

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO
FECAP**

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

KELLY FREIRE DE SALES

**RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA E O
DESEMPENHO FINANCEIRO DE EMPRESAS DA BOLSA DE
VALORES BRASILEIRA DURANTE A PANDEMIA DA
COVID-19**

São Paulo

2025

KELLY FREIRE DE SALES

**RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA E O
DESEMPENHO FINANCEIRO DE EMPRESAS DA BOLSA DE
VALORES BRASILEIRA DURANTE A PANDEMIA DA
COVID-19**

Artigo apresentado ao Programa de Mestrado Profissional em Administração do Centro Universitário Álvares Penteado, como parte dos requisitos para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira

São Paulo

2025

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

Prof. Dr. Edison Simoni da Silva
Reitor

Prof. Dr. Ronaldo Fróes de Carvalho
Pró-reitor de Graduação

Prof. Dr. Alexandre Sanches Garcia
Pró-reitor de Pós-Graduação

FICHA CATALOGRÁFICA

S163r	<p data-bbox="459 1133 691 1167">Sales, Kelly Freire de</p> <p data-bbox="459 1196 1291 1285">Responsabilidade social corporativa e o desempenho financeiro de empresas da Bolsa de valores brasileira durante a pandemia da Covid-19 /Kelly Freire de Sales. - - São Paulo, 2025.</p> <p data-bbox="504 1317 552 1350">59 f.</p> <p data-bbox="497 1364 1070 1397">Orientador: Prof. Dr. Alexandre de Miceli da Silveira</p> <p data-bbox="459 1426 1270 1516">Artigo (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP – Centro Universitário Álvares Penteado – Programa de Mestrado Profissional em Administração.</p> <p data-bbox="459 1547 1225 1637">1. Responsabilidade social da empresa. 2. Governança corporativa. 3. Sustentabilidade – Empresas brasileiras. 4. Covid-19. 5. Administração financeira – Empresas brasileiras.</p> <p data-bbox="1090 1668 1254 1702">CDD: 658.408</p>
-------	--

Bibliotecária responsável: Jucélia Sousa Oliveira, CRB-8/10603

KELLY FREIRE DE SALES

**RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA E O DESEMPENHO
FINANCEIRO DE EMPRESAS DA BOLSA DE VALORES BRASILEIRA DURANTE
A PANDEMIA DA COVID-19**

Artigo apresentado ao Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre Profissional em Administração.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros
Universidade de São Paulo – USP

Prof^a. Dr^a. Simone Barakat
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 12 de fevereiro de 2025.

Agradecimentos

A realização desta dissertação foi possível graças ao ambiente enriquecedor e inspirador da Fecap, que me proporcionou, enquanto aluna bolsista, a oportunidade de concluir tanto a graduação quanto o mestrado, etapas que, de outra forma, seriam inacessíveis.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira, agradeço imensamente pelas contribuições que ajudaram a direcionar e enriquecer este trabalho. Agradeço também aos professores Prof^ª. Dr^ª. Simone Barakat e Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros, por aceitarem participar desta banca e pelas contribuições e críticas construtivas que colaboraram para o aprimoramento desta pesquisa.

Ao corpo docente dos Programas de Graduação e Mestrado da Fecap, minha gratidão pelas aulas e discussões inspiradoras e pelos conselhos valiosos que tanto contribuíram para o meu desenvolvimento acadêmico. Cada ensinamento deixou uma marca importante nesta jornada.

Agradeço profundamente aos meus pais, por sempre me oferecerem a oportunidade de continuar estudando, mesmo diante das maiores dificuldades, por acreditarem em mim e por me apoiarem incondicionalmente em cada passo do caminho.

Por fim, ao parceiro que escolhi para a vida, sou especialmente grata por toda a ajuda com este trabalho, por me ouvir, me auxiliar quando tive dificuldades, ler os esboços, oferecer sugestões e estar presente em cada etapa desse processo. Minha gratidão por sua paciência, apoio incondicional e por estar sempre ao meu lado. Obrigada por compreender as dificuldades, me incentivar a seguir em frente e por ser um porto seguro nos momentos de cansaço e incerteza.

Responsabilidade Social Corporativa e o Desempenho Financeiro de Empresas da Bolsa de Valores Brasileira Durante a Pandemia da Covid-19

Kelly Freire de Sales

Mestre em Administração

e-mail: kelly.sales1@edu.fecap.br

Resumo

Este estudo analisa a relação entre a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e o desempenho financeiro das empresas da bolsa de valores brasileira durante a pandemia da Covid-19, com foco nos índices ESG e na participação na carteira ISE-B3. Foram comparados dados financeiros e de desempenho de responsabilidade social dos períodos pré-pandemia (2018-2019) e pandêmico (2021-2022). Os resultados mostraram que os indicadores agregados de responsabilidade social corporativa (ESGC) não apresentaram variações significativas durante a pandemia, embora empresas do ISE-B3 tenham mostrado maior consistência nos indicadores. A relação entre ESG e desempenho financeiro revelou-se mista, sugerindo que as dimensões ambiental, social e de governança influenciam o desempenho de maneiras distintas. O estudo contribui para o entendimento do impacto de eventos exógenos sobre a responsabilidade social corporativa em mercados emergentes, oferecendo subsídios para a formulação de estratégias empresariais e políticas públicas mais eficazes.

Palavras-chave: Responsabilidade Social Corporativa. Desempenho financeiro. Covid-19. ESG. Pandemia.

Abstract

This study examines the relationship between Corporate Social Responsibility (CSR) and the financial performance of companies listed on the Brazilian stock exchange during the Covid-19 pandemic, focusing on ESG indices and participation in the ISE-B3 portfolio. Financial and social responsibility performance data from the pre-pandemic period (2018-2019) and the pandemic period (2021-2022) were compared. The results indicated that aggregate corporate social responsibility scores (ESGC) did not show significant variations during the pandemic, although ISE-B3 companies demonstrated greater consistency in their indicators. The relationship between ESG and financial performance proved to be mixed, suggesting that the environmental, social, and governance dimensions influence performance in distinct ways. This study contributes to understanding the impact of exogenous events on corporate social responsibility in emerging markets, providing insights for the development of more effective business strategies and public policies.

Key-words: Corporate Social Responsibility. Financial Performance. Covid-19. ESG. Pandemic.

1 Introdução

Uma das perguntas a serem feitas, para que seja possível assegurar os interesses dos *stakeholders* como uma ferramenta para se alcançar os objetivos da organização pensando no bem-estar social (Aqabna, Aga, & Jabari, 2023), é se os acionistas devem realmente ser vistos como mais importantes que outras partes interessadas. Assim, a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) surgiu como um movimento das organizações buscando manter o desenvolvimento sustentável e preservar relacionamentos com a sociedade, seus funcionários e o ambiente (Lee & Yang, 2021). Desta forma, maiores atenções são voltadas para o tema que se tornou parte integrante das estratégias organizacionais, trazendo potencial de aprimoramento da reputação e de criação de valor para os acionistas e outros *stakeholders* (Freguete, Nossa, & Funchal, 2015; Lee & Yang, 2021; Malik, 2014).

A pandemia da Covid-19 trouxe diversas incertezas e ocasionou uma crise sanitária em conjunto com crises econômicas e políticas em nível global (Carlos & Moraes, 2021). Causou também diversas perdas para os negócios, principalmente nos países em desenvolvimento (Aqabna, et al., 2023). O choque exógeno causado pela crise deste período foi rápido e forte, causando o colapso de diversos mercados financeiros e deixando as organizações sem tempo de adaptar suas políticas e práticas de RSC (Arora, Sur, & Chauhan, 2022).

Xu, Chen, Zhou, Dong e He (2023) observam que, durante um evento como a pandemia, a realização de investimentos em áreas como governança, proteção ambiental e RSC podem ser vistos como uma ferramenta estratégica e funcionam como uma forma de prevenção, protegendo a riqueza dos acionistas. Assim, com a crise do período, os investidores passaram a considerar aspectos não financeiros, trazendo um foco maior para questões Ambientais, Sociais e de Governança (ESG), isso fez com que as organizações buscassem proteger os interesses dos *stakeholders* e cumprir responsabilidades sociais (Kim & Yoon, 2024).

Al Amosh e Khatib (2023a) demonstram que este período afetou negativamente a performance financeira das organizações. Ao mesmo tempo, as empresas que demonstravam preocupação para com os aspectos de ESG foram menos afetadas. Este resultado sugere que a observância das questões ambientais, sociais e de governança é capaz de amenizar os impactos financeiros negativos de uma crise. Assim como Moutinho e Silva (2024) observam que as práticas de ESG podem resultar em menor desvalorização e, por isso, são capazes de diminuir a exposição a riscos sistemáticos. Sendo que as ações de organizações que apresentam maiores investimentos em ESG demonstram ser mais resilientes em períodos como este.

Desta forma, este contexto afetou as ações voltadas para a responsabilidade social das organizações, já que em situações como essa as pessoas costumam auxiliar umas às outras e se comprometem a isso (Aqabna et al., 2023). Sendo assim, percebeu-se que diversas entidades e organizações intensificaram suas ações de responsabilidade social como forma de prestar apoio aos diversos públicos da sociedade, como clientes, comunidades, empresas menores etc. (Carlos & Morais, 2021).

Por exemplo, através do Itaú Social, o Itaú Unibanco tomou algumas iniciativas em busca de apoiar a sociedade, como a doação de cerca de R\$52 milhões para Organizações da Sociedade Civil (OSCs), a distribuição de alimentos e de produtos de higiene, a realização de ações educacionais em busca de apoiar os indivíduos na nova realidade educacional que surgiu com o período, dentre outras ações (Itaú Social, 2022).

Além disso, ocorreu o surgimento de parcerias entre organizações em busca de auxiliar a sociedade como o Movimento Nós formado por Ambev, Aurora Alimentos, BRF, Coca-Cola Brasil, Grupo Heineken, Mondelez International, Nestlé e PepsiCo. Com o objetivo de investir cerca de R\$370 milhões para auxiliar na retomada de pequenos negócios no país, com foco em temas como o treinamento voltado para os protocolos de proteção e saúde, o reabastecimento dos estoques e o fortalecimento da relação com o consumidor (Meio & Mensagem, 2020).

Desta forma, considerando todos esses aspectos, em conjunto ao crescente interesse voltado para a RSC, difundiu-se os investimentos em ESG com o objetivo de satisfazer os interesses de todos os *stakeholders* (Zaiane & Ellouze, 2022). Assim, somente as informações financeiras das organizações não são suficientes para a tomada de decisão dos investidores, que dão mais atenção para informações não financeiras, como por exemplo, as divulgações sobre as ações de responsabilidade social (Prayanthi & Budiarmo, 2022).

Conforme observado por Freguete et al. (2015), existem estudos que demonstram algumas vantagens de longo prazo proporcionadas pela Responsabilidade Social Corporativa, mas não há tantas evidências dos efeitos da RSC em cenários de crise econômica. Em geral, percebe-se certa inconsistência nos resultados dos estudos que buscam verificar a relação entre a RSC e o desempenho econômico e financeiro das organizações (Crisóstomo, Freire, & Vanconcellos, 2011; Nguyen, Agbola, & Choi, 2022; Pletsch, Silva, & Hein, 2015; Prayanthi, Budiarmo, 2022; Velychko, Prylypko, & Prylypko, 2021).

Estudos anteriores evidenciaram a existência de uma relação positiva entre a RSC e o desempenho financeiro das organizações (Aqabna et al., 2023; Fourati & Dammak, 2021; Liu, Nemoto & Lu, 2023; Ma, Chishti, Durrani, Bashir, Safdar, & Hussain, 2023; Velychko et al., 2021; Zaiane & Ellouze, 2022). Outros estudos não chegaram a uma conclusão exata sobre a

natureza da relação entre as variáveis (Freguete et al., 2015; Kalaitzoglou, Pan, & Niklewski, 2021; Matei, Boboc, & Ghiță, 2021). Ademais, há evidências da existência de uma relação contrária, na qual o tamanho da organização, o valor da firma e o seu desempenho determinam a quantidade de investimentos voltados para ações de responsabilidade social (Pletsch et al., 2015).

Conforme Adel e Jarboui (2022), há um consenso sobre a presença de uma relação entre os dois fatores, sendo que muitos investidores já levam em consideração os aspectos de RSC em suas decisões (Nguyen et al., 2021). Além disso, observou-se um engajamento maior das organizações para com essas causas durante a pandemia (Carlos & Moraes, 2021). Desta maneira, Al Amosh e Khatib (2023b) constatarem que, durante a pandemia, as organizações investiram mais em ações sociais como uma forma de contribuir socialmente para amortizar os efeitos da crise na economia, sendo assim, a performance social foi positivamente afetada.

Liu et al. (2023) demonstram uma relação positiva entre a performance ESG e o retorno das ações do mercado japonês durante a pandemia. Complementarmente, Xu et al. (2023) e Kim e Yoon (2024) indicam que, em um evento exógeno como este, o investimento em ESG pode ser considerado como um instrumento integrante da estratégia que funciona como uma proteção para a riqueza dos acionistas e para a criação de valor no longo prazo.

Ademais, em literatura acerca da relação entre o valor da empresa e a Responsabilidade Social Corporativa, existem evidências de uma relação positiva entre esses aspectos (Ammann, Oesch, & Schmid, 2011; Jo & Harjoto, 2011) e, também, demonstrações de que as práticas de RSC destroem valor (Crisóstomo et al., 2011).

Diante do contexto apresentado, a presente pesquisa tem como objetivo analisar a relação entre a Responsabilidade Social Corporativa das organizações e o desempenho financeiro especificamente no período da pandemia da Covid-19. Adicionalmente, busca-se verificar se houve alguma mudança na performance de RSC, com a comparação de índices do período pré-pandemia e do período da pandemia, de forma a responder às seguintes questões: “Qual é a relação entre a Responsabilidade Social Corporativa e o desempenho financeiro das organizações?”; e “Houve mudanças no nível de engajamento das organizações para as causas de responsabilidade social durante a pandemia?”.

A pesquisa justifica-se pela necessidade de explorar a relação entre a Responsabilidade Social Corporativa e o valor das organizações, especialmente durante um período de crise como a pandemia da Covid-19. De acordo com Freguete et al. (2015), examinar os efeitos das práticas de responsabilidade social em períodos de crise é importante para a tomada de decisão em épocas de maior risco. Assim, para a tomada de decisão tanto de investidores quanto de clientes,

é importante que as empresas divulguem também informações não financeiras, incluindo a RSC em seus planos (Aqabna et al., 2023; Prayanthi & Budiarmo, 2022).

Sendo assim, a pesquisa contribui para a tomada de decisão acerca dos investimentos para as ações de responsabilidade social no contexto de uma crise que é um momento no qual busca-se minimizar os riscos. Além disso, ao estudar o impacto da pandemia no desempenho financeiro das companhias do mercado brasileiro, contribui-se para a compreensão sobre as implicações de um evento exógeno desta natureza no contexto de um país em desenvolvimento.

Outrossim, o presente estudo irá utilizar dois indicadores construídos de maneiras diferentes como medidas da RSC, sendo eles a carteira ISE-B3 e o índice Refinitiv. O intuito desta abordagem é obter uma compreensão mais abrangente sobre as diferentes formas de mensuração da RSC através da realização de uma comparação dos indicadores e a análise sobre como ambos convergem ou não com relação ao impacto financeiro do período verificado.

Este estudo diferencia-se ao analisar a relação entre RSC e desempenho financeiro durante a pandemia da Covid-19 em um mercado emergente, contexto não muito explorado na literatura. Diferentemente de pesquisas anteriores, combina duas métricas de RSC (ISE-B3 e Refinitiv) para avaliar como dimensões distintas impactam nos resultados de uma organização.

Além disso, o estudo examina mudanças temporais no nível de engajamento social, comparando períodos pré e durante a pandemia, o que permite identificar se a crise funcionou ou não como impulsionadora de práticas de RSC.

Em síntese, o estudo complementa a literatura com evidências empíricas sobre a relação entre a RSC e o valor da firma no mercado brasileiro e em um contexto específico de crise, com uma visão sobre a necessidade de se integrar práticas de RSC no desenvolvimento de estratégias como uma forma de aumentar a resiliência e criar valor.

2 Referencial Teórico

2.1 Covid-19

De acordo com a Organização Mundial da Saúde (OMS), Covid-19 é a doença causada pelo vírus Sars-Cov-2, cujo contágio ocorre entre indivíduos próximos (Organização Mundial da Saúde [OMS], 2023). A pandemia mundial foi decretada pela OMS em março de 2020 devido à disseminação do vírus acontecendo rapidamente pelo mundo. Sendo os primeiros casos reportados na China e o primeiro caso confirmado no Brasil em fevereiro do mesmo ano (Observatório Covid-19 BR, n.d.). Já em 5 de maio de 2023 foi decretado pela OMS o fim da Emergência de Saúde Pública de Importância Internacional (Organização Pan-Americana da Saúde [OPAS], 2023).

A pandemia da Covid-19, além de causar uma crise de saúde global, trouxe também crises econômicas e sociais, nesse cenário desfavorável todos os atores viram-se com a obrigação de se comprometer e colaborar de alguma forma para encarar as situações do ambiente externo (García-Sánchez & García-Sánchez, 2020).

Com a pandemia decretada, diversas consequências de uma crise sanitária vieram à tona, tudo isso em conjunto com crises econômicas e políticas em nível global. Em consequência das restrições de mobilidade e interação, com a necessidade de parar comércios, serviços e indústrias, inúmeros negócios e postos de trabalho não resistiram, agravando a crise econômica (Carlos & Morais, 2021). Esse fenômeno é considerado um dos maiores choques mundiais recentes, atingindo praticamente todos os indivíduos do planeta (Poursoleyman, Mansourfar, Hassan, & Homayoun, 2023).

