

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

ROBSON PACHECO LACERDA

DISCLOSURE DE RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA:
efeitos sobre o desempenho econômico e risco das empresas

**VITÓRIA
2018**

ROBSON PACHECO LACERDA

DISCLOSURE DE RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA:
efeitos sobre o desempenho econômico e risco das empresas

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante

ORIENTADOR: Professor Doutor Valcemiro Nossa

VITÓRIA
2018

ROBSON PACHECO LACERDA

DISCLOSURE DE RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA: efeitos sobre o desempenho econômico e risco das empresas

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Aprovada em 27 de novembro de 2018.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr.: VALCEMIRO NOSSA

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
(FUCAPE)

Prof. Dr.: DANILO SOARES MONTE-MOR

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
(FUCAPE)

Prof. Dr.: ANNOR DA SILVA JUNIOR

Universidade Federal do Espírito Santo (UFES)

Dedico este trabalho ao
Guilherme, por ser ele o meu
presente maior de Deus, e fonte
máxima de inspiração. Se onde
pisa o pai pisa o filho, quero
deixar pegadas somente em
terreno fértil para você, meu
filho.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por dar-me capacidade, inspiração e suor suficientes para empreender a difícil tarefa de finalizar com sucesso o Mestrado Profissional em Ciências Contábeis da Fucape, e resignação por não ter conseguido entregar resultados ainda melhores, dadas minhas limitações pessoais.

Agradeço especialmente a todos os brilhantes Professores da Fucape que me ajudaram nessa travessia, na pessoa do Professor Valcemiro, meu orientador e guru.

“Só sei que nada sei.”

(Sócrates)

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo evidenciar qual a relação entre *disclosure* de responsabilidade social corporativa (RSC) e o desempenho econômico corporativo (DEC) e risco nas empresas brasileiras. Foi utilizado o *disclosure* de informações não financeiras, via *Global Reporting Initiative*, como *proxy* para *disclosure* de RSC. Foi feita regressão de dados em painel não balanceado com efeito fixo, valendo-se do *Inverse Mills Ratio* como método para contornar o problema do viés de seleção provocado pelas variáveis não observáveis, além da possível endogeneidade entre *disclosure* de RSC e a própria RSC com o DEC. Como resultados, verificou-se que, caso as empresas façam *disclosure* de RSC, via GRI, em média, há redução nos três indicadores estudados, risco, desempenho contábil e desempenho de mercado, e que, caso esse *disclosure* de RSC seja consistente, o efeito negativo sobre as duas métricas de desempenho e sobre o risco é ainda mais potencializado.

Palavras Chave: *Disclosure* de responsabilidade social corporativa; desempenho econômico corporativo; risco.

ABSTRACT

This work seeks to show the relationship between disclosure of corporate social responsibility (CSR) and corporate economic performance (CEP) and risk on Brazilian companies. The nonfinancial disclosure, via Global Reporting Initiative, was used as proxy for CSR disclosure. Unbalanced panel data regression with fixed effects was used with Inverse Mills Ratio to address the selection bias due to unobservables, and the endogeneity between CSR disclosure, and the CSR itself with the CEP. As results, it was found that in case companies make CSR disclosure, via GRI, in average, there is a reduction in all studied indicators, risk, book performance and market performance, and if the CSR disclosure is more consistent, there is a bigger reduction effect upon the two performances indicators and the risk.

Key Words: Corporate social responsibility disclosure; corporate economic performance; risk.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatística descritiva para o primeiro estágio, e para o segundo estágio com DEC assumindo valores de Beta e ROA	29
Tabela 2 - Estatística descritiva para o segundo estágio – DEC assumindo valor de mercado	29
Tabela 3 - Probit para cálculo do IMR/GRI e IMR/ISE – primeiro estágio	30
Tabela 4 - Regressões segundo estágio	30
Tabela 5 - Matriz de correlação – primeiro estágio – GRI	42
Tabela 6 - Matriz de correlação – primeiro estágio – ISE	43
Tabela 7 - Matriz de correlação – segundo estágio (DEC = Beta)	44
Tabela 8 - Matriz de correlação – segundo estágio (DEC = ROA)	45
Tabela 9 - Matriz de correlação – segundo estágio (DEC = Valor de mercado)	46

SUMÁRIO

Capítulo 1	10
1. INTRODUÇÃO	10
Capítulo 2	12
2. REVISÃO DA LITERATURA	12
2.2 CONSIDERAÇÕES SOBRE A RELAÇÃO ENTRE RSC E DEC	13
2.3 GLOBAL REPORTING INITIATIVE COMO PROXY DE DISCLOSURE DE RSC	14
2.4 ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL (ISE) COMO <i>PROXY</i> DE RSC	14
2.5 HIPÓTESES.....	15
Capítulo 3	21
3. METODOLOGIA	21
Capítulo 4	28
4. RESULTADOS E SUAS ANÁLISES	28
Capítulo 5	36
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	36
REFERÊNCIAS.....	36

Capítulo 1

1. INTRODUÇÃO

Estudos no Brasil que buscam encontrar a relação entre Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e Desempenho Econômico Corporativo (DEC) usam, via de regra, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) como *proxy* de RSC (Machado, Machado & Corrar, 2009; Beato, Souza & Parisotto, 2009; Rezende, Nunes & Portela, 2008; Castro, 2017; Gomes & Tortato, 2011; Cavalcante, Bruni & Costa, 2009; Cunha & Samanez, 2012; Souza & Zucco, 2016; Cristófalo, Akaki, Abe, Morano & Miraglia, 2016; Teixeira, Nossa & Funchal, 2011; Lameira, Ness, Quellas & Pereira, 2013).

Contudo, por conta da forma como foi desenhado até o ciclo 2016/2017, o ISE pode ter apresentado uma deficiência em termos de *accountability* das empresas pelo mercado, vez que as quatrocentas perguntas feitas às empresas a título de uma das fases do processo seletivo ao ISE, não tiveram sua abertura como obrigatória pelas empresas ao mercado. De fato, nem todas as empresas fizeram esse *disclosure*. Em 2013, 41,38% das empresas participantes do ISE abriram essas informações. Em 2014, esse percentual foi de 55%, em 2015, 5,71% e em 2016 foi de 15,38% (BM&F Bovespa, 2017).

A *accountability* trazida pelo *disclosure* de RSC é aspecto importante da própria RSC (Dingwerth & Eichinger, 2010; Marquis & Toffel, 2011; Eccles, Ioannou & Serafeim, 2014). Assim, o uso hegemônico do ISE enquanto *proxy* de RSC em trabalhos nacionais, associado ao fato da deficiência conceitual de *accountability* do ISE, leva à seguinte pergunta: Qual o efeito do *disclosure* de RSC sobre o DEC e risco das empresas no Brasil?

Desse modo, este trabalho tem como objetivo estudar qual a relação entre *disclosure* de Responsabilidade Social Corporativa (RSC), e o Desempenho Econômico Corporativo (DEC) e risco das empresas, no mercado brasileiro.

Para tanto, este trabalho, que é de natureza empírico quantitativa, valeu-se do *disclosure* no *Global Reporting Initiative* (GRI) como *proxy* para *disclosure* de RSC, para os anos de 2010 a 2016, utilizando-se regressão de dados em painel não balanceado com efeito fixo, e da sistemática do *Inverse Mills Ratio* (IMR) para endereçar tratamento adequado ao viés de seleção provocado pelas características não observáveis, além da mútua causalidade entre *disclosure* de RSC, a própria RSC e o DEC.

Como resultados, verificou-se que, caso a empresa faça *disclosure* de RSC, via GRI, em média, há uma redução nos três indicadores estudados, risco, desempenho contábil e desempenho de mercado. Verificou-se ainda que, caso esse *disclosure* seja mais consistente, há uma potencialização do efeito negativo dele sobre as três métricas estudadas.

Espera-se, com este trabalho, contribuir para as literaturas do *disclosure* voluntário e da RSC, jogando luz sobre a relação entre *disclosure* de RSC e DEC e risco das empresas, no Brasil. Como contribuição prática, este trabalho pode contribuir para o incentivo à criação de políticas públicas em face da RSC, bem como a dosimetria de seus incentivos às empresas. Também pode contribuir para os gestores corporativos, norteados suas decisões em face da RSC.

A estruturação deste trabalho se dá da seguinte forma: no capítulo 2 será feita a revisão da literatura. No capítulo 3 será desenvolvida a metodologia. No capítulo 4 serão compilados os resultados e feitas as análises. Por fim, no capítulo 5, serão tecidas as considerações finais.

Capítulo 2

2. REVISÃO DA LITERATURA

O *disclosure* de informações sobre Responsabilidade Social Corporativa (RSC) tem emergido em importância, saindo do campo restrito dos inovadores e dos primeiros aderentes, e chegando à condição de grande relevância na estratégia empresarial (Bradford, Earp, Showalter & Willians, 2017). O reporte externo de informações não financeiras teve seu começo em meados da década de 2000, mas se consolidou somente na virada da década de 2010 (Eccles et al., 2014). Assim, de 2004 a 2008 houve um grande aumento do *disclosure* ambiental no mundo.

