (1988). Market, culture, and authority: A comparative analysis of management and organization in the Far East. *American Journal of Sociology, 94*, S52-S94.

Hategan, C. D., Sirghi, N., Curea-Pitorac, R. I., & Hategan, V. P. (2018). Doing well or doing good: The relationship between corporate social responsibility and profit in Romanian companies. *Sustainability*, 10(4), 1041.

Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics, 31*(1), 405-440.

Hou, T. C. T. (2019). The relationship between corporate social responsibility and sustainable financial performance: Firm-level evidence from Taiwan. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management,* 26(1), 19-28.

Hull, C. E., & Rothenberg, S. (2008). Firm performance: The interactions of corporate social performance with innovation and industry differentiation. *Strategic Management Journal, 29*(7), 781-789.

Jensen, M. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance, 14*(3), 8-21.

Khan, A., Muttakin, M. B., & Siddiqui, J. (2013). Corporate governance and corporate social responsibility disclosures: Evidence from an emerging economy. *Journal of Business Ethics, 114*(2), 207-223.

Lang, M., & Lundholm, R. (1993). Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures. *Journal of Accounting Research*, *31*(2), 246–271.

Margolis, J. D., & Walsh, J. P. (2003). Misery loves companies: Rethinking social initiatives by business. *Administrative Science Quarterly, 48*(2), 268-305.

Mascena, K. M. C., Fischmann, A. A., & Boaventura, J. M. G. (2018). Priorização de stakeholders em empresas que divulgam relatórios GRI no Brasil. *Brazilian Business Review, 15*(1), 17-32.

Matten, D., & Moon, J. (2008). "Implicit" and "explicit" CSR: A conceptual framework for a comparative understanding of corporate social responsibility. *Academy of Management Review, 33*(2), 404-424.

Mukherjee, A., & Nuñez, R. (2019). Doing well by doing good: can voluntary CSR reporting enhance financial performance?. *Journal of Indian Business Research,* 11(2), 100-119.

Nason, R. S., Bacq, S., & Gras, D. (2018). A behavioral theory of social performance: Social identity and stakeholder expectations. *Academy of Management Review,* 43(2), 259-283.

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

Peng, C. W., & Yang, M. L. (2014). The effect of corporate social performance on financial performance: The moderating effect of ownership concentration. *Journal of Business Ethics, 123*(1), 171-182.

Salazar, J., Husted, B. W., & Biehl, M. (2012). Thoughts on the evaluation of corporate social performance through projects. *Journal of Business Ethics, 105*(2), 175-186.

Silva-Gao, L. (2012). The Disclosure of Environmental Capital Expenditures: Evidence from the Electric Utility Sector in the USA. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 19*(4), 240–252.

Stocker, F., Arruda, M. P., Mascena, K. M. C., & Boaventura, J.M.G. (2020). Stakeholder engagement in sustainability reporting: a classification model. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 1–10.

Stocker, F., & Mascena, K. M. C. (2019). Orientação e gestão para stakeholders no processo de decisão organizacional. *Revista de Gestão e Secretariado, 10*(1), 167-191.

Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review, 20*(3), 571-610.

Sutantoputra, A. W.; Lindorff, M.; Johnson, E. P. (2012). The relationship between environmental performance and environmental disclosure. *Australasian Journal of Environmental Management, 19*(1), 51–65.

Tang, Z., Hull, C. E., & Rothenberg, S. (2012). How corporate social responsibility engagement strategy moderates the CSR–financial performance relationship. *Journal of Management Studies, 49*(7), 1274-1303.

Tantalo, C, & Priem, R. L. (2016). Value creation through stakeholder synergy. Strategic Management Journal, 37(2): 314-329.

Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics, 5*, 179-194.

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

Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H., & Managi, S. (2019). Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? *Business Strategy and the Environment*, 28(2), 286-300.