Diante desse contexto, a pandemia de coronavírus limitou a economia mundial, ocasionando maior volatilidade para os mercados financeiros (Huang & Ye, 2021). Ademais, trouxe uma série de adversidades para as organizações que se viram diante de cenários totalmente novos, tendo que se preocupar em amenizar possíveis riscos futuros tanto para a sociedade, quanto para o seus *stakeholders* ao mesmo tempo que tiveram que lidar com os impactos negativos imediatos (Zhao, 2021).

Com isso, as discussões sobre RSC ressurgiram, revelando que as consequências de uma crise deste porte poderiam ser mais severas caso as organizações decidissem se isolar e seguir a visão tradicional em busca somente de lucros. Percebeu-se que responsabilidade social é importante para evitar os efeitos negativos de uma crise, sendo que grande parte da literatura passou a tratar a pandemia como um problema social (Sekkiou & Azouaou, 2023). Durante esta fase, as organizações perceberam a oportunidade de revisar suas políticas organizacionais de forma a manter os negócios funcionando com fluidez (Huang & Ye, 2021).

Neste período foi possível observar um nível maior de engajamento de organizações com ações que possuíam o objetivo de contribuir e apoiar seus *stakeholders*, observou-se a realização de iniciativas de apoio às comunidades, aos clientes, às pequenas empresas, dentre outros (Carlos & Morais, 2021).

Sekkiou e Azouaou (2023) apresentam a classificação das cinco fases da pandemia com as principais iniciativas tomadas pelas organizações em cada uma delas, na busca de garantir a segurança da vida humana. Quando os primeiros casos foram confirmados, as companhias se empenharam em oferecer produtos básicos, como higiene e alimentação para quem necessitasse. Em um segundo momento, durante o período de confinamento, as empresas buscaram proteger a saúde de seus funcionários e clientes, mantendo empregos e salários. Na

fase de contágio exponencial, as organizações procuraram ajudar com o aumento da capacidade de hospitais, apoiando os trabalhadores da linha de frente e fornecendo os produtos e serviços necessários. No estágio de abertura, a maior preocupação era em como manter a cadeia de suprimentos funcionando. E, por último, o momento de aceitar o chamado “novo normal” auxiliando a população necessitada com o objetivo de restaurar suas economias.

Em seu estudo sobre as ações de organizações espanholas durante o período, García-Sánchez e García-Sánchez (2020) concluíram que as empresas se envolveram mais durante os momentos de maior dificuldade da pandemia, sendo que algumas agiram com maior engajamento para o público externo do que outras.

Ao procurar estratégias que fossem capazes de auxiliar na sobrevivência das organizações durante a pandemia, Poursoleyman et al. (2023) observaram que as práticas de RSC criaram mecanismos que trouxeram proteção às empresas socialmente responsáveis contra os impactos negativos da crise.

Com a pandemia, as empresas se viram diante de diversos desafios que levaram a uma redefinição das diretrizes de RSC, implicando em decisões complexas sobre a segurança dos colaboradores, a estabilidade financeira da organização e sobre o engajamento para com iniciativas de RSC (Sekkiou & Azouaou, 2023).

Desta forma, para que seja possível superar as adversidades decorrentes da crise instaurada pelo coronavírus, como os desafios sociais, o gerenciamento dos riscos e a necessidade de se lidar com as diferentes posições dos *stakeholders*, é necessário um envolvimento maior tanto governamental quanto de agentes privados (Zhao, 2021).

2.2 Responsabilidade social corporativa

De acordo com Irigaray, Vergara e Araújo (2017), o conceito de Responsabilidade Social Corporativa é trabalhado desde o final do século XIX e ainda não há um consenso acadêmico sobre sua definição. Porém, as definições encontradas para o conceito tendem a caminhar na mesma direção, sendo visto como o empenho das organizações na tentativa de contribuir para o bem-estar da sociedade e do meio ambiente enquanto se desenvolvem economicamente (Carroll, 1979).

Carroll (1999) evidencia que a era moderna da Responsabilidade Social Corporativa se inicia em 1950, sendo referenciada na época somente como Responsabilidade Social (RS), já que não se associava aos negócios. A partir da publicação do livro *Social Responsibilities of the Businessman* de Howard Bowen em 1953, o conceito começou a fazer parte da visão de negócios, sendo que diversas outras publicações sobre o assunto surgiram posteriormente.

Carroll (2004) aponta que a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) integra as expectativas legais, éticas e filantrópicas que a sociedade tem sobre as organizações, formando a Pirâmide da Responsabilidade Social Corporativa.

O conceito surgiu devido a atenção dada para assuntos sobre os fatores ambientais e sociais que passaram a fazer parte das organizações (Rodrigues & Kurnaz, 2023). Essa preocupação veio da conscientização crescente por parte dos indivíduos (Oliveira, Ferreira, & Moreira, 2015).

A RSC compreende aspectos ambientais e, também, fatores como a governança corporativa, direitos humanos e práticas operacionais (Almada, Borges, & Ferreira, 2021). Assim, a maior parte das organizações decidiu partir para esse caminho como uma forma de atingir os seus objetivos enquanto contribuem para a sociedade ao seu redor, então, a responsabilidade social tomou dimensões além da visão ética (Alam & Islam, 2021; Du, Bhattacharya, & Sem, 2011).

Em uma evolução da pirâmide da RSC proposta por Carroll. Schwartz e Carroll (2003) propuseram o modelo dos três domínios da RSC (*The Three-Domain Model of CSR*), no qual demonstram que a responsabilidade social das organizações é composta por três responsabilidades, sendo elas: econômica (atividades que possuem impacto econômico positivo ou negativo); legal (relaciona-se com a capacidade que a organização tem para reagir às expectativas sociais e às impostas pelas obrigações legais); e ética (refere-se às responsabilidades ética dos negócios esperadas pela comunidade e pelos *stakeholders* importantes). Assim, as ações de RSC podem ser classificadas dentro dessas dimensões, sendo que é possível verificar sobreposições entre elas.

Dessa maneira, a responsabilidade social se tornou um componente indispensável para os negócios (Carroll, 1999) e é uma forma de as empresas demonstrarem que se preocupam com outros assuntos além do lucro e que possuem um papel na sociedade ou na comunidade ao seu redor (Rodrigues & Kurnaz, 2023).

2.2.1 Ações de responsabilidade social corporativa durante a pandemia

De acordo com Al Amosh e Kathib (2023b), durante a pandemia, as organizações utilizaram ações de ESG para demonstrar um comportamento ético, isto como uma forma de se prevenir contra as ameaças da crise.

Sendo que o desempenho social foi afetado positivamente durante o período, já que as empresas passaram a investir em atividades dessa natureza como uma maneira de diminuir o impacto econômico da epidemia, demonstrando suas contribuições sociais. Esse investimento

tem a capacidade de melhorar a imagem das organizações diante dos *stakeholders*, tornando-as mais interessantes para investidores (Al Amosh & Kathib, 2023b).

Diante deste cenário, surgiu um debate sobre a redefinição de valores corporativos em relação a desafios deste tipo, o que ampliou o compromisso para com todas as partes interessadas através de práticas voluntárias realizadas como uma forma de demonstrar uma integração social e ambiental dentro das organizações. Essas práticas vão além das necessidades básicas dos *stakeholders* e se tornaram uma maneira de assegurar a vida humana (Sekkiou & Azouaou, 2023).

O Monitor das Doações, levantamento realizado pela Associação Brasileira de Captadores de Recursos (ABCR), com o objetivo de consolidar e compreender os números das doações feitas durante a pandemia, observou um valor total de R\$ 7.164.458.094 em doações advindos de 731.974 doadores no país, este valor foi direcionado para doações individuais, campanhas e *lives* realizadas no período (Associação Brasileira de Captadores de Recursos [ABCR], 2020).

Destas doações, 58% foram realizadas em dinheiro, 32% em produtos, 7% em serviços, 1% em estrutura e 1% em isenção de tarifas. A causa com maior atenção foi a da saúde (com 73% das doações), seguida de assistência social (20%), educação (4%) e geração de renda (3%) (Associação Brasileira de Captadores de Recursos, n.d.).

Do total de doações, R\$ 6.118.851.887 (ou 85,41%) foram disponibilizados por empresas. As organizações que realizaram mais doações durante o período foram: Itaú Unibanco, com R\$1.247.100.00; Vale S.A., com R\$601.000.000; JBS, com R\$400.000.000; e Cogna, com R\$267.000.000; dentre outras (ABCR, 2020).

De outro lado, através de uma parceria entre a consultoria de branding e marketing TM20 Branding e a empresa de pesquisa de mercado Brazil Panels, realizou-se uma pesquisa de mercado que ouviu 1.800 consumidores com o objetivo de verificar a percepção do consumidor sobre o impacto social das empresas durante a pandemia de coronavírus.

Observou-se que 55,5% dos entrevistados consideraram importante uma marca ser sustentável. Além disso, verificou-se quais organizações causaram mais impacto, de acordo com a percepção dos consumidores, o ranking foi organizado da seguinte maneira: em primeiro lugar a Natura, em seguida de Itaú Unibanco, Ambev, Magazine Luiza, Nestlé, Bradesco, Havaianas, Grupo Boticário, Sadia e, por último, Unilever (NeoFeed, 2020).

Dentre as diversas iniciativas tomadas por organizações durante o período, alguns exemplos são: produção e doação de álcool em gel realizada por diversas organizações como Natura, Ambev e Unilever (Calais, 2020; NeoFeed, 2020); apoio à causa de violência

doméstica, com a criação de um botão de denúncias no aplicativo da Magazine Luiza e a doação de dinheiro feita pela Natura, através do Instituto Avon, para grupos de apoio a vítimas (Cerioni, 2020; NeoFeed, 2020); doação de R\$50 milhões feita pelo grupo BRF para hospitais, asilos e outras entidades (Gi, 2020); e além de fornecer insumos para instituições de saúde e apoiar a causa de violência doméstica, o Magazine Luiza dobrou o valor do auxílio-creche de suas funcionárias que precisaram trabalhar presencialmente durante o período (Calais, 2020).

Outras organizações contribuíram, também, através de parcerias como a realizada entre Itaú Unibanco, Santander e Bradesco para a realização de investimento na importação de equipamentos hospitalares como respiradores e testes rápidos de Covid-19 (G1, 2020); parceria entre Unilever, Coca-Cola Brasil, Copagaz e IFood com o objetivo de distribuir alimentos à população vulnerável de São Paulo (Cerioni, 2020); doação feita pela Natura em conjunto da Avon, The Body Shop e Aesop de R\$4 milhões para compra de insumos hospitalares e vacinas (Natura, 2021); Movimento Nós formado por Ambev, Aurora Alimentos, BRF, Coca-Cola Brasil, Grupo Heineken, Mondelez International, Nestlé e PepsiCo para auxiliar os pequenos negócios na retomada das atividades (Meio & Mensagem, 2020).

Além das organizações presentes nas pesquisas como as maiores doadoras, outras empresas também tomaram iniciativas como a L'Oréal Brasil que também entregou álcool em gel e outros produtos de higiene para a população de comunidades do Rio de Janeiro e São Paulo (Calais, 2020); distribuição de cestas básicas realizada pela ExxonMobil (Calais, 2020); doação de refeições e produtos de fabricação própria realizada pela PepsiCo (Calais, 2020); fundo de apoio para pequenos restaurantes e entregadores criado pelo IFood (G1, 2020); doação de R\$55 milhões para o público em vulnerabilidade social e grupos de risco para a doença feita pelo Banco BV e BB Seguros (G1, 2020); dentre outras ações.

2.2.2 Medindo a responsabilidade social corporativa

Diversas abordagens são utilizadas para mensurar a RSC, dado que é um aspecto multidimensional o que leva a discrepâncias em sua definição (Galant & Cadez, 2017; Nizamuddin, 2018). Por isso, observa-se que a divergência de resultados observados na relação entre RSC e desempenho financeiro pode ser explicada pelas formas de se mensurar as duas variáveis (Galant & Cadez, 2017).

A maior atenção voltada para fatores ambientais e sociais ocasionou a multiplicação das ferramentas de mensuração da performance sustentável das organizações. Porém, os processos de avaliação utilizados foram criados com base em uma visão de mercado

que busca atender a determinados interesses, isso causa a falta de objetividade e imparcialidade dessas ferramentas (Diez-Cañamero, Bishara, Olaso, Minguez, & Fernandez, 2020).

Galant e Cadez (2017) e Nizamuddin (2018) classificam as abordagens de mensuração da RSC em índices de reputação, análise de conteúdo, pesquisas baseadas em questionários e medidas unidimensionais.

Os índices de reputação geralmente consideram a característica multidimensional da RSC, porém ainda não há um entendimento sobre se esse é o melhor método de mensuração. As agências que divulgam este tipo de índice normalmente disponibilizam somente um valor que agrega todas as dimensões, sendo que é comum que pesquisadores estejam interessados em avaliar as dimensões separadamente, além disso, os indicadores abrangem somente empresas de grande porte em determinadas áreas geográficas (Galant & Cadez, 2017).

A análise de conteúdo verifica o que é divulgado pelas organizações. Envolve a busca por informações e a codificação dos dados qualitativos de forma que seja possível quantificá-los em escalas que podem ser usadas em análises estatísticas. É um método mais flexível para o pesquisador, porém pode ser influenciado pela subjetividade da abordagem escolhida, adicionalmente, muitas organizações não divulgam os relatórios sobre as ações de RSC, já que não é algo obrigatório (Galant & Cadez, 2017; Nizamuddin, 2018).

Os questionários podem ser usados quando a organização de interesse não divulga suas informações de RSC ou quando as informações divulgadas são insuficientes para uma análise de conteúdo. Essa abordagem oferece maior flexibilidade ao pesquisador, já que é possível especificar as dimensões de interesse, em contrapartida, a presença dos vieses nas respostas é um limitador (Galant & Cadez, 2017; Nizamuddin, 2018).

As medidas unidimensionais concentram-se em apenas uma dimensão da RSC, esse procedimento pode ser vantajoso já que é capaz de gerar uma forma de comparar diferentes empresas, mas o uso desse tipo de índice é questionável já que a RSC é um conceito multidimensional (Galant & Cadez, 2017).

Diez-Cañamero et al. (2020) trouxeram o conceito de Sistemas de Sustentabilidade Corporativa ou *Corporate Sustainability Systems* (CSS), que são ferramentas que avaliam a performance sustentável das organizações. Esses sistemas são divididos em três grupos: índices, rankings e classificações. Observa-se que a maioria dos índices são criados e utilizados pensando somente nos acionistas, investidores e executivos, pois são conduzidos por operadores de bolsa de valores, como o *Dow Jones Sustainability Index* (DJI) e o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE-B3). Já os rankings e as classificações possuem uma abordagem mais aberta, voltada para uma variedade maior de *stakeholders*.

O índice Refinitiv (LSEG) da Thomson Reuters é comumente utilizado na literatura como uma medida de RSC (Aqabna et al., 2023; Arora et al., 2022; Fourati & Dammak, 2021; Havlinova & Kukacka, 2021; Huang & Ye, 2021; Nguyen et al., 2021; Ramesh & Athira, 2022; Zaiane & Ellouze, 2022) e abrange cerca de 90% do mercado global, com mais de 15.500 empresas na base e mais de 630 métricas de ESG. A métrica é construída combinando-se aspectos das dimensões Ambiental, Social e Governança, através de análise de conteúdo de informações advindas de fontes como relatórios anuais, sites, mercados de ações, relatórios de RSC e notícias da mídia em geral (LSEG, 2022).

Além de utilizar a análise de conteúdo como um dos métodos de construção, o índice traz um valor agregado das dimensões ambiental, social e de governança (ESGC), demonstrando características dos índices de reputação e de análise de conteúdo de Galant e Cadez (2017) e de Nizamuddin (2018).

São disponibilizados, também, valores para cada uma das dimensões separadamente, além de índices para cada um dos aspectos que compõem cada uma das dimensões. A dimensão ambiental é composta por aspectos como uso dos recursos, emissões e inovação; para a perspectiva social avalia-se os fatores: direitos humanos, comunidade, responsabilidade de produto e força de trabalho; por último, o pilar da governança é formado por estratégia de RSC, gerenciamento e acionistas (London Stock Exchange Group [LSEG], 2024).

Já o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) é uma carteira teórica de ativos composta por organizações que atendem aos critérios e são selecionadas de acordo com o seu comprometimento para com a sustentabilidade empresarial. Este indicador demonstra o desempenho médio das ações das empresas participantes e tem como objetivo auxiliar os investidores em suas decisões e incentivar as demais empresas a adotarem práticas de sustentabilidade (B3, n.d.).

Na literatura, costuma ser utilizado como premissa de estudos que visam identificar relações entre a Responsabilidade Social Corporativa, o desempenho financeiro e o impacto no valor (Freguete, et al., 2015; Rossi, 2009). Moutinho e Silva (2021) observam que, durante a pandemia, as organizações participantes da carteira ISE obtiveram maiores retornos anormais em suas ações, isso indica uma maior resiliência destas companhias durante uma crise.

Para fazer parte do ISE as organizações interessadas passam por avaliações qualitativas e quantitativas, respondendo ao questionário que avalia as dimensões: Capital Humano, Governança Corporativa e Alta Gestão, Modelo de Negócio e Inovação, Capital Social, Meio Ambiente e Mudança no Clima (B3, 2023).