Das 250 maiores empresas mundiais, o percentual que fez *disclosure* em 2004 passou de 40% para 80% em 2008 (KPMG, 2008). Apesar desse interesse pelo *disclosure* de informações não financeiras pelas empresas, não há uma uniformidade de critério nos assuntos divulgados (Eccles et al, 2014; Bradford et al., 2017), o que torna as informações pouco comparáveis de empresa para empresa (Bradford et al., 2017).

Para mitigar o problema da pouca comparabilidade, o uso de padrões e programas externos e de âmbito mundial para mensuração do desempenho não financeiro, e seu consequente *disclosure*, tais como o *Global Reporting Initiative* (GRI), são as melhores práticas (Marquis & Toffel, 2011). O *disclosure* feito nessas condições está associado a empresas que adotam políticas corporativas mais sustentáveis, que por sua vez, apresentam melhor desempenho, tanto no preço das ações, quanto nos resultados contábeis (Eccles et al., 2014).

O *disclosure* de informações não financeiras – diga-se, informações sobre RSC para empresas de capital aberto no Brasil -, não é mandatório. Assim, o estudo dos

antecedentes e consequentes do *disclosure* de informações sobre RSC, no Brasil, deve se valer da teoria do *disclosure* voluntário. Essa modalidade de *disclosure*, por conta do seu baixo grau de verificabilidade, possui duas vertentes, em termos de custo: sem custo (modelo *cheap talk*), ou com custo (modelo *costly-state falsification*).

No modelo *cheap talk*, os gestores tendem a dizer qualquer coisa que aumente o valor das ações da empresa. O modelo *cheap talk* tende a surtir menor efeito, caso o *disclosure* perdure por um período mais alongado, vez que os gestores podem aumentar o valor da empresa mais por meio de reputação, e menos por meio de *cheap talk*. No caso do modelo *costly-state falsification*, os gestores tendem a não fazer o *disclosure* (Beyer, Cohen, Lys & Walther, 2010).

Assim, ao fazer *disclosure* voluntário, a empresa passa pelo *trade off* entre ser oportunista, e só fazer *disclosure* de notícias boas, ou construir uma reputação de *disclosure* consistente. Ambas atitudes têm potencial de gerar e destruir valor, segundo a literatura apontada (Beyer et al., 2010).

Há de se diferenciar também, como as empresas entendem ser a melhor forma de resolver o *trade off* entre ser oportunista ou ter reputação, e como o mercado reage a um e outro comportamento, de fato. A acurácia das empresas em resolver o *trade off* em questão, na intenção de gerar o máximo de valor, intuitivamente, tende a se aproximar de como o mercado, de fato, reage ao oportunismo e à reputação, mas não necessariamente se equivalem na prática (Beyer et al., 2010).

2.1 INFLUÊNCIA DO *DISCLOSURE* DE RSC SOBRE A RSC E O DEC

A transparência em si, emulada pelo *disclosure* de RSC, já é um aspecto da RSC, na medida em que é uma de suas facetas, e não somente um mero aspecto

instrumental. A transparência permite, por exemplo, que se jogue luz sobre toda a cadeia produtiva das empresas, aumentando sua *accountability*, logo, também de suas práticas de gestão (Dingwerth & Eichinger, 2010). Assim, o *disclosure* de RSC permite o empoderamento dos *stakeholders* (Dingwerth & Eichinger, 2010; Eccles et al., 2014), porque os permite tomar decisões baseadas em informações, gerando, por si só, mais sustentabilidade ao longo das cadeias de produção e consumo.

O *disclosure* voluntário de informações sobre RSC é um sinal de confiança no desempenho social da empresa, além de ser uma oportunidade da empresa se explicar, caso seu desempenho social não seja assim tão bom. Fazer *disclosure* voluntário de RSC de forma consistente demonstra o esforço e comprometimento da empresa em aumentar a sua transparência, evidenciando sua preocupação com desempenho de longo prazo e gerenciamento de risco (Dhaliwal, Li, Tsang & Yang, 2011).

Quanto à relação entre *disclosure* de RSC e DEC, o *disclosure* da RSC pode criar ou aumentar a reputação de responsável socialmente para a empresa, o que já é, em si, um dos ativos intangíveis mencionados por Surroca, Tribó e Waddock (2010), e que podem trazer vantagens econômicas para a empresa, na forma de melhor desempenho econômico (Eccles et al., 2014; Greening & Turbam, 2001; Godfrey, 2005; Cheng, Ioannou & Serafeim, 2014; Dhaliwal et al., 2011).

Contudo, como o *trade off* entre ser oportunista ou ter reputação pode levar à criação ou destruição de valor, qualquer que seja a opção em termos de *disclosure* de RSC (Beyer et al, 2010), o nível mais alto de RSC decorrente do *disclosure* de RSC pode ser reforçado ou mitigado pelo *trade off* entre ser oportunista ou ter reputação.

2.2 CONSIDERAÇÕES SOBRE A RELAÇÃO ENTRE RSC E DEC

A literatura empírica é hegemônica em asseverar que, atualmente, para os países ocidentais, a relação entre Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e Desempenho Econômico Corporativo (DEC) é positiva e significativa (Beurden & Gossling, 2008). Nesse sentido, Eccles, Ioannou e Serafeim (2014), realizando um trabalho amplo e multifacetado para aferir o grau de responsabilidade social de empresas nos Estados Unidos da América, usou uma série temporal de 18 anos, e encontrou, para o cenário estudado, que ter RSC está associado a ter melhor DEC.

Margolis, Elfenbein e Walsh (2009), em sua revisão da literatura de 35 anos passados sobre a relação entre RSC e DEC, identificaram duas correntes que encontraram uma relação positiva para essas duas variáveis. Na primeira corrente, o efeito da RSC é direto sobre o DEC, na forma de criação de valor, cujos benefícios são, por exemplo, maior esforço dos empregados, e desenvolvimento de novos produtos e mercados, pelo simples fato de se fazer o bem. Na questão de custos, essa linha de pesquisa assevera que a criação de valor pela RSC os reduz, na medida em que pode evitar alguns problemas com autuações e novas regulações, menor fricção nos contratos com *stakeholders*, e redução de desperdício e de produção de lixo.

A segunda linha de pesquisa assevera que a influência da RSC no DEC está ligada à aparência de socialmente responsável. Ou seja, a criação de valor está no fato de a empresa ter reputação de responsável socialmente para os *stakeholders*. Concordando com a segunda linha de raciocínio, Surroca et al. (2010) afirmam que a relação entre RSC e DEC é indireta, tendo como elo, os ativos intangíveis produzidos a partir dessa relação, que são: inovação, recursos humanos, reputação e cultura organizacional.

Há também, possivelmente, uma endogeneidade entre RSC e DEC. Segundo Flammer (2015), pode acontecer de empresas com melhor DEC, no passado, tenderem a adotar mais RSC e vice-versa. Em seu trabalho, foi endereçado tratamento específico para a endogeneidade e, mais uma vez, confirmou-se que a relação entre RSC e DEC é positiva e significativa. Assim como a RSC pode apresentar endogeneidade com o DEC, intuitivamente, o *disclosure* de RSC também pode apresentar endogeneidade com o DEC, vez que o *disclosure* de RSC está intimamente ligado ao fato da empresa ter política de RSC.

2.3 GLOBAL REPORTING INITIATIVE COMO PROXY DE DISCLOSURE DE RSC

A opção de fazer *disclosure* de RSC se apresenta mais valiosa, abrangente e robusta quanto feita de forma comparativa entre empresas. E essa comparabilidade é conseguida pelo padrão de relatório do GRI por meio da criação de um modelo de reporte de informações sobre RSC. Além disso, o GRI é comumente colocado como o líder mundial em termos de reporte não financeiro voluntário (Dingwerth & Eichinger, 2010; Kolk & Perego, 2010).

O GRI é uma instituição internacional que, de forma pioneira, vem promovendo e carreando reportes de sustentabilidade de instituições de todo o mundo, desde 1997. Os padrões GRI levam em consideração os aspectos de gestão corporativa, além do *triple botton line* da sustentabilidade (Global Reporting Initiative [GRI], 2017). Daí a relevância do reporte GRI como uma *proxy* robusta de *disclosure* de RSC.

2.4 ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL (ISE) COMO PROXY DE RSC

O ISE teve seu desenho metodológico desenvolvido pelo Centro de Estudos em Sustentabilidade – Gvces, da Fundação Getúlio Vargas – FGV – EAESP, e a Brasil Bolsa Balcão – B3 é responsável pelo cálculo e pela gestão técnica do índice. A metodologia aplicada na seleção das empresas considera a performance em sete dimensões, que comportam aspectos de governança corporativa e o *triple bottom line* da sustentabilidade. A avaliação se a empresa pode compor o ISE, se inicia pela definição das empresas elegíveis que, grosso modo, abarcam aquelas empresas com ações mais líquidas num total de 200 empresas a cada ano.

Após esse primeiro processo de habilitação, há um processo seletivo, com certo nível de verificação, em que são escolhidas até 40 empresas para compor o ISE. Uma das fases desse processo seletivo são 400 perguntas, que abarcam as sete dimensões consideradas da RSC, a serem respondidas pelas empresas, sendo sorteadas 7 dessas perguntas para comprovação. A abertura das respostas a esse questionário para o mercado somente passou a ser obrigatória a partir do ciclo 2016/2017 do ISE (BM&F Bovespa, 2017).

O ISE apresenta-se como *proxy* de RSC, corroborado pelo fato que muitos estudos nacionais usam o ISE para esse fim. Contudo, pela própria metodologia de escolhas das empresas que compõem o ISE, até 2016, há uma deficiência de *accountability* pelo mercado.

2.5 HIPÓTESES

Para países ocidentais, em geral, maior RSC leva a maior DEC (Beurden & Gossling, 2008). Por sua vez, empresas que fazem *disclosure* de RSC de forma consistente tendem a ter maior RSC (Eccles et al., 2014), o que leva a crer que o *disclosure* de RSC tenha efeito reforçador sobre o efeito positivo da RSC sobre o DEC.

Todavia, o *disclosure* de RSC passa também por um *trade off* entre ser oportunista ou ter reputação, ambos com potencial para gerar ou destruir valor (Beyer et al, 2010). Como para países ocidentais os achados levam a uma relação positiva entre RSC e DEC, já considerado dentro da RSC o efeito do *disclosure* de RSC, ao que parece, ou o *trade off* entre ser oportunista ou ter reputação leva a maior DEC com a reputação, ou o eventual efeito negativo do *disclosure* consistente de RSC sobre o DEC não é suficiente para anular o efeito positivo da RSC total sobre o DEC. Assim, formula-se as duas primeiras hipóteses.

HIPÓTESE H1: Fazer disclosure consistente de RSC aumenta, em média, o desempenho contábil.

HIPÓTESE H1.1: O efeito do disclosure de RSC sobre o desempenho contábil é potencializado, caso o disclosure de RSC seja consistente.

HIPÓTESE H2: Fazer disclosure consistente de RSC aumenta, em média, o desempenho de mercado.

HIPÓTESE H2.1: O efeito do disclosure de RSC sobre o desempenho de mercado é potencializado, caso o disclosure de RSC seja consistente.

Por sua vez, fazer *disclosure* de RSC de forma consistente denota um maior comprometimento com o gerenciamento de risco (Dhaliwal et al., 2011), o que está em consonância com os achados de Teixeira, Nossa e Funchal (2011). Tais autores encontraram que o ISE, que é *proxy* de RSC, levou a uma redução do risco das empresas no Brasil. Como o *disclosure* de RSC leva a maior RSC, espera-se que o *disclosure* de RSC, via GRI, também diminua o risco das empresas. E mesmo havendo um *trade off* entre ser oportunista ou ter reputação (Beyer et al., 2010), ainda

assim se espera que a relação se mantenha no sentido da diminuição do risco. Assim, formula-se a terceira hipótese.

HIPÓTESE H3: Fazer disclosure consistente de RSC diminuir, em média, o risco das empresas.

HIPÓTESE H2.1: O efeito do disclosure de RSC sobre o risco é potencializado, caso o disclosure de RSC seja consistente.

Capítulo 3

3. METODOLOGIA

Para se saber qual a relação entre *disclosure* de Responsabilidade Social Corporativa (RSC), e o Desempenho Econômico Corporativo (DEC) e risco das empresas, no mercado brasileiro, este trabalho, que é empírico quantitativo, lançou mão de dados obtidos em fontes secundárias, e se valeu de regressões lineares com dados em painel não balanceado, com efeito fixo para ano e setor.

Para mitigar o problema do viés de seleção devido às características não observáveis, além da endogeneidade entre o *disclosure* de RSC, a própria RSC e o DEC, foi usado o *Inverse Mills Ratio* (IMR), obtendo-se assim, um *score* representativo das probabilidades de as empresas serem ISE, e de fazerem *disclosure* de RSC, que, em seguida, foram usados como controle nas regressões para as *proxies* de DEC.

Como *proxy* para *disclosure* de RSC, usou-se os relatórios depositados pelas empresas no *Global Reporting Initiative* (GRI), que foi obtido no sítio eletrônico do GRI. Como *proxy* de RSC foi usado o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), obtido no sítio eletrônico da B3. A *proxy* de desempenho contábil considerada neste trabalho foi o *Return on Assets* (ROA). Para o desempenho de mercado das empresas, foi usado como *proxy* o logaritmo natural do valor de mercado. Por fim, para o risco, foi usado o Beta do CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) como *proxy*.

As *proxies* para DEC foram obtidos do Economática®, numa série temporal que vai de 2010 a 2016. O ROA foi obtido considerando-se 31/12 do ano em questão, e refere-se aos últimos 12 meses. O valor de mercado foi considerado em 31/12 do ano em questão. O Beta do CAPM foi calculado considerando-se os últimos 24 meses, até 31/12 do ano em questão, com estatísticas semanais, e foram selecionadas as

ações com maior movimento de cada empresa no período de 01/01/2010 a 31/12/2016. Todas as variáveis, exceto as variáveis representativas dos scores do IMR, foram winsorizada a 5%.

Esta pesquisa teve seu termo inicial limitado a 2010 porque a maior consolidação do *disclosure* de informações sobre RSC no mundo se deu na virada da década de 2010 (Eccles et al., 2014), e porque a adoção dos padrões *International Financial Reporting Standards* (IFRS) no Brasil se deu somente a partir de 2010. Já o limite superior de 2016 para a amostra se deu por conta da mudança de metodologia na seleção ao ISE, passando a ser obrigatória a abertura do questionário qualificador ao mercado a partir de 2017.

O universo considerado foram todas as empresas listadas na B3 entre 2010 e 2016, num total de 764 empresas. Em seguida, foram excluídas 75 empresas que se posicionavam como finanças e seguros e fundos na classificação “setor econômica” do Economática®. Foram excluídas também, 20 empresas com patrimônio líquido negativo para todos os anos da série temporal. Foram excluídas, por fim, 237 empresas com *missing values* para todos os controles. Remanesceram na amostra, então, 432 empresas.

Para captar o efeito do *disclosure* de RSC sobre o desempenho econômico e risco, adotou-se o modelo econométrico abaixo, em segundo estágio, tendo a endogeneidade entre o *disclosure* de RSC, a própria RSC e o DEC (Flamer, 2015; Dhaliwal et al., 2011), além do viés de seleção devido às características não observáveis que afetam a propensão das empresas fazerem GRI, e de figurarem como ISE, sido endereçadas por meio do *Inverse Mills Ratio* (IMR) (Tucher, 2011):

$$DEC_{it} = \beta_1 CONSISTENCIA_{it} + \beta_2 INCONSISTENCIA + \beta_3 ISE + \beta_4 IMR/GRI_{it} + \beta_5 IMR/ISE_{it} + \Sigma CONTROLES_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Segundo estágio})$$

Em que: DEC_{it} assume as *proxies* para desempenho contábil (ROA), desempenho de mercado (logaritmo natural do valor de mercado) e risco (Beta do CAPM) da empresa i , no ano t . As variáveis de interesse $CONSISTENCIA_{it}$ e $INCONSISTENCIA_{it}$ foram construídas mediante um *pool* de premissas. A utilização desse *pool* se fez necessária por conta da dificuldade de se construir uma regra única que abarcasse as diferentes sinalizações de consistência e de inconsistência de *disclosure* de RSC, ao longo da amostra. As premissas consideradas foram:

- 1) A análise foi feita considerando-se o *disclosure* GRI desde 2007, pois para se saber sobre a consistência ou inconsistência dos primeiros anos da série temporal, era necessário retroagir no tempo.
- 2) *Disclosure* sub ótimo sempre foi considerado inconsistente. Por definição os modelos G2, G3, G3.1 e G4 do GRI são considerados ótimos, por serem mais completos que os demais. Assim, caso o *disclosure* não seja feito em algum desses modelos, ele é considerado sub ótimo.
- 3) Interrupções na série de *disclosure* sempre foram consideradas inconsistências enquanto perdurar a interrupção, qualquer que seja sua extensão.
- 4) Se a empresa nunca fez GRI, desde 2007, não é considerada nem consistente, nem inconsistente.
- 5) Caso a empresa não tenha sido considerada inconsistente previamente, o primeiro *disclosure* ótimo e seguintes são considerados consistentes.

- 6) Caso a empresa seja inconsistente, para tornar-se consistente necessita de dois disclosure GRI ótimos para que, do terceiro em diante, seja considerado consistente.

Com base nessas regras, a variável *CONSISTENCIA_{it}* assume valor 1, caso a empresa, naquele ano, seja consistente, e zero se não. Já a variável *INCONSISTENCIA_{it}* assume valor 1, caso a empresa, naquele ano, seja inconsistente, e zero se não.