Com o objetivo de obter uma avaliação sobre as formas de mensuração expostas e, visto as diferenças na construção dos indicadores apresentados, o presente estudo irá realizar uma comparação entre as bases de dados, verificando os valores dos índices Refinitiv (LSEG) das organizações presentes no ISE-B3 durante o período estudado.

Considerando a literatura apresentada sobre as formas de mensuração de RSC, formula-se a primeira e a segunda hipóteses deste trabalho:

H1: os valores dos índices agregados ESGC aumentaram durante o período da pandemia.

H2: as organizações que compõem a carteira ISE-B3 apresentam melhores índices ESGC.

2.3 Responsabilidade social corporativa em tempos de crise

Comparando-se os efeitos de uma crise financeira na qualidade de vida dos indivíduos mais vulneráveis e dos que possuem mais recursos financeiros, é notório que os mais vulneráveis são mais impactados. Nesses contextos, a RSC pode ser vista como uma forma de diminuir as desigualdades sociais e possibilitar um desenvolvimento sustentável (Brilius, 2010).

Ao estudar sobre os impactos da crise global de 2008 em organizações europeias, Karmani, Uyar e Kuzey (2023) observaram que, apesar de o evento exógeno ter causado uma diminuição na lucratividade das empresas, houve uma alavancagem na adoção de práticas de RSC no período da crise, utilizando essas ações como uma forma de construir reputação e se proteger em tempos difíceis demonstrando uma perspectiva de longo prazo.

Estudando o mesmo período, com foco no impacto da RSC no desempenho do valor das ações de organizações americanas, Lins, Servaes e Tamayou (2017) perceberam uma relação positiva entre RSC e o valor de mercado das empresas. Observando que o aumento do capital social como consequência das ações de RSC é maior em períodos em que as organizações estão com nível de confiança baixo, característica de um período de crise. O maior capital social é capaz de manter a confiabilidade alta, aspecto que é comprovado pelo desempenho dessas organizações que não diminuiu após a crise.

Havlinova e Kukacka (2021), observaram resultados similares, verificando desempenho alto do valor das ações de organizações do mercado de ações americano no período após a crise. Destacando que o conceito de RSC foi ganhando força, com os indivíduos se tornando mais conscientes da importância do comportamento socialmente responsável nos negócios.

Ao testar se um bom nível de RSC é capaz de enfraquecer os efeitos negativos da crise financeira de 2008 no desempenho das organizações listadas no mercado acionário francês, Ducassy (2012) observou a existência de uma relação positiva entre a RSC e o desempenho financeiro no início da crise, porém, após 6 meses não foi possível verificar uma relação significativa entre as variáveis. Mesmo assim, conclui-se que empresas socialmente responsáveis foram menos afetadas.

Poursoleyman et al. (2023) testaram se a RSC é capaz de causar algum efeito de seguro para as organizações no período da pandemia da Covid-19, a amostra utilizada incorporou cerca de 24 países, incluindo o Brasil. Confirmou-se que a performance socialmente responsável é capaz de aumentar a resiliência das empresas contra os efeitos adversos de uma crise, sendo que, observa-se uma relação forte entre a RSC e o valor da empresa durante o período de crise.

Além disso, ao estudar o período da pandemia em 51 países, dentre eles o Brasil, Ramesh e Athira (2022) verificam que é possível estabelecer um nível de confiabilidade entre organizações e *stakeholders* através da RSC, quando a confiança das organizações e mercados ficam abalados devido a uma crise econômica. Sendo que isso é percebido pelo desempenho financeiro melhor.

Liu et al. (2023) encontraram uma relação positiva entre a performance ESG e o retorno das ações no mercado japonês durante a pandemia da Covid-19. Indicando que um bom desempenho ESG contribui para a estabilização e aumento da liquidez do mercado. Sendo que resultados semelhantes foram encontrados no mercado brasileiro, destacando que o investimento somente na dimensão da governança não é suficiente para explicar a presença de retornos anormais (Carvalho & Nakahodo, 2023).

Adicionalmente, ao verificar o mercado chinês, Xu et al. (2023) mostram que a visão estratégica de áreas como a proteção ambiental, a governança e a responsabilidade social contribuem para a resiliência da organização e funciona como uma proteção para o valor dos acionistas.

Kim e Yoon (2024) observaram os mercados chinês e sul coreano e concluíram que, durante o fenômeno da pandemia, as organizações que já vinham apresentando altos scores de ESG não sofreram impactos significativos durante o período, ao contrário de empresas com baixas pontuações de ESG. Isso demonstra o efeito de seguro que o investimento em ESG possui para as organizações.

Da mesma forma, Al Amosh e Khatib (2023a) constataram que o evento exógeno da pandemia impactou negativamente a performance financeira das organizações de países participantes do G-20, porém, a performance ESG serviu como um limitador para este efeito.

Sendo que a participação proativa das organizações em ações de proteção ambiental, de governança e sociais melhoram a reputação e a imagem das organizações durante uma crise.

Em contrapartida, Beloskar e Rao (2021) analisaram o mercado acionário indiano e concluíram que os altos índices de ESG oferecem certa proteção contra os riscos de uma crise, porém essa relação não se mantém em períodos normais.

Conforme Al Amosh e Khatib (2023b) as organizações dos 17 países testados, dentre eles países desenvolvidos e em desenvolvimento, adotaram medidas para se adequar aos padrões ESG como precaução contra as ameaças da pandemia em busca de demonstrar comportamentos éticos em tempos de crise. Para Sekkiou e Azouaou (2023), é mais comum que os *stakeholders* esperem a realização de ações decisivas diante de uma crise.

Sendo assim, observa-se que um período de crise traz mudanças na forma de se praticar a RSC, aspecto que passa a ser algo alinhado às estratégias e atividades principais das organizações, possibilitando a criação de vantagens tanto para as empresas quanto para a sociedade (Iamandi, Constantin, & Cosmin, 2010).

2.4 Desempenho financeiro

A partir de uma perspectiva de mercado, observa-se que existem públicos com diferentes interesses na performance de uma organização, de um lado estão os interessados no desempenho financeiro como os gerentes, acionistas e investidores e, de outro lado, estão os indivíduos que aguardam a possibilidade de a empresa realizar ações para a sociedade (Crisóstomo et al., 2011).

Segundo Lee e Yang (2021), a performance financeira de uma empresa é a capacidade de transformar recursos operacionais em objetivos operacionais de forma eficiente. Apesar de não haver uma medida perfeita para a performance financeira (Galant & Cadez, 2017). A análise financeira pode trazer avaliações importantes sobre o desempenho e suas tendências, usualmente, este tipo de análise é realizado através da conversão dos dados presentes nos demonstrativos financeiros em métricas que facilitam o processo de decisão (Sobrosa, Lima, Bazil, Veras, & Guerra, 2020).

Neste sentido, observa-se que existem tipos diferentes de indicadores usados para medir o desempenho financeiro organizacional partindo de diferentes fontes de informação, sendo eles, as variáveis contábeis como o retorno dos ativos (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), além de variáveis de mercado como o Tobin's Q (Earnhart, 2018; Sobrosa et al., 2020).

As variáveis contábeis podem ser utilizadas como forma de comparação entre empresas, por outro lado, as variáveis de mercado são vantajosas pois são capazes de refletir as mudanças de mercado mais rapidamente (Nizamuddin, 2018). Ademais, caso se verifique um relacionamento entre RSC e o desempenho, é esperado que as variáveis de mercado também sejam impactadas (Kalaitzoglou et al., 2021).

As métricas contábeis se concentram nas receitas e custos, com foco nos lucros, e as medidas de mercado baseiam-se nos preços das ações (Earnhart, 2018). Desta forma, é importante que se considere as métricas de mercado que são afetadas mais rapidamente, considerando a análise de um cenário de crise (Ducassy, 2012) e a investigação sobre a existência de uma possível relação entre RSC e o desempenho financeiro (Kalaitzoglou et al., 2021).

O Tobin's Q pode ser usado como uma representação da performance de uma organização (Zaiane & Ellouze, 2022). De acordo com Poursoleyman et al. (2023) é interessante que se utilize essa variável em estudos que buscam investigar a relação entre RSC e desempenho financeiro, já que a probabilidade de o Tobin's Q conseguir refletir a influência das ações de RSC é maior, além de ser capaz de representar as reações do mercado mais rapidamente. Desta forma, é mais apropriado para a análise de eventos exógenos.

Já o ROE é amplamente utilizado como medida da performance financeira (Aqabna et al., 2023), sendo até mais usado se comparado aos indicadores de mercado, pois é considerado um dos indicadores de performance mais adequados já que é possível concluir que um valor alto de ROE demonstra que uma parte menor dos investimentos dos acionistas irá se converter em ganhos altos (Matei et al., 2021). Além disso, verifica-se que investimentos em ações de responsabilidade social trazem uma contribuição marginal aos lucros como consequência (Kalaitzoglou et al., 2021).

O ROA, é medido pela razão entre o lucro líquido e os ativos totais (Zaiane & Ellouze, 2022) e é uma métrica de desempenho financeiro baseada na contabilidade muito utilizada (Aqabna et al., 2023; Crisóstomo et al., 2011), normalmente é usado como medida da lucratividade (Karmani et al., 2023). É esperado que o ROA apresente uma correlação alta com o ROE, mesmo sendo medidas orientadas por princípios diferentes (Kalaitzoglou et al., 2021).

Desta forma, é importante observar os indicadores de mercado em conjunto com as variáveis contábeis para se obter resultados mais robustos nos testes (Ramesh & Athira, 2022; Zaiane & Ellouze, 2022).

2.5 Responsabilidade social corporativa e desempenho financeiro

As investigações e discussões sobre a relação entre a RSC e o desempenho financeiro estão presentes na literatura desde, pelo menos, 1972. Ainda assim, não se chegou a uma resposta concreta sobre a natureza dessa relação (Havlinova & Kukacka, 2021).

A partir de uma verificação da literatura, Galant e Cadez (2017) observaram uma extensa gama de estudos que investigam a relação entre a RSC e o desempenho financeiro. Identificou-se a presença de resultados que demonstram relação positiva, ou seja, indicam que ser socialmente responsável é lucrativo; a relação negativa indica que a responsabilidade social aumenta os custos e não contribui para a lucratividade; além disso, observou-se a falta de relação entre as variáveis, essa neutralidade evidencia que os efeitos negativos e positivos da RSC se anulam e, por isso, não impactam no desempenho financeiro.

Ao verificar a relação entre a prática da Responsabilidade Social Corporativa e o desempenho financeiro das organizações, existem estudos que demonstram a existência de uma associação positiva entre as variáveis (Arora et al., 2022; Fourati & Dammak, 2021; Nguyen et al., 2021; Zaiane & Ellouze, 2022). Sendo que o estudo realizado por Nguyen et al. (2021) destaca uma acentuação da relação nas empresas australianas do setor de mineração. Já Fourati e Dammak (2021) concluíram que existe uma variável adicional, sendo ela a reputação da organização que possui o poder de mediar essa relação. E Arora et al. (2022) evidenciam que, principalmente em mercados emergentes, a RSC possui função importante na determinação de valor para o acionista.

Aqabna et al. (2023) demonstram que as práticas de responsabilidade social possuem impacto positivo em alguns indicadores financeiros como o ROA, porém, ao verificar o desempenho financeiro em geral, esse impacto positivo não é muito significativo. Além disso, existem evidências de outros fatores que possuem potencial de resultar em desempenhos financeiros positivos através do engajamento em práticas de responsabilidade social como a divulgação constante dessas ações que apresentaram impactos positivos no Tobin's Q, nos retornos dos ativos e no retorno do capital (Prayanthi & Budiarso, 2022).

Já Pletsch et al. (2015) verificaram uma relação contrária entre as variáveis, demonstrando que o desempenho financeiro, o tamanho da organização e o valor da firma são o que determinam a quantidade de investimentos realizados para as causas de responsabilidade social, definindo assim, o engajamento da empresa. Além disso, Lee & Yang (2021) evidenciaram que as ações voltadas para a responsabilidade social geram despesas operacionais

que possuem efeito negativo significativo na lucratividade das organizações, assim, quanto mais investimento em RSC, maiores são os impactos negativos nos lucros.

Ramesh e Athira (2022) observaram que durante a pandemia, houve uma tendência de declínio no desempenho médio das organizações. Porém, ao relacionar outras variáveis financeiras à RSC, concluíram que organizações com níveis altos de RSC obtiveram melhores performances com maiores alavancagem e capacidade de investimento durante a crise, percebeu-se que os resultados positivos são superiores em países com melhores índices de governança.

Já Huang e Ye (2021) demonstram que há uma redução dos riscos e aumento do valor para organizações que possuíam políticas de estrutura de capital e RSC bem estruturadas durante a pandemia, o que permitiu a construção sustentável e resiliente de futuro para a organização.

Semelhantemente, Poursoleyman et al. (2023) observaram um amortecimento dos efeitos negativos advindos da crise, com vínculo forte entre a RSC e o valor da empresa em organizações que apresentam maior comprometimento para causas socialmente responsáveis, sendo que os *stakeholders* atribuem valores altos para as ações de RSC das organizações mais comprometidas.

Havlinova e Kukacka (2021) argumentam que, apesar dos custos elevados gerados pela implementação de iniciativas de RSC, a relação positiva entre as variáveis ocorre por conta dos benefícios que são consequência da RSC, como melhora na satisfação dos colaboradores, fidelidade e conscientização dos clientes e transparência.

Sendo assim, diante da literatura apresentada, a terceira hipótese do estudo em questão é formulada:

H3: A Responsabilidade Social Corporativa apresenta relação positiva significativa com o desempenho financeiro das organizações durante o período da pandemia.

Considerando a hipótese H3, é possível especificar as seguintes hipóteses:

H3a: A dimensão Ambiental (E) apresenta relação positiva significativa com o desempenho financeiro das organizações durante o período da pandemia.

H3b: A dimensão Social (S) apresenta relação positiva significativa com o desempenho financeiro das organizações durante o período da pandemia.

H3c: A dimensão Governança (G) apresenta relação positiva significativa com o desempenho financeiro das organizações durante o período da pandemia.

H3d: O índice agregado ESGC apresenta relação positiva significativa com o desempenho financeiro das organizações durante o período da pandemia.

H3e: O indicador ISE apresenta relação positiva significativa com o desempenho financeiro das organizações durante o período da pandemia.

3 Metodologia

A pesquisa caracteriza-se como descritiva, pois tem como objetivo verificar a relação entre o desempenho financeiro e a Responsabilidade Social Corporativa comparando-se dados dos períodos pré-pandemia e durante a pandemia da Covid-19. Segundo Gil (2019), as pesquisas descritivas podem ser realizadas com a finalidade de descrever as características de uma população ou de um fenômeno, além de identificar relações ou associações entre variáveis, sendo que, algumas pesquisas dessa natureza possibilitam determinar até mesmo a natureza da relação.

A amostra utilizada é composta pelas empresas brasileiras não financeiras, ativas e de capital aberto listadas na bolsa de valores brasileira. Sendo a amostra inicial composta por 383 organizações, com 1.532 observações. Após se excluir as empresas financeiras, considera-se 331 organizações e 1.324 observações.

No que se refere a coleta de dados, foram utilizadas informações obtidas da base de dados Economatica e do ISE-B3. Ademais, o desempenho social corporativo foi analisado com base nos scores Ambiental (E), Social (S), Governança (G) e consolidado (ESGC) da base Refinitiv (LSEG).

Compreendeu-se os períodos de 2018-2019 (pré-pandemia) e 2021-2022 (pandemia). Os anos de 2020 e 2023 não foram examinados já que a pandemia teve início, no Brasil, durante o mês de fevereiro de 2020 e seu fim foi decretado em maio de 2023, sendo assim, não é possível considerá-los como períodos completos dentro das características buscadas, o que afetaria os resultados.

A pesquisa é de natureza quantitativa, segundo Silva, Lopes e Braga (2014), a pesquisa quantitativa pode ser feita quando se possui variáveis com valores numéricos e quando se possui conhecimento das dimensões e das características do objeto de estudo. Sendo assim, o tratamento dos dados se deu por testes estatísticos multivariados que permitem a análise de grupos com múltiplas variáveis ao mesmo tempo (Silva, et al., 2014).

A partir da verificação dos resultados das estatísticas descritivas dos dados, a hipótese H1 será testada, sendo assim, será possível analisar os valores médios e a variação dos scores ao longo do período analisado. Além disso, visto que a participação no ISE-B3 pode ser considerada como um indicador de empresa socialmente responsável, para testar a hipótese H2,

uma comparação será realizada entre os valores dos scores da amostra das empresas do ISE-B3 e das não incluídas no índice.

Conforme Fávero e Belfiore (2017), modelos de regressão com dados em painel são utilizados nos casos em que se obtém uma base de dados composta com informações de diversos indivíduos ao longo de vários períodos. Desta forma, dado que o presente estudo tem como principal objetivo a análise do comportamento das variáveis dependentes de desempenho financeiro em função de um conjunto de variáveis independentes ao longo dos anos pré e durante a pandemia, a hipótese H3 será testada através de um modelo de dados em painel, por meio do modelo de efeitos fixos.

3.1 Variáveis

Como forma de controlar a heterogeneidade no nível organizacional, é necessário a inclusão de variáveis de controle considerando características determinantes das organizações (Ramesh & Athira, 2022), essas variáveis levam em conta aspectos que podem influenciar na explicação do desempenho das organizações (Adel & Jarboui, 2022).