Como controles, foram usadas somente variáveis que afetam diretamente a relação entre *disclosure* de RSC e o DEC e risco, além do efeito fixo para ano e setor econômico. ε_{it} corresponde ao termo de erro da empresa *i*, no ano *t*. As variáveis *IMR/GRI_{it}* e *IMR/ISE_{it}* foram obtidas dos modelos das regressões probit abaixo, em primeiro estágio, e do consequente cálculo dos respectivos scores do IMR, dadas as características observáveis que afetam a propensão da empresa fazer GRI, e de ser ISE:

$$GRI_{it} = \Sigma Z_{it} + \delta_{it} \quad (\text{Primeiro estágio - GRI})$$

$$ISE_{it} = \Sigma R_{it} + \varphi_{it} \quad (\text{Primeiro estágio - ISE})$$

Em que: *GRI_{it}* e *ISE_{it}* são variáveis *dummy* que assumem valor 1 caso a empresa *i* tenha feito GRI, e tenha figurado como ISE, respectivamente, no ano *t*, e zero se não. *Z_{it}* e *R_{it}* referem-se às demais variáveis instrumentais da empresa *i* no ano *t*, as quais tem relação com a propensão da empresa fazer GRI, ou ser ISE, respectivamente. δ_{it} e φ_{it} correspondem aos termos de erro da empresa *i*, no ano *t*, para os probits de GRI e ISE, respectivamente.

A seguir, no Quadro 1, são apresentados todos os controles e variáveis instrumentais usados neste trabalho, e para quais situações se aplicam.

Variável de controle / instrumentais	Proxy	Variável dependente à qual se aplica				Literatura
		GRI	ISE	DEC	RISCO	
LEV	<i>Leverage</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Garcia-Castro, Arino e Canela (2010); Bhagat e Bolton (2008); Dhaliwal et al. (2011); Brammer e Pavelin (2006); Lameira, Ness, Quellas e Pereira (2012); Eccles et al. (2014)
SIZE	Logaritmo natural dos ativos totais	Sim	Sim	Sim	Sim	Garcia-Castro et al. (2010); Dhaliwal et al. (2011); Brammer e Pavelin (2006); Lameira et al. (2012); Hasseldine, Salama e Toms (2004); Teixeira et al. (2011); Kolk e Perego (2010); Eccles et al. (2014)
Efeito fixo para o ano	Xxxxx	Sim	Sim	Sim	Sim	Garcia-Castro et al. (2010); Dhaliwal et al. (2011); Teixeira et al. (2011); Kolk e Perego (2010)
Efeito fixo para setor econômico	Classificação no econômica®	Sim	Sim	Sim	Sim	Garcia-Castro et al. (2010); Dhaliwal et al. (2011); Marquis e Toffel (2011); Hasseldine et al. (2004); Teixeira et al. (2011); Eccles et al. (2014)
ROA	<i>Return on assets</i> (ROA)	Sim	Sim	Sim para Valor, NA para ROA	Sim	Garcia-Castro et al. (2010); Dhaliwal et al. (2011); Brammer e Pavelin (2006); Marquis e Toffel (2011); Hasseldine et al. (2004); Eccles et al. (2014)
LIST	Listada em outras bolsas de valores	Sim		Sim		Bhagat e Bolton (2008); Dhaliwal et al. (2011); Marquis e Toffel (2011); Eccles et al. (2014)
ACCRUAL	<i>Accrual</i>	Sim				Dhaliwal et al. (2011); Dechow, Ge e Schrand (2010)
R&D	Investimento em P&D	Sim	Sim	Sim		Garcia-Castro et al. (2010); Hasseldine et al. (2004)
ISE	Figurar no ISE	Sim	NA	Sim	Sim	Garcia-Castro et al. (2010); Dhaliwal et al. (2011); Brammer e Pavelin (2006); Schinetz e Epstein (2005); Teixeira et al. (2011); Kolk e Perego (2010); Eccles et al. (2014)
DIVER	Quantidade de setores	Sim			Sim	Hasseldine et al. (2004); Zheng (2017)
B2C	<i>Business to consumer</i> (B2C)	Sim	Sim	Sim		Eccles et al. (2014)
MTB	<i>Market to book</i>	Sim	Sim	Sim para ROA, NA para Valor	Sim	Dhaliwal et al. (2011); Teixeira et al. (2011); Eccles et al. (2014)

VISIB	Log natural de inserções	Sim				Brammer e Pavelin (2006); Marquis e Toffel (2011); Kolk e Perego (2010)
NATURE	Setores críticos ao meio ambiente	Sim	Sim	Sim		Brammer e Pavelin (2006); Kolk e Perego (2010); Eccles et al. (2014)
BETA	Beta do CAPM	Sim	Sim	Sim	NA	Garcia-Castro et al. (2010); Dhaliwal et al. (2011); Hasseldine et al. (2004); Eccles et al. (2014)
GRI	Disclosure de RSC	NA	Sim	Sim		Dhaliwal et al. (2011); Eccles et al. (2014)
IMR/GRI	Score IMR para GRI			Sim	Sim	Tucker (2011)
IMR/ISE	Score IMR para ISE			Sim	Sim	Tucker (2011)

Quadro 1: Compilação dos controles

Sim = Aplica-se como controle/variável instrumental

NA = Não se aplica

Fonte: Elaborada pelo autor

A classificação no setor econômico foi aquela correspondente a “setor Econômica” e, subsidiariamente, “segmento Bovespa” e o “subsetor Bovespa”, todas sendo classificações do Econômica®. O *accrual* foi obtido pela diferença entre o lucro antes do imposto de renda e o fluxo de caixa. O investimento em pesquisa e desenvolvimento foi expresso pela divisão do total de depósitos no Instituto Nacional de Propriedade Industrial – INPI de patentes e desenhos industriais, e de autoria de programas de computador, ano a ano, escalado pelo logaritmo natural da receita operacional líquida.

Considerou-se diversificada a empresa que opera em mais de uma indústria. A visibilidade da empresa foi expressa pelo logaritmo natural do total de reportes em sítio eletrônico especializado. Considerou-se setores críticos os setores de óleo e gás, química, metalúrgica e mineração.

Os dados para *leverage*, ativos totais, classificação no setor econômico, ROA, empresas listadas em outras bolsas de valores além da B3, *accrual*, receita operacional líquida, *Market to book* e pertencimento a setores críticos foram todos extraídos do Econômica®. Os dados para patentes, desenhos industriais e programas de computador foram obtidos no sítio eletrônico do Instituto Nacional de Propriedade Imaterial (INPI).

Os dados para diversificação foram obtidos nos sítios eletrônicos das empresas. Os reportes das empresas para cálculo da visibilidade foram obtidos no sítio eletrônico da *University of Wisconsin-Madison Libraries*, na seção *article search*, usando-se como argumento de busca “empresa <nome da empresa>” e “<nome da empresa> company”, e busca nos últimos 10 anos. A classificação como ISE foi obtida no sítio eletrônico da B3.

Capítulo 4

4. RESULTADOS E SUAS ANÁLISES

A propensão das empresas fazerem *disclosure* de RSC é afetada por dois fatores teóricos primordiais, segundo a literatura: A) o grau de RSC das empresas: Quanto mais RSC, mais incentivo as empresas têm de fazer *disclosure* de RSC (Beyer *et al.*, 2010). B) A percepção das empresas de como se resolve o *trade off* entre ser oportunista ou ter reputação, tendo como norte a maior geração de valor (Beyer *et al.*, 2010).

Já a forma como o *disclosure* de RSC afeta o desempenho econômico e risco é direcionada também por dois fatores teóricos primordiais: A) O grau de RSC a mais gerado pelo fato de as empresas fazerem *disclosure* de RSC (Dingwerth & Eichinger, 2010; Marquis & Toffel, 2011; Eccles *et al.*, 2014). B) O modo como o mercado de fato valoriza a escolha das empresas, em face do *trade off* entre ser oportunista ou ter reputação (Beyer *et al.*, 2010).

No modelo econométrico de segundo estágio deste trabalho há uma variável *dummy* que capta o efeito no desempenho econômico e risco de empresas com alta RSC (*ISEit*). Assim, as variáveis *CONSISTENCIAit* e *INCONSISTENCIAit*, que são as variáveis de interesse associadas ao *disclosure* de RSC, já estão controladas pelo incentivo. Logo, essas duas variáveis de interesse vão medir como o desempenho econômico e risco são afetados pela forma como o mercado reage ao *trade off* entre a empresa ser oportunista ou ter reputação, além do acréscimo de RSC decorrente do *disclosure*.

Há de se observar também que o ISE, até 2016, por não contemplar em sua plenitude o aspecto do *disclosure* de RSC, não se apresenta como *proxy* de RSC em

sua completude (Dingwerth & Eichinger, 2010; Marquis & Toffel, 2011; Eccles et al., 2014). Isso ocorre porque as empresas não estavam obrigadas, até 2016, a abrir para o mercado as respostas ao questionário qualificador ao ISE (BM&F Bovespa, 2017). Assim, a análise conjugada do coeficiente da variável *ISEit* com o coeficiente da variável *CONSISTÊNCIAit* pode levar à melhores inferências sobre as métricas estudadas, pelo fato de compor uma *proxy* mais robusta de RSC.