Os ativos totais, medidos pelo logaritmo natural dos ativos, demonstram o tamanho da empresa, sendo que, quanto mais ativos maior é o tamanho da organização (Prayanthi & Budiarmo, 2022). O tamanho pode ser fator importante na análise da RSC já que pode impactar na capacidade de a organização adotar práticas de RSC, uma empresa maior normalmente possui fluxos de caixa e infraestrutura maiores, isso pode contribuir para um comportamento social mais ativo em comparação a empresas menores (Crisóstomo et al., 2011).

Ademais, ajusta-se para o indicador *market-to-book*, já que esse parâmetro considera o efeito de ações de empresas altamente atrativas que geralmente são negociadas com preços elevados e podem impactar os resultados (Arora et al., 2022). Esse indicador demonstra a variação do valor das ações (Freguete et al., 2015), reflete as oportunidades de crescimento de uma organização (Ducassy, 2012) e é calculado pela razão entre valor de mercado e valor contábil (Lins et al., 2017).

Visto que a população utilizada consiste nas empresas de capital aberto listadas na bolsa de valores brasileira, a variável setor considera a classificação setorial da B3 e foi adicionada para que os efeitos das diferentes características setoriais na RSC fossem contabilizados.

Adicionalmente, considera-se as variáveis de interação Covid * ESGC e Covid * ISE com o intuito de verificar se o efeito combinado do período da pandemia, com os valores dos índices ESGC e com a presença no ISE impactam as variáveis dependentes de desempenho

financeiro. Outrossim, observa-se a variável de interação ESGC * ISE com o objetivo de verificar como os diferentes índices se aproximam ou não.

As demais variáveis dependentes e independentes foram apresentadas ao longo da revisão da literatura desse estudo, sendo elas: Retorno dos ativos (ROA), Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), Tobin's Q e *scores* ESG da base Refinitiv. A Tabela 1 traz, resumidamente, a descrição das variáveis utilizadas. Adicionalmente, o modelo considera também as variáveis *dummy* Covid a fim de separar os períodos pré (*dummy* igual a 0) e durante a pandemia (*dummy* igual a 1) e ISE para distinguir as organizações que participam do índice (*dummy* igual a 1) e que não participam (*dummy* igual a 0).

Diante das variáveis e da literatura apresentadas, a seguinte equação de regressão padrão foi desenvolvida:

$$DesempenhoFinanceiro_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 MB_{it} + \beta_3 Tam_{it} + \beta_4 (Covid_{it} * ESGC)_{it} + \beta_5 (Covid_{it} * ISE_{it}) + \beta_6 (ESGC_{it} * ISE_{it}) + \sum St + \sum Covid + \sum ISE + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Para a obtenção de resultados robustos e, a fim de testar o impacto das diferentes dimensões de RSC (em conjunto e separadamente) nas diferentes variáveis financeiras, os testes são realizados a partir de variações do modelo padrão:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESGC_{it} + \beta_2 MB_{it} + \beta_3 Tam_{it} + \beta_4 (Covid_{it} * ESGC_{it}) + \beta_5 (Covid_{it} * ISE_{it}) + \beta_6 (ESGC_{it} * ISE_{it}) + \sum St + \sum Covid + \sum ISE + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 S_{it} + \beta_3 G_{it} + \beta_4 MB_{it} + \beta_5 Tam_{it} + \beta_6 (Covid_{it} * ISE_{it}) + \beta_7 (E_{it} * ISE_{it}) + \beta_8 (S_{it} * ISE_{it}) + \beta_9 (G_{it} * ISE_{it}) + \beta_{10} (Covid * E) + \beta_{11} (Covid * S) + \beta_{12} (Covid * G) + \sum St + \sum Covid + \sum ISE + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESGC_{it} + \beta_2 MB_{it} + \beta_3 Tam_{it} + \beta_4 (Covid_{it} * ESGC_{it}) + \beta_5 (Covid_{it} * ISE_{it}) + \beta_6 (ESGC_{it} * ISE_{it}) + \sum St + \sum Covid + \sum ISE + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 S_{it} + \beta_3 G_{it} + \beta_4 MB_{it} + \beta_5 Tam_{it} + \beta_6 (Covid_{it} * ISE_{it}) + \beta_7 (E_{it} * ISE_{it}) + \beta_8 (S_{it} * ISE_{it}) + \beta_9 (G_{it} * ISE_{it}) + \beta_{10} (Covid * E) + \beta_{11} (Covid * S) + \beta_{12} (Covid * G) + \sum St + \sum Covid + \sum ISE + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESGC_{it} + \beta_2 Tam_{it} + \beta_3 (Covid_{it} * ESGC_{it}) + \beta_4 (Covid_{it} * ISE_{it}) + \beta_5 (ESGC_{it} * ISE_{it}) + \sum St + \sum Covid + \sum ISE + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 S_{it} + \beta_3 G_{it} + \beta_4 Tam_{it} + \beta_5 (Covid_{it} * ISE_{it}) + \beta_6 (E_{it} * ISE_{it}) + \beta_7 (S_{it} * ISE_{it}) + \beta_8 (G_{it} * ISE_{it}) + \beta_9 (Covid * E) + \beta_{10} (Covid * S) + \beta_{11} (Covid * G) + \sum St + \sum Covid + \sum ISE + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 S_{it} + \beta_3 G_{it} + \beta_4 Covid_{it} + \beta_5 ISE_{it} + \beta_6 MB_{it} + \beta_7 Tam_{it} + \beta_8 St_{it} + \beta_9 Covid_{it} * ISE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Tabela 1
Descrição das Variáveis

Variável	Descrição	Referência
Variáveis Dependentes		
ROA	Retorno obtido por cada unidade monetária investida (retorno dos ativos). Lucro líquido dividido pelos ativos totais	Adel e Jarboui (2022); Aqabna et al., (2023); Crisóstomo et al., (2011); Fourati e Dammak (2021); Havlinova e Kukacka (2021); Kalaitzoglou et al., (2021); Karmani et al. (2023); Matei et al., (2021); Nguyen et al., (2021); Pletsch et al., (2015); Prayanthi e Budiarmo, (2022); Sobrosa et al., (2020); Velychko et al., (2021); Zaiane e Ellouze (2022)
ROE	Retorno sobre o patrimônio líquido, mede o retorno gerado pelos investimentos dos acionistas. Lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido dos acionistas	Adel e Jarboui (2022); Aqabna et al., (2023); Crisóstomo et al., (2011); Fourati e Dammak (2021); Kalaitzoglou et al., (2021); Matei et al., (2021); Pletsch et al., (2015); Prayanthi e Budiarmo, (2022); Sobrosa et al., (2020); Velychko et al., (2021); Zaiane e Ellouze (2022)
Tobin's Q (TQ)	Medida de valor da empresa. Soma do valor de mercado e do total de passivos, dividido pelos ativos totais	Ammann et al., (2011); Aqabna et al., (2023); Crisóstomo et al., (2011); Jo e Harjoto (2011); Poursoleyman et al., (2023); Prayanthi e Budiarmo (2022); Ramesh e Athira (2022); Rossi (2009); Zaiane e Ellouze (2022)
Variáveis Independentes		
E	Score ambiental (Refinitiv)	Arora et al., (2022); Fourati e Dammak (2021); Huang & Ye (2021); Ramesh e Athira (2022); Zaiane e Ellouze (2022)

Continua

		Conclusão
Variável	Descrição	Referência
S	Score social (Refinitiv)	Arora et al., (2022); Fourati e Dammak (2021); Huang e Ye (2021); Ramesh e Athira (2022); Zaiane e Ellouze (2022)
G	Score de governança (Refinitiv)	Arora et al., (2022); Fourati e Dammak (2021); Ramesh e Athira (2022); Zaiane e Ellouze (2022)
ESGC	Score agregado de ESG (Refinitiv)	Aqabna et al., (2023); Havlinova e Kukacka (2021); Nguyen et al., (2021); Poursoleyman et al., (2023); Ramesh e Athira (2022)
Covid	Variável dummy, 1 para período da Covid-19	Aqabna et al., (2023); Huang e Ye, (2021); Karmani et al., (2023); Poursoleyman et al., (2023); Ramesh e Athira (2022)
ISE	Variável dummy, 1 se a empresa pertence ao ISE	Freguete et al., (2015); Rossi (2009)
<u>Variáveis de Controle</u>		
Market-to-Book (MB)	Valor de mercado dividido pelo valor contábil	Arora et al. (2022); Ducassy (2012); Huang e Ye, (2021); Lins et al. (2017)
Tamanho (Tam)	Logaritmo natural do total de ativos	Aqabna et al., (2023); Arora et al., (2022); Crisóstomo et al., (2011); Fourati e Dammak (2021); Havlinova e Kukacka (2021); Huang e Ye, (2021); Jo e Harjoto (2011); Karmani et al., (2023); Nguyen et al., (2021); Prayanthi e Budiarso (2022); Ramesh e Athira (2022); Rossi (2009); Poursoleyman et al., (2023); Zaiane e Ellouze (2022)
Setor (St)	Classificação setorial B3	Crisóstomo et al., (2011)
<u>Variáveis de Interação</u>		
Covid * ESGC	Mensura o efeito combinado das variáveis	Lins et al. (2017); Nguyen et al., (2021); Poursoleyman et al. (2023); Ramesh e Athira (2022)
Covid * ISE	Mensura o efeito combinado das variáveis	Freguete et al. (2015)
ESGC * ISE	Mensura o efeito combinado das variáveis	

4 Resultados

Nesta seção, apresenta-se os resultados obtidos na pesquisa, alinhando-os aos objetivos propostos. São apresentados e discutidos os resultados encontrados a partir das estatísticas descritivas e dos modelos de regressão desenvolvidos na seção anterior, a fim de responder as hipóteses de estudo.

4.1 Amostra

A amostra deste estudo é composta por 331 organizações não financeiras de capital aberto ativas na bolsa de valores brasileira. Considerando-se que a presente pesquisa considera um período de 4 anos, totalizou-se 1.324 observações.

Das 331 organizações, somente 107 apresentaram informações do índice Refinitiv (um total de 351 observações). Sendo 70 empresas com índices ESG em 2018, 88 em 2019, 102 em 2021 e 91 em 2022. Quanto à participação na carteira ISE, 20 organizações fizeram parte da carteira em 2018 e em 2019, 32 em 2021 e 37 em 2022.

A fim de preservar o tamanho da amostra e a variabilidade dos dados, não se excluiu as observações com dados faltantes, sendo assim, utilizou-se um painel desbalanceado. Entretanto, para assegurar a confiabilidade dos resultados e realizar uma avaliação mais confiável dos dados, a análise das estatísticas descritivas será realizada de forma agregada (considerando os dois períodos) e desagregada (examinando os períodos separadamente).

4.2 Estatísticas descritivas e correlação

Para a análise das estatísticas descritivas e da correlação, observa-se a presença de variáveis financeiras e de estrutura patrimonial das organizações, como Ativo, Passivo Circulante, Não Circulante e Total, Lucro Líquido, Patrimônio Líquido e Valor de Mercado, que foram utilizadas para o cálculo de alguns fatores utilizados nas regressões (ROE, ROA, MB e TQ) e apresentam-se em formato de logaritmo natural com o objetivo de possibilitar uma interpretação mais precisa das medidas como a média e desvio padrão e, também, para ajustar as distribuições muito assimétricas observadas nestas variáveis.

4.2.1 Total da amostra

É possível verificar que as variáveis relacionadas ao tamanho e à estrutura de ativos e passivos das organizações, como Ativo Total, Lucro Líquido, Patrimônio Líquido, Passivo Circulante, Passivo não Circulante, Valor de Mercado e Passivo Total, possuem valores de média e mediana relativamente próximos e altos, indicando uma distribuição simétrica para essas variáveis, com certa concentração de empresas de grande porte. O desvio padrão entre 2,22 e 2,83 para essas variáveis sugere que não há tanta variabilidade nos tamanhos das empresas, mas a maioria se encontra dentro de uma faixa relativamente próxima da média. É possível notar essa baixa variabilidade dos dados através dos coeficientes de variação que apresentam valores entre 0,11 e 0,15.

Considerando-se as variáveis de interesse do estudo, a média dos Retornos sobre Ativos (ROA) de 0,30 demonstra que as organizações apresentaram uma rentabilidade razoável sobre os ativos e são relativamente eficientes no uso de seus recursos e geração de lucro de forma consistente com seus ativos. O desvio padrão de 3,69 e o coeficiente de variação de 12,37, demonstram que há uma variabilidade consideravelmente alta em torno da média, isso sugere que a distribuição possui certa assimetria. O índice de enviesamento de 23,90 e a curtose de 589,50 evidenciam uma distribuição fortemente assimétrica, com a presença de resultados significativamente mais elevados.

A variável Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), com média de 0,49 evidencia que as organizações geraram uma rentabilidade significativamente alta sobre o capital dos acionistas. O desvio padrão de 2,01 em conjunto com o coeficiente de variação de 4,10 indicam uma variação considerável nos dados, com certa dispersão em torno da média, demonstrando que na amostra há observações com altos retornos e outras com desempenho relativamente baixo. Os valores consideravelmente altos de enviesamento (10,90) e curtose (143,32) evidenciam que a distribuição é significativamente assimétrica para a direita, com valores extremos de ROE.

Ambas as variáveis (ROA e ROE) apresentam valores para o percentil 95% maiores do que as médias, isso indica a presença de outliers com valores altos.

Ao verificar o Tobin's Q (TQ) que é o índice de avaliação que relaciona o valor de mercado, os passivos e os ativos da organização, percebe-se uma média de 1,67. Isso demonstra que o mercado considera que a empresa possui um valor superior aos ativos, ou seja, as organizações apresentam uma tendência de sobrevalorização. Sendo que a mediana de 1 indica que a maior parte das observações apresentam uma diferença entre o valor de mercado e os passivos próxima ao valor dos ativos. O desvio padrão de 6,15 e o coeficiente de variação de 3,69 indicam uma variabilidade alta dos dados, com dispersão significativa. O enviesamento de 16,10 e a curtose de 287,23 evidenciam uma distribuição bastante assimétrica. Os percentis confirmam essa assimetria, sendo possível verificar que há um pequeno grupo de empresas mais valorizadas (percentil 95% com valor de 3,15).

Os índices ESG (ESGC, E, S e G) apresentam médias que variam entre 49,23 (ESGC) e 53,75 (S), com desvio padrão entre 20,09 e 25,77, sugerindo que existe uma variação significativa nas pontuações de sustentabilidade entre as empresas. Os desvios padrão, entre 20,09 e 25,77 evidenciam uma grande dispersão dos dados em torno da média, isso pode ser explicado pela quantidade de observações que não possui informações para estes índices. O ISE

(Índice de Sustentabilidade Empresarial) tem uma média de 0,08, indicando que uma parte considerável das empresas não integra a carteira.

Tabela 2

Estatísticas Descritivas (Total da Amostra)

	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desv. Padrão	C.V.	Enviesamento	Curtose Ex.	Perc. 5%	Perc. 95%
Ln_AtivoTotal	21,43	21,67	8,42	27,61	2,58	0,12	-1,51	4,68	17,48	24,78
Ln_LucroLiq	18,53	18,74	6,91	25,96	2,40	0,13	-0,77	1,82	14,50	22,00
Ln_PL	20,46	20,75	8,86	26,68	2,44	0,12	-1,41	4,06	16,33	23,67
Ln_PasCirc	20,01	20,32	2,64	25,82	2,83	0,14	-2,36	9,42	16,07	23,42
Ln_PasNCirc	20,48	20,55	8,07	26,96	2,42	0,12	-0,60	1,43	16,11	23,96
Ln_ValMerc	14,39	14,71	7,66	19,83	2,22	0,15	-0,36	-0,26	10,46	17,49
Ln_PassivoTotal	21,55	21,80	9,19	27,61	2,47	0,11	-1,53	4,97	18,01	24,77
ROA	0,30	0,06	0,00	95,71	3,69	12,37	23,90	589,50	0,01	0,36
ROE	0,49	0,15	0,00	35,81	2,01	4,10	10,90	143,32	0,01	1,29
TQ	1,67	1,00	0,59	133,03	6,15	3,69	16,10	287,23	0,93	3,15
MB	14,19	0,01	-43,75	2.725,90	155,89	10,99	14,64	227,27	-0,03	8,47
Tam	21,43	21,67	8,42	27,61	2,58	0,12	-1,51	4,68	17,48	24,78
Covid	0,50	0,50	0,00	1,00	0,50	1,00	0,00	-2,00	0,00	1,00
ISE	0,08	0,00	0,00	1,00	0,27	3,34	3,04	7,24	0,00	1,00
ESGC	49,23	50,97	1,31	91,85	20,09	0,41	-0,18	-0,55	12,89	81,44
E	49,32	53,57	0,00	95,80	25,77	0,52	-0,36	-0,85	2,05	87,17
S	53,75	56,04	0,61	96,60	23,23	0,43	-0,36	-0,47	9,09	89,39
G	51,55	53,46	0,83	93,95	22,74	0,44	-0,13	-1,00	14,63	86,50

Nota. Resultados em valores decimais

Observando-se a matriz de correlação (Tabela 3), nota-se a presença de coeficientes com níveis de significância a 1%. É possível verificar correlações fortes positivas entre as variáveis relacionadas ao tamanho e à estrutura de ativos e passivos das organizações, a um nível de significância de 1%. Olhando para os índices de desempenho ESG, verifica-se relações relativamente fracas e positivas entre os índices isolados E, S e G e as variáveis financeiras. Isso demonstra que as variáveis tendem a oscilar no mesmo sentido, porém, visto a relação fraca, a tendência não é consistente e pode ser influenciada por outros fatores. Ou seja, quanto maiores os índices ESG, há a tendência de se obter um crescimento relativo em Ativos Totais, Lucro Líquido, Patrimônio Líquido, Passivos e Valor de Mercado.

Também se percebe algumas relações negativas relativamente fracas como o índice S com o TQ (-0,139) e ROA (-0,118), ambas a um nível de significância de 5%. Isso indica empresas com maiores índices sociais (S) tendem a apresentar eficiência dos ativos (ROA) e percepção sobre o valor da empresa (TQ) ligeiramente menores. Ressalta-se que, por apresentar relações fracas, essas variações podem ser inconsistentes e suscetíveis a outros aspectos.

Observando a relação entre os índices, fica evidente relações relativamente fortes positivas a um nível de significância de 1%, sendo elas: índice S com índice E (0,757) e índice G com índice S (0,610). Isso significa que organizações com maiores índices sociais tendem a apresentar, também, maiores índices ambientais e de governança. Os índices E e G também demonstram possuir uma relação positiva, porém tende a ser moderada (0,445).

O índice ESG agregado apresenta relações relativamente fracas e negativas com ROA e TQ. Desta forma, empresas com índices ESGC maiores são propensas a apresentar eficiência operacional e percepção de mercado ligeiramente menores.

Tabela 3
Correlação das variáveis (Total da Amostra)

	Ln_AtivoTotal	Ln_LucroLiq	Ln_PL	Ln_PasCirc	Ln_PasNCirc	Ln_ValMerc	Ln_PassivoTotal	ROA	ROE	TQ	MB	Tam	ESGC	E	S	G
Ln_AtivoTotal	—															
Ln_LucroLiq	0.855***	—														
Ln_PL	0.936***	0.835***	—													
Ln_PasCirc	0.909***	0.783***	0.834**	—												
Ln_PasNCirc	0.906***	0.740***	0.814**	0.840***	—											
Ln_ValMerc	0.860***	0.714***	0.795**	0.702***	0.692***	—										
Ln_PassivoTotal	0.982***	0.859***	0.954**	0.924***	0.934***	0.794***	—									
ROA	-0.266***	-0.120***	-0.198***	-0.183***	-0.076**	-0.157***	-0.209***	—								
ROE	-0.184***	-0.046	-0.328**	-0.157***	-0.054	-0.133***	-0.193***	0.132**	—							
TQ	-0.240***	-0.146***	-0.096**	-0.128***	-0.051	-0.263***	-0.107***	0.527**	0.003	—						
MB	-0.012	-0.013	-0.001	-0.020	-0.042	-0.011	-0.023	-0.005	-0.013	-0.013	—					
Tam	1.000***	0.855***	0.936**	0.909***	0.906***	0.860***	0.982***	0.266**	0.184**	0.240**	0.012	—				
ESGC	0.403***	0.290***	0.322**	0.397***	0.403***	0.364***	0.389***	0.138**	0.008	0.139**	0.040	0.403*	—			
E	0.484***	0.369***	0.364**	0.512***	0.452***	0.409***	0.476***	-0.090	0.021	-0.129*	0.082	0.484*	0.798**	—		
S	0.517***	0.380***	0.430**	0.479***	0.503***	0.438***	0.503***	-0.118*	0.006	-0.139**	0.024	0.517*	0.880**	0.757**	—	
G	0.412***	0.305***	0.362**	0.401***	0.403***	0.353***	0.417***	-0.081	0.027	-0.065	0.062	0.412*	0.691**	0.445**	0.610**	—

Nota. * p < .0,1, ** p < 0,05, *** p < 0,01

4.2.3 Amostra período pré-pandemia

Observando as estatísticas descritivas das variáveis que representam as dimensões financeira, de tamanho e estrutura das empresas, verifica-se valores de médias próximos e relativamente altos, indicando a presença de uma amostra simétrica com a presença de organizações de grande porte. Os desvios padrões variando entre 2,40 e 2,97 sugerem uma variabilidade moderada das informações e os coeficientes de variação (entre 0,12 e 0,17) mostram que os valores são relativamente homogêneos em torno da média. Os valores de enviesamento negativos evidenciam uma leve inclinação para a presença de valores menores.

O retorno sobre os ativos e sobre o patrimônio líquido apresentam, respectivamente, médias de 0,17 e 0,51 sugerindo uma rentabilidade baixa, mas um retorno para os acionistas relativamente alto. Ambos os desvios padrões apresentam-se maiores do que as médias, com enviesamentos altos e positivos, evidenciando a presença de organizações com retornos excepcionais. A curtose relativamente alta do ROA indica a existência de outliers na amostra, sendo assim, algumas empresas possuem retornos superiores à média.

A média de 1,58 da variável TQ sugere que as organizações apresentam valor de mercado maior que o valor de seus ativos, ou seja, há uma tendência de percepção de valor relativamente alta. O desvio padrão de 4,83 sugerem uma variabilidade relativa dos dados em torno da média, os valores de enviesamento positivo e da curtose, ambos significativamente altos, indicam a existência de companhias com valorizações altas.

A média de 46,78 do índice ESGC sugere um desempenho razoável no indicador. Sendo que o valor mínimo (1,31) é relativamente baixo, isso sugere que existem organizações com desempenho muito abaixo da média. O desvio padrão de 20,62 e o coeficiente de variação de 0,44 demonstram uma variabilidade relativamente moderada em relação à média.

As médias dos índices E, S e G que se encontram entre 47,30 e 52,26 demonstram que o desempenho ESG do período foi moderado. Sendo que os desvios padrões e os coeficientes de variação indicam que há flutuações relevantes nos valores, evidenciando que algumas empresas apresentam pontuações significativamente melhores ou piores.

Tabela 4
Estatísticas descritivas (Amostra Pré-Pandemia)

	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desv. Padrão	C.V.	Enviesamento	Curtose Ex.	Perc. 5%	Perc. 95%
Ln_AtivoTotal	21,10	21,33	9,19	27,55	2,66	0,13	-1,44	4,10	16,71	24,58
Ln_LucroLiq	18,17	18,54	6,91	24,42	2,45	0,13	-0,83	1,88	14,31	21,56
Ln_PL	20,10	20,41	8,86	26,41	2,58	0,13	-1,36	3,67	15,52	23,42
Ln_PasCirc	19,67	20,03	2,64	25,48	2,97	0,15	-2,34	8,72	15,27	23,16
Ln_PasNCirc	20,15	20,18	8,07	26,96	2,49	0,12	-0,75	2,23	15,93	23,74
Ln_ValMerc	14,29	14,77	8,15	19,83	2,40	0,17	-0,39	-0,50	10,10	17,50
Ln_PassivoTotal	21,23	21,43	9,19	27,55	2,58	0,12	-1,56	4,85	17,30	24,54
ROA	0,17	0,06	0,00	13,03	0,83	4,88	11,80	151,03	0,01	0,36
ROE	0,51	0,14	0,00	23,92	1,88	3,67	8,30	80,08	0,01	1,98
TQ	1,58	1,00	0,60	86,26	4,83	3,06	15,33	252,43	0,94	3,40
MB	23,28	0,00	-42,42	2.725,90	221,06	9,50	10,76	117,41	-0,01	8,79
Tam	21,10	21,33	9,19	27,55	2,66	0,13	-1,44	4,10	16,71	24,58
Covid	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	NA	NA	NA	0,00	0,00
ISE	0,06	0,00	0,00	1,00	0,24	3,95	3,69	11,61	0,00	1,00
ESGC	46,78	49,58	1,31	90,00	20,62	0,44	-0,09	-0,62	10,80	81,92
E	47,30	51,38	0,00	94,59	26,83	0,57	-0,27	-1,01	0,00	89,02
S	52,26	53,54	0,61	96,31	23,83	0,46	-0,30	-0,61	7,69	89,65
G	50,94	54,10	0,83	91,31	22,70	0,45	-0,27	-0,94	12,47	84,44

Nota. Resultados em valores decimais

Ao verificar a matriz de correlação da amostra das observações do período pré-pandemia (Tabela 7), observa-se uma correlação forte positiva entre as variáveis financeiras e de composição de capital, a um nível de significância de 1%.

Também é possível notar correlações relativamente fracas e negativas entre as variáveis ROA, ROE e TQ e as variáveis financeiras, indicando que conforme os ativos (tamanho da organização), passivos, patrimônio líquido, lucro líquido e valor de mercado sobem, há uma tendência de diminuição no retorno sobre os ativos, retorno sobre o patrimônio e na percepção de valor de mercado das organizações.

Observa-se correlações significativas, moderadas e positivas entre os índices de desempenho ESG (tanto os índices isolados quanto o agregado) e as variáveis financeiras e de estrutura patrimonial, isso sugere que empresas que apresentaram índices ESG mais altos no período tenderam a apresentar resultados financeiros relativamente melhores.

Além disso, percebe-se relações moderadas e positivas, a um nível de significância de 1% entre os índices E, S, G e ESGC e o tamanho das organizações. Isso evidencia que, durante o período analisado, organizações maiores apresentaram melhores desempenhos ESG.

Tabela 5
Correlação das variáveis (Amostra Pré-Pandemia)

	Ln_AtivoTotal	Ln_LucroLiq	Ln_PL	Ln_PasCirc	Ln_PasNCirc	Ln_ValMerc	Ln_PassivoTotal	ROA	ROE	TQ	MB	Tam	ESGC	E	S	G
Ln_AtivoTotal	—															
Ln_LucroLiq	0.870***	—														
Ln_PL	0.935***	0.848***	—													
Ln_PasCirc	0.902***	0.778***	0.817**	—												
Ln_PasNCirc	0.915***	0.771***	0.826**	0.839***	—											
Ln_ValMerc	0.867***	0.712***	0.799**	0.698***	0.714***	—										
Ln_PassivoTotal	0.983***	0.871***	0.953**	0.914***	0.943***	0.800***	—									
ROA	-0.444***	-0.239***	-0.408**	-0.448***	-0.236***	-0.299***	-0.450***	—								
ROE	-0.242***	-0.081*	-0.380**	-0.216***	-0.066	-0.159**	-0.257***	0.458**	—							
TQ	-0.176***	-0.127**	-0.033	-0.085*	-0.045	-0.266***	-0.047	0.018	-0.026	—						
MB	-0.013	0.024	0.006	-0.024	-0.051	-0.005	-0.025	0.013	-0.014	-0.017	—					
Tam	1.000***	0.870***	0.935**	0.902***	0.915***	0.867***	0.983***	-0.444**	-0.242**	-0.176**	-0.013	—				
ESGC	0.325***	0.245**	0.231*	0.292***	0.319***	0.323***	0.307***	-0.137	-0.011	-0.153	0.220*	0.325**	—			
E	0.447***	0.313***	0.268**	0.451***	0.432***	0.355***	0.435***	-0.115	0.108	-0.144	0.077	0.447**	0.821**	—		
S	0.479***	0.364***	0.360**	0.419***	0.480***	0.379***	0.465***	-0.130	-0.002	-0.144	0.197*	0.479**	0.858**	0.780**	—	
G	0.348***	0.234**	0.281**	0.321***	0.315***	0.305***	0.341***	-0.132	-0.049	-0.123	0.092	0.348**	0.705**	0.520**	0.609**	—

Nota. * p < .0,1, ** p < 0,05, *** p < 0,01

4.2.3 Amostra período da pandemia

Ao verificar a amostra com observações somente do período da pandemia, nota-se que as variáveis financeiras e de estrutura de capital apresentam médias e medianas próximas, sugerindo uma distribuição relativamente simétrica. Os desvios padrões dessas variáveis (entre 2,07 e 2,65) e o coeficiente de variação (entre 0,11 e 0,14), ambos relativamente baixos, indicam que a distribuição tende a ser homogênea em relação à média.

As variáveis ROA e ROE apresentam médias relativamente altas (0,42 e 0,47), o que sugere uma rentabilidade alta. Ambos apresentam enviesamento positivo e curtose significativamente elevada, principalmente no ROA (curtose de 314,76), o que indica a presença de algumas empresas com alta rentabilidade em comparação com a maioria. O coeficiente de variação alto da variável ROA indica uma dispersão no retorno dos ativos das organizações.

O Tobin's Q possui média de 1,75, isso sugere um valor de mercado relativamente superior ao valor contábil, sendo que há certa percepção desse valor. O desvio padrão (7,18) e o coeficiente de variação (4,10) indicam que há certa dispersão dos dados em torno da média. O enviesamento (15,26) e, principalmente, a curtose (251,08) sugerem que há presença de outliers, com algumas organizações que apresentam uma valoração extrema.

A média baixa do ISE (0,10) sugere que poucas empresas participaram do índice nesse período. Sendo que a mediana, com valor 0, indica que a maior parte das organizações não fizeram parte do índice.

Por fim, as médias dos índices ESGC, E, S, e G indicam um desempenho ESG moderado, com desvios padrões relativamente consideráveis, demonstrando certa dispersão dos valores. Os enviesamentos negativos demonstram que algumas organizações apresentam desempenhos baixos.

Tabela 6
Estatísticas descritivas (Amostra Pandemia)

	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desv. Padrão	C.V.	Enviesamento	Curtose Ex.	Perc. 5%	Perc. 95%
Ln_AtivoTotal	21,75	21,95	8,42	27,61	2,46	0,11	-1,60	5,55	18,20	25,04
Ln_LucroLiq	18,88	18,99	9,74	25,96	2,31	0,12	-0,71	1,72	15,00	22,20
Ln_PL	20,80	20,96	10,47	26,68	2,25	0,11	-1,41	4,40	17,49	23,78
Ln_PasCirc	20,33	20,53	5,29	25,82	2,65	0,13	-2,38	10,27	16,82	23,55
Ln_PasNCirc	20,78	20,83	11,72	26,83	2,32	0,11	-0,40	0,21	16,50	24,22
Ln_ValMerc	14,47	14,67	7,66	19,80	2,07	0,14	-0,28	-0,11	10,85	17,50
Ln_PassivoTotal	21,87	22,02	10,49	27,61	2,32	0,11	-1,48	4,99	18,57	25,03
ROA	0,42	0,06	0,00	95,71	5,09	12,12	17,67	314,76	0,01	0,37
ROE	0,47	0,16	0,00	35,81	2,13	4,54	12,53	177,18	0,01	1,08
TQ	1,75	1,00	0,59	133,03	7,18	4,10	15,26	251,08	0,93	2,80
MB	6,26	0,01	-43,75	701,37	53,13	8,49	10,95	127,56	-0,15	8,47
Tam	21,75	21,95	8,42	27,61	2,46	0,11	-1,60	5,55	18,20	25,04
Covid	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00	NA	NA	1,00	1,00
ISE	0,10	0,00	0,00	1,00	0,31	2,93	2,59	4,71	0,00	1,00
ESGC	51,22	52,37	6,75	91,85	19,47	0,38	-0,24	-0,47	13,41	81,43
E	50,97	54,41	0,00	95,80	24,82	0,49	-0,43	-0,69	5,20	86,53
S	54,98	57,46	1,15	96,60	22,72	0,41	-0,40	-0,34	9,23	89,46
G	52,06	53,40	4,67	93,95	22,82	0,44	-0,01	-1,08	15,89	88,39

Nota. Resultados em valores decimais

A matriz de correlação do período (Tabela 11) demonstra relações relativamente fortes e positivas entre as variáveis relacionadas ao tamanho e à estrutura de ativos e passivos das organizações, a um nível de significância de 1%.

Olhando para os índices de desempenho ESG, verifica-se relações relativamente fracas a moderadas e positivas entre os índices isolados E, S e G e as variáveis financeiras. Isso demonstra que as variáveis tendem a se alterar no mesmo sentido, assim, quanto maiores os índices ESG, há a tendência de se obter um crescimento relativo em Ativos Totais, Lucro Líquido, Patrimônio Líquido, Passivos e Valor de Mercado.

Além disso, verifica-se uma relação forte e positiva entre o índice S e os índices agregado e ambiental (0,901 e 0,734, respectivamente), a um nível de significância de 1%, demonstrando que organizações com maior desempenho social tendem a apresentar índices ambientais e agregados relativamente maiores. Também se observa uma relação moderada e positiva entre o índice social e o tamanho da organização, isso sugere que empresas maiores tendem a apresentar um desempenho social relativamente maior.

Percebe-se um fenômeno parecido entre o índice de governança e os índices E, S e ESGC e a variável indicativa de tamanho (Tam), no qual é possível notar uma relação moderada positiva, a um nível de significância de 1%. Desta forma, organizações maiores apresentam um

melhor desempenho de governança e tendem a obter índices ambientais, sociais e agregados moderadamente maiores.

Além disso, os índices E, S, G e ESG agregado apresentam relações moderadas e positivas com as variáveis financeiras, a um nível de significância de 1%. Desta forma, empresas com índices maiores são propensas a apresentar estrutura patrimonial e desempenhos financeiros moderadamente melhores.