Quanto às estatísticas descritivas, a quantidade de observações nos dois estágios (empresa x ano) permitiu, neste quesito, uma análise estatística robusta, mitigando eventual problema de multicolinearidade (Wooldridge, 2011). Ainda a respeito da multicolinearidade, foram calculados os *Variance Inflation Factor* (VIF) das variáveis de todos os modelos, a fim de se diagnosticar algum problema relevante e que, eventualmente, merecesse ação corretiva.

Segundo Wooldridge (2011), o VIF é uma estatística que deve ser usada com parcimônia. Assim, se uma variável de controle apresenta VIF alto – acima de 10 -, mas ao mesmo tempo é uma variável importante para o modelo, não é premente a necessidade de se excluí-la do modelo. O VIF só passa a ser crítico caso as variáveis de interesse apresentem essa estatística acima do limiar de 10, o que não é o caso para as variáveis de interesse – *CONSISTENCIAit* e *INCONSISTENCIAit* – de todos os modelos econométricos. Somente as variáveis *SIZEit*, *IMR/GRlit* e *IMR/ISEit* deram VIF acima do limiar de 10, para todos os modelos, porém foram mantidas, dada a relevância das mesmas para os modelos econométricos.

Para as estatísticas descritivas – tabelas 1 e 2 -, foram consideradas as variáveis já winsorizadas a 5%, exceto as variáveis *IMR/GRlit* e *IMR/GRlit*, que não foram winsorizadas.

TABELA 1: ESTATÍSTICA DESCRITIVA PARA O PRIMEIRO ESTÁGIO, E PARA O SEGUNDO ESTÁGIO COM DEC ASSUMINDO VALORES DE BETA E ROA

VARIÁVEL	OBS.	MÉDIA	DESVIO PADRÃO	MIN.	MÁX.
CONSISTÊNCIA	1308	0,23012	0,42107	0	1
INCONSISTENCIA	1308	0,08028	0,27182	0	1
GRI	1308	0,28364	0,45094	0	1
ISE	1308	0,15596	0,36296	0	1
LIST	1308	0,12768	0,33386	0	1
NATURE	1308	0,13073	0,33724	0	1
DIVER	1308	0,08257	0,27533	0	1
B2C	1308	0,40291	0,49067	0	1
ROA	1308	2,56667	7,36294	-15,28608	15,59566
BETA	1308	0,59389	0,34506	0,06799	1,33396
MTB	1308	1,90521	1,86123	0,06603	7,50597
SIZE	1308	22,03267	1,45706	19,40405	24,63492
LEV	1308	98,65401	100,5752	0	389,9846
ACCRUAL	1308	5,16e+09	8,14e+09	7,52e+07	3,24e+10
VISIB	1308	7,52211	1,69981	3,97029	10,8517
PATENTE	1308	0,06945	0,17167	0	0,68254
MILLS/GRI	1308	3,73560	2,81564	2,05e-11	17,81206
MILLS/ISE	1308	5,78957	3,61260	0,00039	15,88881

Fonte: Elaborada pelo autor

TABELA 2: ESTATÍSTICA DESCRITIVA PARA O SEGUNDO ESTÁGIO. DEC ASSUMINDO VALOR DE MERCADO

VARIÁVEL	OBS.	MÉDIA	DESVIO PADRÃO	MIN.	MÁX.
VALOR	1306	21,22315	1,81459	17,62643	24,07353
CONSISTÊNCIA	1306	0,23047	0,42130	0	1
INCONSISTENCIA	1306	0,08040	0,27201	0	1
ISE	1306	0,15620	0,36319	0	1
LIST	1306	0,12787	0,33407	0	1
NATURE	1306	0,13093	0,33746	0	1
B2C	1306	0,40352	0,49079	0	1
ROA	1306	2,56239	7,36768	-15,28608	15,59566
BETA	1306	0,59362	0,34525	0,06799	1,33396
SIZE	1306	22,03323	1,45810	19,40405	24,63492
LEV	1306	98,72124	100,6374	0	389,9846
R&D	1306	0,06952	0,17179	0	0,68254
IMR/GRI	1306	3,75695	2,81014	2,67e-10	17,97374
IMR/ISE	1306	5,78529	3,61372	0,00039	15,88881

Fonte: Elaborada pelo autor

Na criação das variáveis *MILLS/GRI_{it}* e *MILLS/ISE_{it}* foram feitas regressões Probit como subsídio para cálculo dos scores IMRs respectivos. Apesar de os scores de VIF para a variável *SIZE_{it}*, ter dado acima de 10, a variável foi mantida nos dois modelos de regressão, por conta de sua relevância para os modelos. Os resultados são apresentados a seguir na tabela 3:

TABELA 3: PROBIT PARA CÁLCULO DO IMR/GRI E IMR/ISE – PRIMEIRO ESTÁGIO

VARIÁVEL	PROBIT GRI		PROBIT ISE	
	COEF.	P VALOR	COEF.	P VALOR
LIST	0,0125445	0,989		
NATURE	-0,3716547	0,665	-0,6708904	0,486
DIVER	-0,1062027	0,906		
B2C	0,4390725	0,409	1,354679	0,037**
ISE	2,511403	0,000***		
ROA	0,0226312	0,355	0,0261979	0,480
BETA	-0,2054602	0,636	0,1861093	0,694
MTB	0,0491123	0,634	0,1864879	0,174
SIZE	1,451967	0,000***	1,804196	0,000***
LEV	0,0008565	0,628	0,0012956	0,585
ACCRUAL	-2,90e-11	0,465		
VISIB	0,6251937	0,001***		
R&D	2,18786	0,033**	0,031522	0,979
GRI			2,618677	0,000***
CONS	-40,1818	0,000***	-45,34618	0,000***

Obs. 1: ** = significativo a 5%. *** = significativo a 1%.

Obs 2.: Controlado pelos efeitos fixos para ano e setor econômico.

Fonte: Elaborada pelo autor

Apresentados os resultados dos Probits a partir dos quais foram criadas as variáveis *IMR/GRI_{it}* e *IMR/ISE_{it}*, passa-se aos resultados das regressões para as *proxies* de DEC. Na tabela 4, a seguir, são apresentados os resultados das regressões para DEC assumindo valores de Beta, ROA e Valor de mercado, respectivamente.

TABELA 4: REGRESSÕES DO SEGUNDO ESTÁGIO

VARIÁVEL	RISCO		DESEMPENHO CONTÁBIL		DESEMPENHO DE MERCADO	
	COEF.	P VALOR	COEF.	P VALOR	COEF.	P VALOR
CONSISTENCIA	-0,13799	0,005***	-7,69400	0,000***	-0,69051	0,000***
INCONSISTENCIA	-0,12255	0,009***	-4,92428	0,000***	-0,36142	0,000***
ISE	0,04737	0,228	0,17100	0,813	0,19116	0,018**
SIZE	0,04164	0,166	-6,93880	0,000***	0,45994	0,000***
LEV	0,00027	0,010***	-0,02053	0,000***	-0,00170	0,000***
MTB	-0,02744	0,000***	0,49354	0,000***		
ROA	-0,00404	0,005***			0,02861	0,000***
DIVER	0,12675	0,043**				
LIST			-0,14537	0,874	-0,03838	0,786
B2C			-3,94379	0,000***	-0,12768	0,183
NATURE			2,21776	0,006***	0,10782	0,382
BETA			-1,88257	0,000***	-0,17028	0,003***
R&D			1,35600	0,334	0,42785	0,012**
IMR/GRI	0,05339	0,000***	-1,09933	0,000***	0,01366	0,657
IMR/ISE	-0,06884	0,000***	-3,58599	0,000***	-0,32820	0,000***
CONS	-0,11675	0,874	179,4511	0,000***	13,09436	0,000***

Obs. 1: ** = significativo a 5%. *** = significativo a 1%.

Obs 2.: Controlados pelos efeitos fixos para ano e setor econômico.

Fonte: Elaborada pelo autor

Para as três *proxies* de DEC, os coeficientes das duas variáveis de interesse, *CONSISTENCIA_{it}* e *INCONSISTENCIA_{it}*, deram significativos e negativos, com o

coeficiente da variável *CONSISTENCIA_{it}* sempre sendo maior, em módulo, que o coeficiente da variável *INCONSISTENCIA_{it}*. Esse resultado indica que, ingressar em uma sequência consistente de *disclosure* de RSC, está associado a uma redução maior no risco, desempenho contábil e desempenho de mercado, do que fazer *disclosure* de RSC inconsistente.

O resultado para risco corrobora a hipótese H3, em que se prediz que, caso a empresa faça *disclosure* consistente de RSC, em média, há uma redução do seu risco. Quanto à hipótese H3.1, em que se prediz que o *disclosure* de RSC consistente potencializa o efeito do *disclosure* sobre o risco, ela também foi confirmada pois, o coeficiente da variável *CONSISTENCIA_{it}* é mais negativo que o coeficiente da variável *INCONSISTENCIA_{it}*.