Tabela 7
Correlação entre as variáveis (Amostra Pandemia)

	Ln_AtivoTotal	Ln_LucroLiq	Ln_PL	Ln_PasCirc	Ln_PasNCirc	Ln_ValMerc	Ln_PassivoTotal	ROA	ROE	TQ	MB	Tam	ESGC	E	S	G
Ln_AtivoTotal	—															
Ln_LucroLiq	0.834***	—														
Ln_PL	0.936***	0.814***	—													
Ln_PasCirc	0.915***	0.782***	0.849**	—												
Ln_PasNCirc	0.892***	0.697***	0.793**	0.836***	—											
Ln_ValMerc	0.854***	0.717***	0.791**	0.705***	0.677***	—										
Ln_PassivoTotal	0.979***	0.842***	0.954**	0.934***	0.922***	0.789***	—									
ROA	-0.327***	-0.144***	-0.240**	-0.205***	-0.065	-0.173***	-0.243***	—								
ROE	-0.133***	-0.013	-0.287**	-0.103**	-0.046	-0.120**	-0.137***	0.115**	—							
TQ	-0.303***	-0.172***	-0.154**	-0.171***	-0.056	-0.258***	-0.161***	0.636**	0.019	—						
MB	0.013	-0.117*	0.014	0.010	0.002	-0.016	0.004	-0.010	-0.023	-0.016	—					
Tam	1.000***	0.834***	0.936**	0.915***	0.892***	0.854***	0.979***	-0.327**	-0.133**	-0.303***	0.0	—				
ESGC	0.460***	0.317***	0.392**	0.474***	0.464***	0.423***	0.447***	-0.165*	0.011	-0.141	-0.098	0.460**	—			
E	0.513***	0.410***	0.445**	0.560***	0.470***	0.472***	0.506***	-0.094	-0.023	-0.128	-0.137	0.513**	0.774**	—		
S	0.546***	0.392***	0.487**	0.524***	0.522***	0.500***	0.531***	-0.129	0.007	-0.143*	-0.061	0.546**	0.901**	0.734**	—	
G	0.461***	0.353***	0.430**	0.460***	0.465***	0.395***	0.475***	-0.066	0.061	-0.035	-0.102	0.461**	0.683**	0.379**	0.610**	—

Nota. * p < 0,1, ** p < 0,05, *** p < 0,01

4.3 Resultado das regressões

A análise das regressões foi realizada com o objetivo de avaliar a relação entre RSC e o desempenho financeiro das organizações, representado pelas variáveis dependentes ROA, ROE e TQ, durante o período da pandemia. As Tabelas 8, 9, 10, 11, 12 e 13 apresentam os resultados das regressões realizadas com base nos modelos apresentados anteriormente:

Tabela 8

Resultados Modelo 2 com dados em painel - Modelo de efeitos fixos

Variável Dependente: ROA

Variáveis de interesse: ESGC, Covid ESGC, Covid ISE e ESGC ISE

Variáveis	Coefficiente	Erro padrão	razão-t	p-valor	
Constante	2,023	1,076	1,879	0,064	*
ESGC	-0,0003	0,0008	-0,4543	0,651	
COVID	0,006	0,049	0,1250	0,901	
ISE	-0,009	0,064	-0,1383	0,890	
MB	-0,0005	0,0002	-2,153	0,034	**
Tam	-0,082	0,047	-1,767	0,081	*
Covid_ESGC	0,001	0,0008	1,581	0,118	
Covid_ISE	-0,047	0,021	-2,232	0,028	**
ESGC_ISE	0,0004	0,001	0,455	0,890	
R-quadrado dentro	0,162				
Observações	242				

Nota. * $p < 0,1$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$; Regressão estimada com erros padrão robustos HAC para correção de heterocedasticidade e autocorrelação de séries temporais.

Tabela 9

Resultados modelo 3 com dados em painel - Modelo de efeitos fixos

Variável Dependente: ROA

Variáveis de interesse: E, S, G, Covid ISE, E ISE, S ISE, G ISE, Covid E, Covid S, Covid G

Variáveis	Coefficiente	Erro padrão	razão-t	p-valor	
Constante	2,437	1,128	2,160	0,034	**
E	0,002	0,0007	2,141	0,035	**
S	-0,001	0,0007	-1,618	0,1097	
G	0,00004	0,0007	0,055	0,956	
COVID	-0,031	0,051	-0,614	0,541	
ISE	0,094	0,096	0,979	0,330	
MB	-0,0002	0,0003	-0,6326	0,529	
Tam	-0,102	0,049	-2,061	0,043	**
Covid_ISE	-0,050	0,023	-2,144	0,035	**
E_ISE	-0,002	0,001	-1,633	0,106	
S_ISE	0,002	0,001	1,738	0,086	*
G_ISE	-0,001	0,0008	-1,686	0,096	*
Covid_E	0,001	0,0007	1,778	0,079	*
Covid_S	0,00006	0,0007	-0,096	0,924	
Covid_G	0,0007	0,0006	1,129	0,262	
R-quadrado dentro	0,2183				
Observações	242				

Nota. * $p < 0,1$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$; Regressão estimada com erros padrão robustos HAC para correção de heterocedasticidade e autocorrelação de séries temporais.

Tabela 10

Resultados modelo 4 com dados em painel - Modelo de efeitos fixos**Variável Dependente: ROE****Variáveis de interesse: ESGC, Covid_ESGC, Covid_ISE e ESGC_ISE**

Variáveis	Coefficiente	Erro padrão	razão-t	p-valor	
Constante	-8,130	5,982	-1,36	0,178	
ESGC	-0,015	0,010	-1,505	0,1363	
COVID	-0,085	0,177	-0,481	0,632	
ISE	-1,031	0,371	-2,777	0,007	***
MB	-0,001	0,002	-0,713	0,478	
Tam	0,382	0,266	1,431	0,1562	
Covid_ESGC	0,006	0,004	1,37	0,176	
Covid_ISE	-0,394	0,336	-1,171	0,245	
ESGC_ISE	0,017	0,006	2,737	0,008	***
R-quadrado dentro	0,0462				
Observações	242				

Nota. * $p < 0,1$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$; Regressão estimada com erros padrão robustos HAC para correção de heterocedasticidade e autocorrelação de séries temporais.

Tabela 11

Resultados modelo 5 com dados em painel - Modelo de efeitos fixos**Variável Dependente: ROE****Variáveis de interesse: E, S, G, Covid_ISE, E_ISE, S_ISE, G_ISE, Covid_E, Covid_S, Covid_G**

Variáveis	Coefficiente	Erro padrão	razão-t	p-valor	
Constante	-12,751	11,4426	-1,114	0,268	
E	-0,010	0,019	-0,550	0,584	
S	-0,012	0,013	-1,348	0,182	
G	0,0009	0,004	0,219	0,827	
COVID	0,070	0,283	0,248	0,805	
ISE	-1,714	0,898	-1,909	0,0599	*
MB	0,00009	0,004	-0,025	0,980	
Tam	0,604	0,524	1,154	0,252	
Covid_ISE	-0,381	0,325	-1,173	0,244	
E_ISE	0,015	0,016	0,921	0,3599	
S_ISE	0,009	0,010	0,934	0,353	
G_ISE	0,0003	0,005	0,065	0,948	
Covid_E	-0,008	0,008	-1,033	0,305	
Covid_S	0,008	0,006	1,295	0,199	
Covid_G	0,004	0,005	0,760	0,450	
R-quadrado dentro	0,0940				
Observações	242				

Nota. * $p < 0,1$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$; Regressão estimada com erros padrão robustos HAC para correção de heterocedasticidade e autocorrelação de séries temporais.

Tabela 12

Resultados modelo 6 com dados em painel - Modelo de efeitos fixos**Variável Dependente: TQ****Variáveis de interesse: ESGC, Covid_ESGC, Covid_ISE e ESGC_ISE**

Variáveis	Coefficiente	Erro padrão	razão-t	p-valor	
Constante	10,588	4,320	2,451	0,016	**
ESGC	-0,00005	0,002	-0,028	0,978	
COVID	0,421	0,267	1,579	0,117	
ISE	0,043	0,160	0,267	0,790	
Tam	-0,408	0,187	-2,189	0,031	**
Covid_ESGC	-0,002	0,004	-0,718	0,474	
Covid_ISE	-0,066	0,081	-0,815	0,417	
ESGC_ISE	-0,0006	0,002	-0,245	0,807	
R-quadrado dentro	0,1865				
Observações	351				

Nota. * p < 0,1, ** p < 0,05, *** p < 0,01; Regressão estimada com erros padrão robustos HAC para correção de heterocedasticidade e autocorrelação de séries temporais; Devido à similaridade entre a variável de controle MB e a variável de interesse (TQ), MB foi omitida deste modelo.

Tabela 13

Resultados modelo 7 com dados em painel - Modelo de efeitos fixos**Variável Dependente: TQ****Variáveis de interesse: E, S, G, Covid_ISE, E_ISE, S_ISE, G_ISE, Covid_E, Covid_S, Covid_G**

Variáveis	Coefficiente	Erro padrão	razão-t	p-valor	
Constante	11,011	4,417	2,493	0,014	**
E	-0,001	0,002	-0,681	0,497	
S	-0,0009	0,002	-0,550	0,584	
G	0,003	0,003	1,011	0,314	
COVID	0,434	0,304	1,426	0,157	
ISE	0,088	0,249	0,353	0,725	
Tam	-0,428	0,192	-2,230	0,028	**
Covid_ISE	-0,047	0,080	-0,583	0,561	
E_ISE	0,001	0,003	0,325	0,746	
S_ISE	0,002	0,003	0,795	0,428	
G_ISE	-0,005	0,002	-2,180	0,032	**
Covid_E	-0,002	0,004	-0,654	0,515	
Covid_S	-0,002	0,003	-0,801	0,425	
Covid_G	0,002	0,003	0,749	0,456	
R-quadrado dentro	0,2104				
Observações	351				

Nota. * p < 0,1, ** p < 0,05, *** p < 0,01; Regressão estimada com erros padrão robustos HAC para correção de heterocedasticidade e autocorrelação de séries temporais; Devido à similaridade entre a variável de controle MB e a variável de interesse (TQ), MB foi omitida deste modelo.

Os modelos 2 e 3, utilizam a variável dependente ROA (Tabelas 14 e 15). É possível notar, no modelo 2, a presença de alguns coeficientes significativos, com R-quadrado dentro de 0,162, indicando que a oscilação das variáveis independentes explica cerca de 16,2% da variabilidade do ROA, assim, o modelo é capaz de explicar parte da variação interna. As variáveis de interesse ESGC e as interações Covid*ESGC e ESGC*ISE não apresentam relação

significativa com a variável dependente e a interação Covid*ISE afeta negativamente o ROA a um nível de significância de 5%. Isso indica que as organizações participantes do ISE no período da pandemia sofreram repercussões negativas em seus retornos sobre os ativos. Desta forma, o efeito do ESGC, individualmente e em suas interações, não foi significativo. Outrossim, as variáveis market-to-book (MB) e tamanho apresentaram associações negativas, sendo significativas a 5% e 10%, respectivamente, isso indica que organizações maiores e com ações valorizadas no mercado obtiveram ROAs menores.

O modelo 3, que observa o fenômeno através dos índices E, S e G isolados, apresenta um R-quadrado de 0,2183, indicando que o modelo explica cerca de 21,83% da variação dos retornos sobre os ativos, além de demonstrar significância, a um nível de 5%, para a variável de interesse E (índice ambiental). Sugerindo a presença de uma associação positiva entre o índice sobre o retorno dos ativos. Além disso, nota-se o mesmo nível de significância para o coeficiente da variável tamanho, indicando que o tamanho da organização está associado a uma diminuição no retorno sobre os ativos. A variável de interação Covid*ISE também demonstra possuir um efeito negativo, sugerindo que a participação na carteira ISE durante a pandemia associa-se negativamente com a rentabilidade.

Também se observa significância, a um nível de 10%, para as interações S*ISE, G*ISE e Covid*E. Sendo que tanto a participação no ISE e a presença de índices da dimensão social (S) quanto o período da pandemia e os índices ambientais (E) demonstram relacionar-se positivamente com os retornos sobre os ativos. Já a participação no ISE e os índices de governança (G) associa-se negativamente com a rentabilidade.

Partindo para a variável dependente ROE (Tabelas 16 e 17), o modelo 4 apresentou coeficientes relevantes, a um nível de 1% de significância. A variável ISE, indica que a participação na carteira está associada com uma diminuição no retorno sobre o patrimônio líquido, enquanto a interação ESGC*ISE indica uma relação positiva entre as variáveis, ou seja, a participação no ISE relaciona-se a índices ESGC maiores. O R-quadrado dentro de 0,0462 do modelo sugere que as variáveis independentes do modelo possuem um poder explicativo limitado e esclarece somente cerca de 4% da variação do ROE.

Já o modelo 5 apresentou resultado significativo, a um nível de 10%, apenas para a variável ISE, sugerindo uma relação negativa entre a participação na carteira e o retorno sobre o capital dos acionistas. Para a análise, isso demonstra que os indicadores isolados e o período não influenciaram significativamente no retorno sobre o patrimônio líquido.

No modelo 6, que utiliza o índice agregado ESGC, observa-se que as variáveis de interesse não demonstram ser significativas. Sendo que somente o tamanho apresenta

significância, a um nível de 5%. Indicando que organizações maiores obtiveram desempenhos menores para a razão entre o valor de mercado e o contábil.

O modelo 7, que utiliza os índices isolados E, S e G (Tabela 19), apresenta significância, a um nível de 5%, para a interação $G*ISE$, evidenciando uma relação negativa entre as variáveis. Isso indica que as organizações que possuem índices maiores para a dimensão de governança (G) e faziam parte da carteira do ISE tenderam a obter uma razão menor entre o valor de mercado e o contábil. Além disso, o tamanho demonstra ser significativo, a um nível de 5%, evidenciando que o tamanho da organização está associado a um desempenho menor do Tobin's Q.

4.4 Testes e robustez

Os resultados dos testes de Hausman indicam que o modelo de efeitos fixos é mais adequado para os dados analisados, uma vez que a hipótese nula de que as estimativas de efeitos aleatórios são consistentes foi rejeitada nos testes realizados para cada modelo. Em todos os casos, o p-valor foi significativamente inferior ao nível de significância de 5%, com valores baixos.

Portanto, todos os modelos foram estimados utilizando erros padrão robustos (HAC - *Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent*) e efeitos fixos com o objetivo de corrigir possíveis problemas de heteroscedasticidade e autocorrelação, fazendo com que os testes sejam válidos mesmo na presença destes fatores, o que pode ocorrer devido à natureza da amostra (série temporal com dados em painel). O uso destes métodos permite um controle sobre as características não observadas e constantes ao longo do tempo, que podem afetar as variáveis dependentes e garantem a obtenção de estimativas mais precisas.

Os testes de colinearidade realizados através do método VIF (Fator de Inflação da Variância) não indicam problemas de multicolinearidade. Os resultados dos testes de Wooldridge, Durbin-Watson e Breusch-Pagan detectaram a presença de certa autocorrelação e heteroscedasticidade. Porém, dado a natureza do estudo, a presença desses fatores pode ser justificada por fatores estruturais e temporais inerentes dos impactos do fenômeno estudado. É preciso considerar que as decisões tomadas antes da pandemia podem apresentar impactos graduais nos anos seguintes, adicionalmente, o choque exógeno da Covid-19 causou mudanças nas organizações de forma que esses efeitos podem não ter sido capturados integralmente pelas variáveis explicativas utilizadas.

Apesar dos resultados, ressalta-se que foram aplicadas as correções possíveis para minimizar esses efeitos, como o uso de erros padrões robustos, omissão de variáveis e uso de regressão com efeitos fixos.

5 Discussão dos Resultados

O presente estudo foi elaborado com o objetivo de analisar a relação entre a RSC e o desempenho financeiro no período da pandemia da Covid-19, além disso, busca-se verificar a ocorrência de mudanças na performance de RSC, com a comparação de índices do período pré-pandemia com o período da pandemia em si.

A primeira hipótese (H1) determina que os valores dos índices agregados ESGC aumentaram durante o período da pandemia. A fim de verificar esta hipótese é possível comparar os resultados das estatísticas descritivas dos scores entre os dois períodos analisados, além da realização de testes estatísticos.

Verificando-se somente os valores das estatísticas descritivas, a média dos índices ESGC no período anterior a pandemia foi de 49,58, com desvio padrão e coeficiente de variação indicando uma dispersão moderada em torno da média. Enquanto a média do período da pandemia foi de 51,22, com desvio padrão e coeficiente de variação também indicando uma dispersão relativamente moderada em relação à média.

Foram realizados testes estatísticos para verificar se a diferença entre as médias é significativa. Através dos resultados do teste F, não se rejeita a hipótese nula, então conclui-se que as variâncias dos grupos são equivalentes (Tabela 14). Sendo assim, o teste T foi realizado considerando que as variâncias são estatisticamente iguais. O resultado do teste T (Tabela 15), levando em conta a hipótese nula de que as médias dos índices ESGC dos dois períodos são iguais, observa-se um valor-p menor que 0,05, sendo assim, existe uma diferença estatisticamente significativa entre as médias dos dois períodos, indicando que houve mudança nos índices ESGC entre os períodos.

Assim, através da comparação das estatísticas descritivas e dos testes, é possível validar a primeira hipótese do estudo, sendo que se observa um aumento relativo do índice ESGC no período da pandemia.

Isso também é observado para os índices isolados (E, S e G), com médias de 47,30, 52,26 e 50,94, respectivamente, antes da pandemia e 50,97, 54,98 e 52,06, respectivamente, no período da pandemia. Porém, ao se observar os resultados dos testes estatísticos (Tabela 15), verifica-se valores-p maiores do que 0,05, então não se rejeita a hipótese nula, isso indica que

não há diferença significativa entre as médias entre os dois períodos para os índices E, S e G isolados.

Portanto, é possível verificar que, enquanto o índice agregado ESGC reflete uma mudança significativa entre os períodos, as dimensões isoladas não apresentaram variações significativas. Isso sugere que o aumento observado no índice ESGC pode estar relacionado a fatores agregados e não necessariamente a mudanças pronunciadas em cada componente, sendo assim, não é possível validar por completo a primeira hipótese.

A confirmação, mesmo que parcial, dessa hipótese está em concordância com os resultados encontrados no estudo de Ramesh e Athira (2021), uma vez que seus resultados demonstram que as organizações apresentaram melhores performances de RSC durante a pandemia. Esse cenário também foi evidenciado na pesquisa de Karmani, et al. (2023) que mostrou uma alavancagem das práticas de RSC durante o período de crise, sendo essas ações utilizadas com uma visão de longo prazo em busca de construir a reputação das organizações.

A fim de testar a hipótese H2 que estabelece que as organizações que compõem a carteira ISE-B3 apresentam melhores índices ESGC, é realizada uma comparação entre as pontuações das organizações que participam e não participam do ISE. De acordo com a Tabela 14, é possível notar que grande parte das observações são de organizações que não fazem parte da carteira (1215), sendo que 963 não possuem valores para o índice ESGC. Em contrapartida, 109 observações fazem parte do ISE e 10 não apresentam informações ESGC.

Tabela 14

Resultados dos testes F – Índices ESG pré-pandemia e pandemia

	ESGC (pré-pandemia)	ESGC (durante a pandemia)
Média	46,784	51,222
Variância	425,128	378,947
Observações	158	193
Gl	157	192
F	1,122	
Valor-p	0,223	
	E (pré-pandemia)	E (durante a pandemia)
Média	47,302	50,969
Variância	719,833	615,950
Observações	158	193
Gl	157	192
F	1,169	
Valor-p	0,152	

Continua

Conclusão

Resultados dos testes F – índices ESG pré-pandemia e pandemia			
S (pré-pandemia)		S (durante a pandemia)	
Média	52,262		54,975
Variância	567,989		515,968
Observações	158		193
Gl	157		192
F	1,101		
Valor-p	0,262		
	<u>G (pré-pandemia)</u>		<u>G (durante a pandemia)</u>
Média	50,936		52,055
Variância	515,292		520,835
Observações	158		193
Gl	157		192
F	0,989		
Valor-p	0,474		

Nota. H0: as variâncias dos dois grupos são iguais; H1: as variâncias dos grupos são diferentes

Tabela 15

Resultados dos testes T - Índices ESG pré-pandemia e pandemia

	ESGC (pré-pandemia)	ESGC (durante a pandemia)
Média	46,784	51,222
Variância	425,128	378,947
Observações	158	193
Gl	349	
Stat T	-2,069	
Valor-p (uni-caudal)	0,020	
Valor-p (bi-caudal)	0,039	
	<u>E (pré-pandemia)</u>	<u>E (durante a pandemia)</u>
Média	47,302	50,969
Variância	719,833	615,950
Observações	158	193
Gl	349	
Stat T	-1,328	
Valor-p (uni-caudal)	0,093	
Valor-p (bi-caudal)	0,185	
	<u>S (pré-pandemia)</u>	<u>S (durante a pandemia)</u>
Média	52,262	54,975
Variância	567,989	515,968
Observações	158	193
Gl	349	
Stat T	-1,089	
Valor-p (uni-caudal)	0,138	
Valor-p (bi-caudal)	0,277	

Continua

			Conclusão
ESGC (pré-pandemia)		ESGC (durante a pandemia)	
	(pré-pandemia)	G (durante a pandemia)	
Média	50,936	52,055	
Variância	515,292	520,835	
Observações	158	193	
Gl	349		
Stat T	-0,458		
Valor-p (uni-caudal)	0,323		
Valor-p (bi-caudal)	0,647		

Nota. Os testes T foram realizados presumindo-se que as variâncias dos grupos são equivalentes (resultados dos testes F);

H0: as médias dos dois grupos são iguais;

H1: as médias dos grupos são diferentes

Tabela 16

Relação de participantes e não participantes ISE com os índices ESGC

	Participantes	Não participantes
Com ESGC	99	252
Sem ESGC	10	963
Total	109	1215

Olhando para as estatísticas descritivas dos dois grupos (Tabelas 17 e 18), nota-se que os participantes do ISE apresentam índices ESGC, em média, maiores (66,06) do que os não participantes (42,61). Ambos os casos apresentam coeficientes de variação e desvios padrão relativamente baixos.

Tabela 17

Estatísticas descritivas participantes do ISE

	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desv. Padrão	C.V.	Enviesamento	Curtose Ex.	Perc. 5%	Perc. 95%
Ln_AtivoTotal	24,16	24,19	22,09	27,60	0,88	0,04	0,46	1,11	22,78	25,62
Ln_LucroLiq	20,94	20,97	17,97	25,39	1,25	0,06	0,36	0,36	18,95	22,90
Ln_PL	22,82	22,84	19,94	26,68	1,11	0,05	0,10	1,03	20,94	24,97
Ln_PasCirc	22,68	22,67	20,25	25,63	0,90	0,04	-0,03	0,56	21,05	23,90
Ln_PasNCirc	23,27	23,35	20,11	26,83	1,04	0,04	0,02	0,83	21,55	25,05
Ln_ValMerc	16,59	16,77	14,36	19,78	1,03	0,06	0,07	-0,06	14,89	18,21
Ln_PassivoTotal	24,17	24,22	22,09	27,60	0,88	0,04	0,41	1,05	22,78	25,50
ROA	0,05	0,05	0,00	0,41	0,05	0,93	3,78	21,55	0,01	0,14
ROE	0,23	0,15	0,01	1,99	0,27	1,19	3,58	16,75	0,04	0,73
TQ	1,02	1,00	0,80	3,03	0,26	0,25	7,09	49,60	0,94	1,01
MB	1,15	0,05	-0,04	11,31	2,62	2,27	2,43	4,67	0,00	8,56
Tam	24,16	24,19	22,09	27,60	0,88	0,04	0,46	1,11	22,78	25,62
Covid	0,63	1,00	0,00	1,00	0,48	0,76	-0,55	-1,70	0,00	1,00
ISE	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00	NA	NA	1,00	1,00
ESGC	66,06	65,44	27,08	91,85	14,19	0,21	-0,29	-0,34	39,49	89,24
E	69,01	69,23	10,24	95,80	16,03	0,23	-0,80	1,32	44,23	90,71
S	70,65	70,39	35,89	96,60	15,52	0,22	-0,19	-0,83	42,47	94,68
G	63,78	65,54	20,42	93,95	18,31	0,29	-0,48	-0,58	29,04	90,06

Nota. Resultados em valores decimais

Tabela 18

Estatísticas descritivas não participantes do ISE

	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desv. Padrão	C.V.	Enviesamento	Curtose Ex.	Perc. 5%	Perc. 95%
Ln_AtivoTotal	21,18	21,50	8,42	27,61	2,54	0,12	-1,58	5,04	17,16	24,59
Ln_LucroLiq	18,31	18,56	6,91	25,96	2,36	0,13	-0,79	1,99	14,24	21,55
Ln_PL	20,24	20,60	8,86	26,62	2,41	0,12	-1,46	4,26	15,91	23,38
Ln_PasCirc	19,76	20,13	2,64	25,82	2,82	0,14	-2,44	9,73	15,66	23,17
Ln_PasNCirc	20,21	20,29	8,07	26,96	2,35	0,12	-0,61	1,79	16,07	23,74
Ln_ValMerc	14,12	14,33	7,66	19,83	2,18	0,15	-0,26	-0,20	10,32	17,34
Ln_PassivoTotal	21,31	21,60	9,19	27,61	2,43	0,11	-1,61	5,38	17,74	24,56
ROA	0,32	0,06	0,00	95,71	3,86	12,01	22,86	539,05	0,01	0,39
ROE	0,51	0,15	0,00	35,81	2,10	4,08	10,44	131,23	0,01	1,47
TQ	1,73	1,00	0,59	133,03	6,42	3,72	15,40	262,60	0,93	3,34
MB	15,63	0,00	-43,75	2.725,90	164,27	10,51	13,88	204,09	-0,07	7,86
Tam	21,18	21,50	8,42	27,61	2,54	0,12	-1,58	5,04	17,16	24,59
Covid	0,49	0,00	0,00	1,00	0,50	1,02	0,05	-2,00	0,00	1,00
ISE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	NA	NA	NA	0,00	0,00
ESGC	42,61	43,18	1,31	82,03	18,12	0,43	-0,13	-0,57	10,11	71,50
E	41,58	44,35	0,00	93,99	24,75	0,60	-0,10	-1,00	0,00	78,60
S	47,12	48,71	0,61	91,87	22,40	0,48	-0,21	-0,60	6,97	84,30
G	46,75	45,86	0,83	92,75	22,54	0,48	0,09	-0,99	12,72	84,01

Nota. Resultados em valores decimais

A partir dos resultados das estatísticas descritivas dos grupos, é possível observar que, em média, as organizações participantes da carteira ISE apresentaram índices ESGC maiores do que as não participantes. A partir do teste F (Tabela 19), conclui-se que as variâncias dos grupos não são equivalentes, sendo assim, o teste T foi realizado presumindo-se variâncias diferentes.

De acordo com os resultados do teste T (Tabela 20), observa-se um valor-p menor que 0,05, sendo assim, rejeita-se a hipótese nula. Isso indica que há uma diferença estatisticamente significativa entre as médias do índice ESGC entre os participantes e não participantes da carteira ISE.

A partir desses resultados, é possível validar, também, a segunda hipótese deste estudo. Porém, cabe observar que a amostra possui limitações devido ao quantitativo de observações que não apresentam informações dos índices ESGC.

Tabela 19

Resultados dos testes F – Índices ESG dos participantes e não participantes do ISE

	ESGC (pré-pandemia)	ESGC (durante a pandemia)
Média	66,064	42,609
Variância	201,207	328,253
Observações	99	252
G1	98	251
F	0,613	
Valor-p	0,003	

Nota. H0: as variâncias dos dois grupos são iguais;

H1: as variâncias dos grupos são diferentes

Tabela 20

Resultados dos testes T – Índices ESG dos participantes e não participantes do ISE

	ESGC (pré-pandemia)	ESGC (durante a pandemia)
Média	66,0645	42,6089
Variância	201,2070	328,2534
Observações	99	252
Gl	227	
Stat T	12,8440	
Valor-p (uni-caudal)	0,00	
Valor-p (bi-caudal)	0,00	

Nota. Os testes T foram realizados presumindo-se que as variâncias dos grupos são diferentes (resultados dos testes F);

H0: as médias dos dois grupos são iguais;

H1: as médias dos grupos são diferentes

A análise dos coeficientes e significâncias das regressões indica que a maior parte das hipóteses relacionadas à RSC (H3 e seus subitens) não são suportadas pelos dados. Observa-se que a hipótese H3a relacionada ao ROA (Modelo 3) pode ser aceita, já que apresenta significância, ou seja, organizações com índices ambientais (E) positivos tenderam a apresentar retornos sobre os ativos maiores durante o período.

Além desta, a hipótese H3e também apresenta significância para o Modelo 4, porém não pode ser aceita já que, a um nível de significância de 1%, organizações que fizeram parte da carteira ISE durante o período apresentam propensão a obter retornos sobre o patrimônio líquido menores.

As demais hipóteses são rejeitadas, pois o índice ESGC, S e G não se mostraram significantes ao serem relacionados às variáveis dependentes que representam o desempenho financeiro das organizações. Este resultado concorda, em partes, com o achado no estudo de Aqabna et al. (2023) que demonstraram uma relação positiva entre práticas sustentáveis e o retorno sobre os ativos, com a ressalva de que este impacto não se mostra significativo para o desempenho financeiro geral.

Sendo assim, observa-se resultados contrários às evidências dos estudos de Prayanthi e Budiarso (2022) que demonstraram uma relação positiva entre as ações socialmente responsáveis e o desempenho financeiro das organizações. Poursoleyman et al. (2023) também observou efeito semelhante, sendo que a RSC demonstrou possuir vínculo positivo com o valor da empresa. Além disso, Liu et al. (2023) demonstra a existência de relação positiva entre as práticas de ESG e o retorno das ações e Lins et al. (2017) evidenciam uma relação positiva entre a RSC e o valor de mercado das organizações.

Verificando-se as variáveis de interação presentes no modelo, percebe-se que o período da pandemia não apresenta impacto significativo nos índices agregados de ESG, visto que em nenhum dos modelos a interação Covid*ESGC apresentou coeficientes significativos.

A interação entre o período da Covid-19 e a participação no ISE demonstrou significância somente para os modelos 2 e 3, sendo que esse resultado sugere que para as organizações que participaram da carteira durante a pandemia, obteve-se retornos sobre os ativos menores.

A interação ESGC*ISE demonstrou relevância para o modelo 4. Sendo que, a participação no ISE e a obtenção de pontuações para o ESGC podem levar a retornos sobre o patrimônio líquido maiores.

Também se observa relações significativas para as interações S*ISE, G*ISE e Covid*E. No modelo 3, a participação na carteira ISE e a obtenção de índices sociais (S) e o período da Covid-19 e os índices ambientais (E) apresentam associações positivas com o retorno sobre os ativos. Entretanto os índices de governança (G) e o período da pandemia apresentam relações negativas tanto sobre o Tobin's Q quanto para o retorno sobre os ativos.

Sendo assim, maiores índices sociais e a participação no ISE tendem a influenciar positivamente na rentabilidade. Entretanto, os índices de governança durante a pandemia influenciaram negativamente no desempenho.

6 Conclusão

Este estudo teve como objetivo analisar a relação entre a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e o desempenho financeiro das empresas brasileiras durante a pandemia da Covid-19. Este é um tópico que já foi amplamente abordado pela literatura ao longo dos anos e em diferentes contextos, porém, o presente trabalho considera um fenômeno exógeno relativamente recente que impactou pessoas e organizações mundialmente além de levar em conta a influência de dois indicadores diferentes de RSC nos períodos, sendo eles o índice Refinitiv e a carteira ISE.

Os resultados indicaram que os índices agregados ESGC apresentaram um aumento durante a pandemia, corroborando com a hipótese inicial (H1). Entretanto essa tendência positiva não ocorreu para as dimensões E, S e G separadamente, isso não permite que a hipótese seja completamente aceita e pode indicar que a tendência não caracteriza em uma mudança real nas práticas. Além disso, as empresas pertencentes à carteira ISE-B3 demonstraram, de maneira geral, melhores indicadores ESGC, validando a segunda hipótese. Contudo, as análises de correlação entre as dimensões ESG e o desempenho financeiro apresentaram resultados mistos,

sugerindo que essa relação pode ser mais complexa do que o previsto nas hipóteses H3a a H3e. Sendo assim, a hipótese H3 não pode ser totalmente aceita visto que, em sua maioria, seus subitens não foram confirmados. Assim, somente se confirma a relação positiva entre o retorno sobre os ativos (ROA) e a dimensão ambiental do índice ESG.

Ademais, a análise das interações revelou que o período da pandemia não influenciou significativamente os indicadores agregados de ESG, enquanto a participação no ISE durante a pandemia mostrou associações significativas em dois modelos, indicando retornos menores sobre ativos. Essa relação negativa sugere que a sustentabilidade pode ter gerado custos adicionais durante o período da crise, sem trazer retornos imediatos. Além disso, a interação entre ESGC e ISE foi relevante ao se verificar o ROE, sugerindo que a participação no ISE, combinada com altos escores ESGC, está associada a maiores retornos sobre o patrimônio líquido.

É possível observar outras interações que são capazes de trazer reflexões interessantes. Como os indicadores ambientais e os ROAs das organizações que participam do ISE. Verifica-se que, a obtenção de índices sociais e a participação na carteira relaciona-se negativamente com o retorno sobre os ativos. Por outro lado, a presença no ISE e os índices ambientais associam-se positivamente com a rentabilidade.

Além disso, nota-se a relação negativa entre os índices de governança e a participação no ISE e o desempenho. Sendo assim, organizações do ISE que possuem índices de governança relevantes tendem a apresentar desempenhos menores para o Tobin's Q e ROA.

Considerando os resultados e análises, este estudo contribui ao evidenciar o impacto da pandemia no comportamento dos índices ESG e na relação desses índices com o desempenho financeiro, demonstrando que a relação entre a RSC e o desempenho financeiro pode ser influenciada por fatores externos, além de evidenciar ser mais complexa do que previsto pelas hipóteses, conforme demonstrado pelo estudo de Aqabna et al. (2023).

Desta forma, a complexidade percebida na relação entre a RSC e o desempenho financeiro pode ser explicada por diversos fatores como o contexto setorial (alguns setores possuem maior regulação o que obriga as organizações a investirem e adotarem mais práticas de RSC), custos de implementação (os investimentos necessários durante a pandemia levaram a maiores despesas operacionais, causando uma dualidade entre a implementação de práticas e os retornos financeiros de longo prazo), expectativas dos *stakeholders* (as demandas e pressões por demonstrações das práticas de RSC podem incentivar o *greenwashing*, ou seja, as organizações passam a priorizar a apresentação de relatórios ao invés das práticas e resultados

reais), empresas com baixos índices de governança tendem a utilizar as práticas socialmente responsável como uma tentativa de mascarar seus índices, dentre outros fatores.

Adicionalmente, a pesquisa fornece uma visão para as organizações acerca da integração de práticas de responsabilidade social em suas estratégias. Além de trazer uma compreensão sobre as implicações de um evento exógeno importante no contexto de um país em desenvolvimento e uma reflexão sobre a complexidade da relação entre a responsabilidade social corporativa e o desempenho financeiro das organizações durante uma crise.

Isto posto, uma limitação deste trabalho foi a ausência de dados completos para algumas empresas em determinados anos, o que pode ter afetado a robustez das análises e a falta de informações dos índices ESG para boa parte das organizações. Ademais, visto que a fundamentação teórica utilizou estudos de diversos contextos de outros países e períodos, a análise se restringiu a empresas da bolsa de valores brasileira, o que pode limitar a generalização dos resultados para outros contextos.