Conclui-se, a partir disso, que qualquer que seja o grau de consistência do *disclosure* de RSC, ele sempre leva o mercado a reagir de forma a reduzir o risco das empresas. Os resultados ainda corroboram (Dhaliwal et al., 2011), que afirmaram que, empresas que fazem *disclosure* de RSC demonstram maior preocupação com o risco associado aos seus negócios.

O resultado para desempenho contábil não corrobora a hipótese H1, em que se prediz que, caso as empresas façam *disclosure* consistente de RSC, elas tendem a melhorar o seu desempenho contábil. Quanto à hipótese H1.1, ela é confirmada pois, o coeficiente da variável *CONSISTENCIA_{it}* é mais negativo que o coeficiente da variável *INCONSISTENCIA_{it}*. Ou seja, o efeito do *disclosure* de RSC sobre o desempenho contábil é potencializado caso ele seja feito de forma consistente. Assim, pode-se concluir que, qualquer que seja o grau de consistência do *disclosure* de RSC, ele sempre leva a uma redução no desempenho contábil.

Uma possível explicação para esse resultado quando DEC assume a *proxy* para desempenho contábil, é que, fazer *disclosure* de RSC está associado a custos e retornos contábeis. Ao que parece, no Brasil, os retornos contábeis advindos do *disclosure* de RSC ainda são menores que os custos. Tais resultados vão de encontro à literatura internacional (Eccles et al., 2014; Greening & Turbam, 2001; Godfrey, 2005; Cheng et al., 2014; Dhaliwal et al., 2011), indicando haver uma resposta diferente do mercado brasileiro, em termos de desempenho contábil, em face do *disclosure* de RSC.

O resultado para o desempenho de mercado não corrobora a hipótese H2, em que se prediz que, caso as empresas façam *disclosure* consistente de RSC, elas tendem a ter um maior desempenho de mercado. Quanto à hipótese H2.2, ela é confirmada, pois o coeficiente da variável *CONSISTENCIA_{it}* é mais negativo que o coeficiente da variável *INCONSISTENCIA_{it}*. Ou seja, o efeito do *disclosure* de RSC sobre o desempenho de mercado é potencializado caso ele seja feito de forma consistente. Assim, pode-se concluir que, qualquer que seja o grau consistência de *disclosure* de RSC, ele sempre leva a uma redução no desempenho de mercado.

Uma possível explicação para esse resultado quando DEC assume a *proxy* para desempenho de mercado, é que essa sinalização gera um efeito negativo do mercado, em relação ao valor da empresa. Em contraste, a sinalização do ISE gera um aumento do valor de mercado das empresas, fato esse revelado pelo coeficiente da variável *ISE_{it}*, que deu significativo e positivo. Como o ISE apresenta uma deficiência teórica em termos de *accountability*, ao que parece, o mero rótulo ISE leva a uma melhora no desempenho de mercado, mas que não se sustenta quando o mercado toma ciência, de fato, das políticas de RSC das empresas, via GRI.

Esses resultados para desempenho de mercado divergem da literatura internacional (Eccles et al., 2014; Greening & Turbam, 2001; Godfrey, 2005; Cheng et al., 2014; Dhaliwal et al., 2011), indicando haver uma resposta diferente do mercado brasileiro, em termos de desempenho de mercado, em face da realização de *disclosure* de RSC. Ou seja, ao que parece, o mercado brasileiro não dá o mesmo valor a ações de *disclosure* RSC que os demais países ocidentais estudados pelos trabalhos internacionais.

Analisando-se as três *proxies* de DEC conjuntamente para as variáveis de interesse - *CONSISTENCIA_{it}* e *INCONSISTENCIA_{it}* -, vê-se que a prática de *disclosure* de RSC passa por um *trade off* entre fazer ou não fazer *disclosure*, seja ele em que nível de consistência for. Assim, para optar por fazer *disclosure* de RSC, a mitigação do risco deve ser fator preponderante na decisão, pois, como efeito colateral, haverá, em média, uma redução do desempenho contábil e de mercado.

Analisando-se as três *proxies* de DEC conjuntamente para a variável *ISE_{it}*, tem-se que os coeficientes para risco e desempenho contábil deram não significativos, mas deu significativo e positivo para desempenho de mercado. Assim, figurar no ISE, ao que parece, não traz prejuízo, mas também não traz benefícios relevantes para o desempenho contábil e risco, só sendo favorável em face do desempenho de mercado. Assim, figurar no ISE não se submete a nenhum *trade off*, sendo sempre favorável figurar neste índice, pelo menos para o valor de mercado.

Analisando-se os coeficientes das variáveis *IMR/GRI_{it}* e *IMR/ISE_{it}*, para as três *proxies* de DEC, tem-se que empresas com maior probabilidade de fazer GRI estão associadas a maior risco e menor desempenho contábil, mas que não diferem das demais em termos de desempenho de mercado. Quanto à probabilidade de figurar no

ISE, empresas com essa característica estão associadas a menor risco, e menores desempenho contábil e de mercado.

Por fim, tomado o somatório dos coeficientes das variáveis *CONSISTÊNCIA_{it}* e *ISE_{it}*, teoricamente, tem-se uma *proxy* mais robusta de RSC. Com base nessa premissa, e analisando os resultados para as proxies de DEC, tem-se que empresas mais responsáveis socialmente tendem a ter, em média, menor risco e menor desempenho contábil. Quanto ao desempenho de mercado, também ele é piorado nessas condições porque, apesar do coeficiente da variável *ISE_{it}* ter dado significativo e positivo, ele não foi grande o suficiente para anular o efeito negativo do coeficiente da variável *CONSISTÊNCIA_{it}*.

Capítulo 5

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

No presente trabalho, procurou-se evidenciar a relação entre *disclosure* de RSC, via GRI, sobre o DEC – desempenhos contábil e de mercado -, além do risco das empresas no cenário brasileiro. Utilizou-se de dados em painel não balanceado com efeito fixo, e do *Inverse Mills Ratio* para endereçar o viés de seleção devido às características não observáveis, além da mútua causalidade entre desempenho econômico e *disclosure* de RSC.

Como resultados, encontrou-se que empresas que fazem *disclosure* de RSC, em qualquer grau de consistência, tendem, em média, a ter redução nos três indicadores estudados – risco, desempenho contábil e desempenho de mercado. Essas reduções se apresentam maiores, caso o *disclosure* de RSC seja consistente.

Este trabalho divergiu parcialmente dos achados de Lameira et al., (2011) para a relação entre o ISE e as métricas de desempenho aqui estudadas. Enquanto naquele trabalho encontrou-se que figurar como ISE leva a uma redução no risco e aumento nos desempenhos contábil e de mercado, neste trabalho encontrou-se que não há relação significativa com o risco e com o desempenho contábil, mas que está associado a um aumento do desempenho de mercado.

Para a relação entre figurar no ISE e o risco, este trabalho divergiu de Teixeira et al., (2011). Naquele trabalho encontrou-se que a introdução do ISE no mercado brasileiro, em 2005, levou a uma redução do risco das empresas que figuraram no índice, enquanto que, neste trabalho, não foi encontrada relação significativa.

As divergências apontadas deste trabalho em relação aos estudos paradigmas podem ter surgido por conta de diferenças metodológicas e de amostra. Ambos

estudos paradigmas – Lameira et al., (2011) e Teixeira et al., (2011) -estudaram períodos próximos à introdução do ISE no mercado, numa situação que pode não ser de equilíbrio de mercado, ao passo que este estudo usou uma série temporal que se iniciou 5 anos após a introdução do ISE.

Também os dois estudos paradigmas considerados não controlaram os seus modelos pelo *disclosure* de RSC, apesar de relevante, dada a deficiência de *accountability* do ISE em face do mercado, até 2016. Lameira et al., (2011) usou ainda, dados em painel balanceado, enquanto que este trabalho usou dados em painel não balanceado, o que redundou em uma amostra com mais observações, e um possível perfil diferente de empresas para este trabalho em relação àquele.

Como limitações deste trabalho, há o próprio uso das *proxies* de RSC e de *disclosure* de RSC. Assim, a classificação no ISE representa uma simplificação de algo complexo, e que deveria ser aferido por uma quantidade maior de *proxies* representativas das facetas da RSC, especialmente dos diversos *stakeholders*. Também o uso do GRI é uma simplificação do universo de maneiras que a empresa pode empreender uma prática de *disclosure* de RSC.

Dessa forma, pesquisas futuras devem se aprofundar no tema, dissecando a RSC em suas diversas nuances, além de contemplar uma quantidade de formas mais significativa de *disclosure* de RSC, e suas relações com o desempenho econômico corporativo. Outra possibilidade de pesquisa futura seria a utilização do ISE de depois de 2016 como *proxy* de RSC, vez que se terá, em tese, sido suprida a falta de *accountability* desse indicador.

Como contribuições teóricas, este trabalho preenche uma lacuna na literatura nacional em termos de *disclosure* de RSC e sua relação com o DEC e risco das

empresas, além de contribuir para o debate em termos da relação entre figurar no ISE e o DEC e risco das empresas no Brasil. Assim, evoluiu-se em relação aos estudos anteriores que relacionaram a RSC ao DEC usando o ISE como *proxy* de RSC, vez que este trabalho controlou o ISE, que é *proxy* que peca no quesito *accountability*, pelo *disclosure* de RSC, fato este relevante conforme literatura.

Como contribuições práticas, este trabalho pode subsidiar a formulação de políticas públicas voltadas ao incentivo e fomento do *triple botton line* da sustentabilidade no meio corporativo. Também pode ajudar as empresas a melhor formularem suas políticas de RSC e de *disclosure* de RSC, em face do *trade off* entre fazer ou não fazer esse tipo de *disclosure*.

REFERÊNCIAS

- Beato, R. S., Souza, M. T.S. & Parizotto, L. S. (2009). Rentabilidade dos índices de sustentabilidade empresarial em bolsas de valores: um estudo do ISE/Bovespa, *Revista de Administração e Inovação*, 6(3),108-127.
- Beurden, P. & Gossling, T. (2008). The Worth of Values – A Literature Review on the Relation Between Corporate Social and Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 82(2), 407-424.
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z. & Walther, B. R. (2010). The Financial Reporting Environment: Review of the Recent Literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 296-343.
- Bhagat, S. & Bolton, B. (2008). Corporate Governance And Firm Performance. *Journal of corporate finance*,14(3), 257-273.
- BM&F Bovespa (2017). Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Recuperado em 02 de novembro de 2017 , de:
http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm.
- Bradford, M., Earp, J. B., Showalter, D. S. & Willians, P. F. (2017). Corporate Sustainability Reporting and Stakeholder Concerns: Is There a Disconnect? *Accounting Horizons*,31(1), 83–102.
- Brammer, S. & Pavelin, S. (2006). Voluntary Environmental Disclosures by Large UK Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(7) & (8), 1168–1188.
- Castro, L. A. (2017). Análise de diferenças de desempenho entre empresas participantes e não participantes do índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA. *Revista Ciência Administração*,23(1), 128-155.
- Cavalcante, L. R. M. T., Bruni, A. L. & Costa, F. J. M.(2009). Sustentabilidade empresarial e valor das ações: uma análise na Bolsa de Valores de São Paulo. *RGSA – Revista de Gestão Social e Ambiental*, 3(1), 70-86.
- Cheng, B., Ioannou, I. & Serafeim, G. (2014). Corporate Social Responsibility and Access to Finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23.
- Choi, J. & Wang, H. (2009). Stakeholder relations and the persistence os corporate financial performance. *Strategic Management Journal*, 30(8), 895–907.
- Cristófaló, R. G., Akaki, A. S., Abe, T. C., Morano, R. S. & Miraglia, S. G. E. K. (2016). Sustentabilidade e o mercado financeiro: estudo do desempenho de empresas que compõem o índice de sustentabilidade empresarial (ISE). *REGE - Revista de Gestão*, 23(4), 286–297.

- Cunha, F. A. F. S. & Samanez, C. P. (2013). Performance Analysis of Sustainable Investments in the Brazilian Stock Market: A Study About the Corporate Sustainability Index (ISE). *Journal of Business Ethics*, 117(1), 19–36.
- Dechow, P., Ge E, W. & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 344–401.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A. & Yang, Y.G. (2011). Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59–100.
- Dimson, E., Karakas, O. & Li, X. (2015). Active ownership. *The Review of Financial Studies*, 28(12), 3225-3268.
- Dingwerth, K. & Eichinger, M. (2010). Tamed Transparency: How Information Disclosure under the Global Reporting Initiative Fails to Empower. *Global Environmental Politics*, 10(3), 74-96.
- Eccles, R. G., Ioannou, I. & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857.
- Garcia-Castro, R., Arino, M. A. & Canela, M. A. (2010). Does social performance really lead to financial performance? Accounting for endogeneity. *Journal of Business Ethics*, 92(1), 107-126.
- Global Reporting Initiative. (2017). GRI's History. Recuperado em 04 de abril de 2018, de: <https://www.globalreporting.org/information/about-gri/gri-history/Pages/GRI's%20history.aspx>.
- Godfrey, P. C. (2005). The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: a risk management perspective. *Academy of Management Review*, 30(4), 777-798.
- Gomes, F. P. & Tortato, U. (2011). Adoção de práticas de sustentabilidade como vantagem competitiva: evidências empíricas. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração*, 5(2), 33-49.
- Greening, D. W. & Turban, D. B. (2000). Corporate social performance as a competitive advantage in attracting a quality workforce. *Business and Society*, 39(3), 254-280.
- Flammer, C (2015). Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach. *Management Science*, 61(11), 2549-2568.
- Hasseldine, J., Salama, A. I. & Toms, J. S. (2005). Quantity versus quality: the impact of environmental disclosures on the reputations of UK Plcs. *The British Accounting Review*, 37(2), 231-248.

- Kolk, J. E. M. & Perego, P. (2010). Determinants of the adoption of sustainability assurance statements: an international Investigation. *Business Strategy and the Environment*, 19(3), 182-198.
- KPMG. KPMG international survey of corporate social responsibility reporting 2008. 2008. Recuperado em 02 de novembro de 2017, de: <http://www.kpmg.com/LU/en/IssuesAndInsights/Articlespublications/Pages/KPMGInternationalSurveyonCorporateResponsibilityReporting2008.aspx>.
- Lameira, V. J., Ness JR, W. L., Quellas, O. L. G. & Pereira, R. G. (2013). Sustainability, Value, Performance and Risk in the Brazilian Capital Markets. *Review of Business Management*, 15(46), 76-90.
- Machado, M. R., Machado, M. A. V. & Corrar, L. J. (2009). Desempenho do índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da Bolsa de Valores de São Paulo. *Revista Universo Contábil*, 5(2), 24-38.
- Margolis, J. D., Elfebein, H. A. & Walsh, J. P. (2009). Does it Pay to Be Good...And Does it Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1866371> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1866371>.
- Marquis, C. & Toffel, M. W. (2011). The globalization of corporate environmental disclosure: accountability or greenwashing? *Harvard Business School*, 1-73.
- McWilliams, A. & Siegel, D. (2001). Corporate social responsibility: a theory os the firm perspective. *Academy of Management Review*, 26(1), 117-127.
- Rezende, I. A. C., Nunes, J. G. & Portela, S. S. (2008). Um estudo sobre o desempenho financeiro do índice de sustentabilidade empresarial. *Repec*, 2(1), 71-93.
- Schinietz, K. E. & Epstein, M. J. (2005). Exploring the financial value of a reputation for corporate social responsibility during a crisis. *Corporate Reputation Review*, 7(4), 327-345.
- Sousa, F. S. & Zucco, A. (2016). Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e geração de valor para investidores. *Revista Capital Científico – Eletrônica (RCCe)*, 14(1), 105-122.
- Surroca, J., Tribó, J. A. & Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: the role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31(5), 463-490.
- Teixeira, E. A., Nossa, V. & Funchal, B. (2011). O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de Risco. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 22(55), 29-44.

- Tucker, J. W. (2011). Selection bias and econometric remedies in accounting and finance research. *Journal of Accounting Literature, Forthcoming*, 1-37.
- Wooldridge, J M. (2011). *Introdução à econometria. Uma abordagem moderna*. (Tradução da quarta edição norte-americana). Cengage Learning.
- Zheng, S. (2017). Can corporate diversification induce more tax avoidance? *Journal of Multi. Fin. Manag*, 41, 47–60.

APÊNDICE A: Matriz de correlação das variáveis do primeiro estágio - GRI

TABELA 5: MATRIZ DE CORRELAÇÃO – PRIMEIRO ESTÁGIO - GRI

VARIÁVEL	GRI	LIST	NATURE	DIVER	ISE	B2C	ROA
GRI	1,0000						
LIST	0,3132*	1,0000					
NATURE	-0,0126	0,1167*	1,0000				
DIVER	0,0639*	0,1765*	0,1721*	1,0000			
ISE	0,5943*	0,3786*	-0,0104	0,0012	1,0000		
B2C	0,1021*	0,1388*	-0,2353*	-0,0539	0,1581*	1,0000	
ROA	0,1471*	0,0190	-0,1239*	-0,0415	0,1014*	0,1625*	1,0000
BETA	0,1275*	0,1642*	0,1931*	0,1704*	0,1079*	0,0636*	-0,1279*
MTB	0,0748*	-0,0345	-0,1211*	-0,0311	0,0548*	0,1175*	0,4070*
SIZE	0,4998*	0,5151*	0,0288	0,1676*	0,4763*	0,1219*	0,1405*
LEV	0,0539	0,0273	0,0507	0,0487	0,0486	-0,0607*	-0,2650*
ACCRUAL	0,4119*	0,6836*	0,2106*	0,2069*	0,4271*	0,0858*	0,0572*
VISIB	0,3424*	0,3395*	0,0155	0,1457*	0,2926*	0,1304*	0,1254*
R&D	0,2907*	0,1601*	0,0812*	0,0549*	0,2129*	-0,1101*	0,1250*
VARIÁVEL	BETA	MTB	SIZE	ACCR.	VISIB	R&D	
BETA	1,0000						
MTB	-0,0964*	1,0000					
SIZE	0,3489*	0,0307	1,0000				
LEV	0,1312*	0,1955*	0,1385*	1,0000			
ACCRUAL	0,2382*	0,0514	0,7109*	0,1138*	1,0000		
VISIB	0,1064*	0,1323*	0,3731*	0,0409	0,3668*	1,0000	
R&D	0,0815*	0,0765*	0,2090*	0,0123	0,2337*	0,2980*	1,0000

Obs.: * = significativo a 5%.