Outra limitação pode ser apontada quanto as regressões utilizadas no estudo. A realização de mais regressões, com o objetivo de testar um maior número de variáveis de interesse e de controle, verificando um maior número de combinações poderia trazer resultados mais robustos aos testes.

Pesquisas futuras poderiam ampliar o escopo do estudo, incluindo empresas de outros índices ou mercados internacionais, investigar a influência de fatores específicos, como políticas públicas ou fatores específicos de cada setor, explorar separadamente as dimensões que compõem cada um dos índices ESG ou, ainda, estender o período da amostra analisado incorporando uma janela temporal maior antes e após a pandemia para que seja possível avaliar suas consequências de maneira mais abrangente.

Desta forma, em um contexto global marcado por desafios econômicos e sociais, compreender como práticas de sustentabilidade empresarial influenciam o desempenho financeiro é fundamental para promover um equilíbrio entre crescimento econômico, responsabilidade social e preservação ambiental, reforçando a importância de estratégias alinhadas aos princípios ESG para o futuro das organizações e da sociedade.

Referências

- Lee, Y.-H., & Yang, L. T.-Y. (2021). Corporate social responsibility and financial performance: a case study based in Taiwan. *Applied Economics*, 53(23), 2661–2670. doi:10.1080/00036846.2020.1866158
- Ma, C., Chishti, M. F., Durrani, M. K., Bashir, R., Safdar, & S., Hussain, R. T. (2023). The Corporate Social Responsibility and its impact on financial performance: A case of developing countries. *Sustainability*, 15(4), 3724. doi: <https://doi.org/10.3390/su15043724>
- Adel, N., & Jarboui, A. (2022). The impact of corporate social responsibility on financial performance: The case of united kingdom's companies. *International Journal of Economics & Business Administration (IJEBA)*, 10(3), 41-54. doi:<https://doi.org/10.35808/ijebe/786>
- Al Amosh, H., & Khatib, S. F. A. (2023a). COVID-19 impact, financial and ESG performance: Evidence from G-20 countries. *Business Strategy & Development*, 6(3), 310–321.
- Al Amosh, H., & Khatib, S. F. A. (2023b). ESG performance in the time of COVID-19 pandemic: Cross-country evidence. *Environmental Science and Pollution Research*, 30, 39978–39993. <https://doi.org/10.1007/s11356-022-25050-w>
- Alam, S. M. S., & Islam, K. M. Z. (2021). Examining the role of environmental corporate social responsibility in building green corporate image and green competitive advantage. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 6(1). doi:<https://doi.org/10.1186/s40991-021-00062-w>
- Almada, L., Borges, R. S. G., & Ferreira, B. P. (2021). As estratégias da visão baseada em recursos naturais são lucrativas? Um estudo longitudinal do índice de sustentabilidade empresarial brasileiro. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 24(3), p.533-555. doi:<https://doi.org/10.7819/rbgn.v24i3.4185>
- Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18, 36–55. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2010.10.003>
- Aqabna, S. M., Aga, & M., Jabari, H.N. (2023). Firm performance, corporate social responsibility and the impact of earnings management during COVID-19: Evidence from MENA Region. *Sustainability*, 15(2), 1485. doi: <https://doi.org/10.3390/su15021485>
- Arora, S., Sur, J. K., & Chauhan, Y. (2021). Does corporate social responsibility affect shareholder value? Evidence from the COVID -19 crisis. *International Review of Finance*, 22(2). <https://doi.org/10.1111/irfi.12353>
- Associação Brasileira de Captadores de Recursos. (2020, abril 1). *COVID-19 – Monitor das Doações*. <https://captadores.org.br/abcr/abcr-lanca-o-monitor-das-doacoes-da-covid-19>
- B3. (n.d.). *Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)*. Recuperado de https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise-b3.htm

- Beloskar, V. D., & Rao, S. V. D. N. (2022). Did ESG save the day? Evidence from india during the COVID-19 crisis. *Asia-Pacific Financial Markets*, 30, 73-107. <https://doi.org/10.1007/s10690-022-09369-5>
- Brilius, P. (2010). Dynamic model of dependencies between economic crisis and corporate social responsibility contribution to sustainable development. *Economics and Management*, 15, 422-429
- Calais, B. (2020, abril 22). 20 iniciativas de empresas para ajudar pessoas em situação de vulnerabilidade durante a Covid-19. *Forbes Brasil*. Recuperado de <https://forbes.com.br/principal/2020/04/20-iniciativas-de-empresas-para-ajudar-pessoas-em-situacao-de-vulnerabilidade-durante-a-covid-19/>
- Carlos, M. da G. de O., & Morais, D. O. C. de. (2021). Responsabilidade social em instituições financeiras e investimentos responsáveis em tempos de pandemia. *Revista Gestão E Desenvolvimento*, 18(2), 26–55. DOI: <https://doi.org/10.25112/rgd.v18i2.2489>
- Carroll, A. (1999). Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct. *Business & Society*, 38(3), 268-295.
- Carroll, A. B. (1979). A Three-dimensional conceptual model of corporate performance. *The Academy of Management Review*, 4(4), 497–505. <https://doi.org/10.2307/257850>
- Carroll, A. B. (2004). Managing ethically with global stakeholders: A present and future challenge. *Academy of Management Perspectives*, 18(2), 114–120. <https://doi.org/10.5465/ame.2004.13836269>
- Carvalho, A., & Nakahodo, S. (2023). Did Environmental, Social, and Governance (ESG) practices affect abnormal returns during the COVID-19 pandemic? Evidence from Brazil. *Latin American Business Review*, 24(4), 363–382. <https://doi.org/10.1080/10978526.2023.2266997>
- Cerioni, C. (2020, junho 15). 4 ações sociais que empresas podem adotar na pandemia da covid-19. *Exame*. Recuperado de <https://exame.com/brasil/4-acoes-sociais-que-empresas-podem-adotar-na-pandemia-da-covid-19/>
- Crisóstomo, V. L., Freire, F. S. de, & Vasconcellos, F. C. de. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7(2), 295–309. <https://doi.org/10.1108/17471111111141549>
- Diez-Cañamero, B., Bishara, T., Otegi-Olaso, J. R., Minguez, R., & Fernández, J. M. (2020). Measurement of corporate social responsibility: A review of corporate sustainability indexes, rankings and ratings. *Sustainability*, 12(5), 2153. <https://doi.org/10.3390/su12052153>
- Du, S., Bhattacharya, C. B., & Sen, S. (2011). Corporate social responsibility and competitive advantage: Overcoming the trust barrier. *Management Science*, 57(9), 1528–1545. DOI:<https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1403>
- Ducassy, I. (2012). Does corporate social responsibility pay off in times of crisis? An alternate perspective on the relationship between financial and corporate social

- performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(3), 157–167. <https://doi.org/10.1002/csr.1282>
- Earnhart, D. (2018). The effect of corporate environmental performance on corporate financial performance. *Annual Review of Resource Economics*, 10(1), 425–444. <https://doi.org/10.1146/annurev-resource-100517-023007>
- Fávero, L. P., & Belfiore, Patrícia. (2017). *Manual de análise de dados: Estatística e modelagem multivariada com Excel®, Spss® E Stata®*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Fourati, Y. M., & Dammak, M. (2021). Corporate social responsibility and financial performance: International evidence of the mediating role of reputation. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(6), 1749–1759. DOI: <https://doi.org/10.1002/csr.2143>
- Freguete, L. M., Nossa, V., & Funchal, B. (2015). Responsabilidade social corporativa e desempenho financeiro das empresas brasileiras na crise de 2008. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(2), 232–248. DOI: <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac20151873>
- G1. (2020, 14 de abril). *Solidariedade S/A: Conheça ações solidárias de empresas e empresários durante a pandemia*. <https://g1.globo.com/jornal-nacional/noticia/2020/04/14/solidariedade-sa-conheca-acoes-solidarias-de-empresas-e-empresarios-durante-a-pandemia.ghtml>
- Galant, A., & Cadez, S. (2017). Corporate social responsibility and financial performance relationship: A review of measurement approaches. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 30(1), 676–693. <http://dx.doi.org/10.1080/1331677X.2017.1313122>
- García-Sánchez, I.-M., & García-Sánchez, A. (2020). Corporate social responsibility during COVID-19 Pandemic. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 6(4), 126. <https://doi.org/10.3390/joitmc6040126>
- Gil, A. C. *Como elaborar projetos de pesquisa* (6a ed.). São Paulo: Atlas
- Havlinova, A., & Kukacka, J. (2021). Corporate social responsibility and stock prices after the financial crisis: The role of strategic CSR activities. *Journal of Business Ethics*, 182(1). <https://doi.org/10.1007/s10551-021-04935-9>
- Huang, H., & Ye, Y. (2021). Rethinking capital structure decision and corporate social responsibility in response to COVID-19. *Accounting & Finance*, 61(3), 4757–4788. <https://doi.org/10.1111/acfi.12740>
- Iamandi, I.E, Constantin, L.G. & Cosmin, J. (2010). Corporate social responsibility during the economic crisis. The case of the Romanian companies. *Annals of the University of Oradea: Economic Science*. 1(2), 963–969. <https://doaj.org/article/00c0f8a977bf4f3a806402fc7f16ab46>
- Irigaray, H. A. R., Vergara, S. C., & Araujo, R. G. (2017). Responsabilidade social corporativa: O que revelam os relatórios sociais das empresas. *Organizações & Sociedade*, 24(80), 73–88. doi:<https://doi.org/10.1590/1984-9230804>

- Itaú Social. (2022, 4 janeiro). *Ações do Itaú Social no contexto da Covid-19 em 2021*. Recuperado de <https://www.itausocial.org.br/noticias/acoes-do-itaú-social-no-contexto-da-covid-19-em-2021/>
- Jo, H., & Harjoto, M. (2011). Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 103(3), 351–383. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0869-y>
- Kalaitzoglou, I., Pan, H., & Niklewski, J. (2021). Corporate social responsibility: How much is enough? A higher dimension perspective of the relationship between financial and social performance. *Annals of Operations Research*, 306(1-2), 209-245. doi: <https://doi.org/10.1007/s10479-020-03834-y>
- Karmani, M., Uyar, A., & Kuzey, C. (2023). How did European firms adjust their corporate social responsibility investments during the global financial crisis? *Strategic Change*. 32(1), 3-11. <https://doi.org/10.1002/jsc.2532>
- Kim, D., & Yoon, S.-J. (2024). The impact of ESG ratings on corporate value during COVID-19 pandemic: Evidence from China and South Korea. *Journal of Derivatives and Quantitative Studies* *선택연구*, 32(3), 223–237. <https://doi.org/10.1108/jdqs-03-2024-0015>
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *The Journal of Finance*, 72(4), 1785–1824. doi: 10.1111/jofi.12505
- Liu, L., Nemoto, N., & Lu, C. (2023). The effect of ESG performance on the stock market during the COVID-19 pandemic – Evidence from Japan. *Economic Analysis and Policy*, 79, 702–712. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2023.06.038>
- London Stock Exchange Group. (2024, October). Environmental, Social and Governance Scores from LSEG. Environmental, Social and Governance Scores from LSEG. Recuperado de https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf
- Malik, M. (2014). Value-Enhancing Capabilities of CSR: A brief review of contemporary Literature. *Journal of Business Ethics*, 127(2), 419–438. doi: <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2051-9>
- Matei, F. B., Boboc, C., & Ghiță, S. (2021). The relationship between corporate social responsibility and financial performance in Romanian companies. *Economic Computation & Economic Cybernetics Studies & Research*, 55(3), 297–314. doi: <https://doi.org/10.24818/18423264/55.3.21.19>
- Meio & Mensagem. (2020, 29 de maio). *Gigantes de alimentos fazem força-tarefa pelo pequeno varejo*. <https://www.meioemensagem.com.br/marketing/gigantes-de-alimentos-fazem-forca-tarefa-pelo-pequeno-varejo>
- Moutinho, R., & Silva, R. L. M. da. (2024). ESG investments in the Covid-19 pandemic. *Revista Catarinense Da Ciência Contábil*, 23(3430), 1-17. <https://doi.org/10.16930/2237-7662202434302>

- Natura. (2021, abril 9). *Natura e Covid-19: Conheça nossas ações contra a pandemia. Natura.com.br*. Recuperado de <https://www.natura.com.br/blog/mais-natura/natura-e-covid-19-conheca-nossas-acoes-contr-a-pandemia>
- NeoFeed. (2020, dezembro 3). As 10 marcas que mais causaram impacto positivo à sociedade durante a Covid-19. *NeoFeed*. Recuperado de <https://neofeed.com.br/negocios/as-10-marcas-que-mais-causaram-impacto-positivo-a-sociedade-durante-a-covid-19/>
- Nguyen, V. H., Agbola, F. W., & Choi, B. (2021). Does corporate social responsibility enhance financial performance? Evidence from Australia. *Australian Accounting Review*, 32(1), 5-18. doi: <https://doi.org/10.1111/auar.12347>
- Nizamuddin, M. (2018). Corporate social responsibility and corporate financial performance: An exploratory study of measurement-approach selection issues. *IUP Journal of Corporate Governance*, 17(2), 36–54. <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=129832122&lang=pt-br&site=ehost-live>
- Observatório Covid-19 BR. (n.d.). *Covid-19*. Recuperado de <https://covid19br.github.io/>
- Oliveira, M., Ferreira, M. R., & Moreira, V. (2015). Responsabilidade social corporativa: Conceito, instrumentos de gestão e normas. *Revista Brasileira de Administração Científica*, 6(2), 161–172. doi:<https://doi.org/10.6008/spc2179-684x.2015.002.0011>
- Organização Mundial da Saúde. (2023, agosto 9). Coronavirus disease (COVID-19). Recuperado de [https://www.who.int/news-room/fact-sheets/detail/coronavirus-disease-\(covid-19\)](https://www.who.int/news-room/fact-sheets/detail/coronavirus-disease-(covid-19))
- Organização Pan-Americana da Saúde. (2023, maio 5). OMS declara fim da emergência de Saúde Pública de Importância Internacional referente à COVID-19. <https://www.paho.org/pt/noticias/5-5-2023-oms-declara-fim-da-emergencia-saude-publica-importancia-internacional-referente>
- Pletsch, C. S., Silva, A. da, & Nelson, N. (2015). Responsabilidade social e desempenho econômico-financeiro das empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 9(2), 53–69. doi: <https://doi.org/10.5773/rgsa.v9i2.1018>
- Poursoleyman, E., Mansourfar, G., Hassan, M. K., & Homayoun, S. (2023). Did corporate social responsibility vaccinate corporations against COVID-19? *Journal of Business Ethics*, 189, 525-551. <https://doi.org/10.1007/s10551-023-05331-1>
- Prayanthi, I., & Budiarmo, N. S. (2022). The effect of social responsibility disclosure on financial performance in the COVID-19 pandemic era. *Cogent Business & Management*, 9(1), 2147412. DOI: <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2147412>
- Ramesh, V. K., & Athira, A. (2022). Real effects of social trust on firm performance during COVID-19. *Managerial and Decision Economics*, 44(1), 671-693. <https://doi.org/10.1002/mde.3707>

- Rodrigues, A. A. B., & Kurnaz, S. (2023). Challenges for corporate social responsibility practices. *Revista de Gestão E Secretariado*, 14(1), 737–749. doi:<https://doi.org/10.7769/gesec.v14i1.1544>
- Rossi, J. L., Jr. (2009). What is the value of corporate social responsibility? An answer from the Brazilian sustainability index. *SSRN Electronic Journal*, 1-17. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1338114>
- Schwartz, M. S., & Carroll, A. B. (2003). Corporate social responsibility: A three-domain approach. *Business Ethics Quarterly*, 13(04), 503–530. <https://doi.org/10.5840/beq200313435>
- Sekkiou, A., & Azouaou, L. (2023). Corporate social responsibility practices during COVID-19 crisis: A critical review. *European Journal of Management Issues*, 31(1), 14–26. <https://doi.org/10.15421/192302>
- Silva, D. da, Lopes, E. L., & Braga, S. S. J. (2014). Pesquisa quantitativa: Elementos, paradigmas e definições. *Revista de Gestão e Secretariado*, 5(1), 1-18. <https://doi.org/10.7769/gesec.v5i1.297>
- Sobrosa, R. C. Neto., Lima, C. R. M., Bazil, D. G., Veras, M.O., & Guerra, J. B. S. O. A. (2020). Sustainable development and corporate financial performance: A study based on the Brazilian Corporate Sustainability Index (ISE). *Sustainable Development*, 28(4), 960–977. <https://doi.org/10.1002/sd.2049>
- Velychko, O., Prylypko, S., & Prylypko, K. (2021). Impact of corporate social responsibility on the financial performance of companies. *Journal of International Economic Policy*, 35(2), 135–149. doi: <https://doi.org/10.33111/iep.eng.2021.35.07>
- Xu, N., Chen, J., Zhou, F., Dong, Q., & He, Z. (2023). Corporate ESG and resilience of stock prices in the context of the COVID-19 pandemic in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 79, 102040. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102040>
- Zaiane, S., & Ellouze, D. (2022). Corporate social responsibility and firm financial performance: The moderating effects of size and industry sensitivity. *Journal of Management and Governance*, 27, 1147-1187. <https://doi.org/10.1007/s10997-022-09636-7>
- Zhao, J. (2021). Reimagining corporate social responsibility in the Era of COVID-19: Embedding resilience and promoting corporate social competence. *Sustainability*, 13(12), 6548. <https://doi.org/10.3390/su13126548>