Fonte: Elaborado pelo autor

APÊNDICE B: Matriz de correlação das variáveis do primeiro estágio - ISE

TABELA 6: MATRIZ DE CORRELAÇÃO – PRIMEIRO ESTÁGIO - ISE

VARIÁVEIS	ISE	GRI	NATURE	B2C	ROA	BETA	MTB
ISE	1,0000						
GRI	0,5943*	1,0000					
NATURE	-0,0104	-0,0126	1,0000				
B2C	0,1581*	0,1021*	-0,2353*	1,0000			
ROA	0,1014*	0,1471*	-0,1239*	0,1625*	1,0000		
BETA	0,1079*	0,1275*	0,1931*	0,0636*	-0,1279*	1,0000	
MTB	0,0548*	0,0748*	-0,1211*	0,1175*	0,4070*	-0,0964*	1,0000
SIZE	0,4763*	0,4998*	0,0288	0,1219*	0,1405*	0,3489*	0,0307
LEV	0,0486	0,0539	0,0507	-0,0607*	-0,2650*	0,1312*	0,1955*
R&D	0,2129*	0,2907*	0,0812*	-0,1101*	0,1250*	0,0815*	0,0765*
VARIÁVEL	SIZE	LEV	R&D				
SIZE	1,0000						
LEV	0,1385*	1,0000					
R&D	0,2090*	0,0123	1,0000				

Obs.: * = significativo a 5%.

Fonte: Elaborado pelo autor

APÊNDICE C: Matriz de correlação das variáveis do terceiro estágio (DEC = BETA)

TABELA 7: MATRIZ DE CORRELAÇÃO – SEGUNDO ESTÁGIO (DEC = BETA)

VARIÁVEL	BETA	CONSIST.	INCONSIST.	DIVER	ISE	ROA
BETA	1,0000					
CONSIST.	0,1209*	1,0000				
INCONSIST.	0,0598*	-0,1615*	1,0000			
DIVER	0,1704*	0,0472	0,0545*	1,0000		
ISE	0,1079*	0,6611*	-0,0262	0,0012	1,0000	
ROA	-0,1279*	0,1232*	0,0565*	-0,0415	0,1014*	1,0000
SIZE	0,3489*	0,4761*	0,1373*	0,1676*	0,4763*	0,1405*
MTB	-0,0964*	0,0690*	-0,0007	-0,0311	0,0548*	0,4070*
LEV	0,1312*	0,0685*	-0,0217	0,0487	0,0486	-0,2650*
IMR/GRI	-0,2381*	-0,5370*	-0,1370*	-0,1062*	-0,5400*	-0,2145*
IMR/ISE	-0,2786*	-0,6407*	-0,1695*	-0,1132*	-0,5679*	-0,2684*
VARIÁVEL	SIZE	MTB	LEV	IMR/GRI	IMR/ISE	
SIZE	1,0000					
MTB	0,0307	1,0000				
LEV	0,1385*	0,1955*	1,0000			
IMR/GRI	-0,8385*	-0,1253*	-0,1447*	1,0000		
IMR/ISE	-0,8649*	-0,2100*	-0,1423*	0,8699*	1,0000	

Obs.: * = significativo a 5%.

Fonte: Elaborado pelo autor

APÊNDICE D: Matriz de correlação das variáveis do terceiro estágio (DEC = ROA)

TABELA 8: MATRIZ DE CORRELAÇÃO – SEGUNDO ESTÁGIO (DEC = ROA)

VARIÁVEL	ROA	CONSIST.	INCONSIST.	ISE	LIST	B2C
ROA	1,0000					
CONSIST.	0,1232*	1,0000				
INCONSIST.	0,0565*	-0,1615*	1,0000			
ISE	0,1014*	0,6611*	-0,0262	1,0000		
LIST	0,0190	0,3623*	-0,0287	0,3786*	1,0000	
B2C	0,1625*	0,1286*	-0,0132	0,1581*	0,1388*	1,0000
NATURE	-0,1239*	-0,0127	0,0023	-0,0104	0,1167*	-0,2353*
BETA	-0,1279*	0,1209*	0,0598*	0,1079*	0,1642*	0,0636*
SIZE	0,1405*	0,4761*	0,1373*	0,4763*	0,5151*	0,1219*
MTB	0,4070*	0,0690*	-0,0007	0,0548*	-0,0345	0,1175*
LEV	-0,2650*	0,0685*	-0,0217	0,0486	0,0273	-0,0607*
R&D	0,1250*	0,2964*	0,0389	0,2129*	0,1601*	-0,1101*
IMR/GRI	-0,2145*	-0,5370*	-0,1370*	-0,5400*	-0,3949*	-0,2090*
IMR/ISE	-0,2684*	-0,6407*	-0,1695*	-0,5679*	-0,4262*	-0,3010*
VARIÁVEL	NATURE	BETA	SIZE	MTB	LEV	R&D
NATURE	1,0000					
BETA	0,1931*	1,0000				
SIZE	0,0288	0,3489*	1,0000			
MTB	-0,1211*	-0,0964*	0,0307	1,0000		
LEV	0,0507	0,1312*	0,1385*	0,1955*	1,0000	
R&D	0,0812*	0,0815*	0,2090*	0,0765*	0,0123	1,0000
MILS/GRI	0,0395	-0,2381*	-0,8385*	-0,1253*	-0,1447*	-0,3251*
MILS/ISE	0,0738*	-0,2786*	-0,8649*	-0,2100*	-0,1423*	-0,2446*
VARIÁVEL	MILS/GRI	MILS/ISE				
MILS/GRI	1,0000					
MILS/ISE	0,8699*	1,0000				

Obs.: * = significativo a 5%.

Fonte: Elaborado pelo autor

APÊNDICE E: Matriz de correlação - Segundo estágio (DEC = Valor de mercado)

TABELA 9: MATRIZ DE CORRELAÇÃO -SEGUNDO ESTÁGIO (DEC = VALOR DE MERCADO)

VARIÁVEL	VALOR	CONSIST.	INCONSIST.	ISE	LIST	B2C
VALOR	1,0000					
CONSIST.	0,4338*	1,0000				
INCONSIST.	0,1372*	-0,1618*	1,0000			
ISE	0,4266*	0,6610*	-0,0264	1,0000		
LIST	0,4095*	0,3621*	-0,0289	0,3784*	1,0000	
B2C	0,1856*	0,1280*	-0,0136	0,1577*	0,1384*	1,0000
NATURE	-0,0455	-0,0130	0,0021	-0,0107	0,1165*	-0,2360*
BETA	0,1959*	0,1214*	0,0600*	0,1083*	0,1646*	0,0642*
ROA	0,4864*	0,1236*	0,0567*	0,1017*	0,0192	0,1631*
SIZE	0,8179*	0,4761*	0,1372*	0,4762*	0,5150*	0,1217*
LEV	-0,0417	0,0682*	-0,0219	0,0483	0,0271	-0,0612*
R&D	0,2382*	0,2963*	0,0388	0,2128*	0,1600*	-0,1105*
IMR/GRI	-0,7369*	-0,5367*	-0,1367*	-0,5398*	-0,3947*	-0,2079*
IMR/ISE	-0,8040*	-0,6405*	-0,1692*	-0,5678*	-0,4260*	-0,3003*
VARIÁVEL	NATURE	BETA	ROA	SIZE	LEV	R&D
NATURE	1,0000					
BETA	0,1935*	1,0000				
ROA	-0,1237*	-0,1283*	1,0000			
SIZE	0,0287	0,3492*	0,1406*	1,0000		
LEV	0,0504	0,1316*	-0,2648*	0,1384*	1,0000	
R&D	0,0811*	0,0817*	0,1251*	0,2089*	0,0121	1,0000
IMR/GRI	0,0402	-0,2392*	-0,2153*	-0,8389*	-0,1442*	-0,3249*
IMR/ISE	0,0743*	-0,2794*	-0,2690*	-0,8651*	-0,1419*	-0,2444*
VARIÁVEL	IMR/GRI	IMR/ISE				
IMR/GRI	1,0000					
IMR/ISE	0,8698*	1,0000				

Obs.: * = significativo a 5%.

Fonte: Elaborada pelo autor.