

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO
FECAP
CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO
PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

FERNANDO NEMEC

ESTUDO SOBRE O COMPORTAMENTO DO ACIONISTA
QUANTO A RESPONSABILIDADE E
IRRESPONSABILIDADE SOCIAL DA EMPRESA EM
RELAÇÃO AOS DEMAIS STAKEHOLDERS

São Paulo
2023

FERNANDO NEMEC

**ESTUDO SOBRE O COMPORTAMENTO DO ACIONISTA QUANTO A
RESPONSABILIDADE E IRRESPONSABILIDADE SOCIAL DA
EMPRESA EM RELAÇÃO AOS DEMAIS STAKEHOLDERS**

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

**Orientador: Prof. Dr. Vinicius Augusto Brunassi
Silva**

São Paulo

2023

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

N433e	<p>Nemec, Fernando</p> <p>Estudo sobre o comportamento do acionista quanto a responsabilidade e irresponsabilidade social da empresa em relação aos demais <i>Stakeholders</i>/ Fernando Nemec. - - São Paulo, 2023.</p> <p>55 f.</p> <p>Orientador: Prof. Dr. Vinicius Augusto Brunassi Silva</p> <p>Artigo (mestrado) – Fundação de Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP – Centro Universitário Álvares Penteado – Programa de Mestrado Profissional em Administração.</p> <p>1. Responsabilidade social da empresa. 2. <i>Stakeholders</i>. 3. Ética empresarial. 4. Empresas – Estudo de casos.</p> <p>CDD: 658.408</p>
-------	---

FERNANDO NEMEC

**ESTUDO SOBRE O COMPORTAMENTO DO ACIONISTA QUANTO A
RESPONSABILIDADE E IRRESPONSABILIDADE SOCIAL DA EMPRESA EM
RELAÇÃO AOS DEMAIS STAKEHOLDERS**

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

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Humberto Gallucci Netto
Universidade Federal de São Paulo – Unifesp

Profa. Dra. Simone Ruchdi Barakat
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Prof. Dr. Vinicius Augusto Brunassi Silva
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 27 de fevereiro de 2023.

Dedicatória

Dedico esse trabalho à minha esposa, Cristiane, e meus filhos, Manuela e Gabriel, que são meu porto seguro, fonte inesgotável de alegrias e de inspiração, sem os quais eu nada seria.

Agradecimentos

Ao Prof. Dr. Vinicius Augusto Brunassi, por ter me aceitado como seu orientando, mesmo ciente de todas as minhas deficiências e dificuldades, instruindo-me com paciência e zelo. Sem dúvida nenhuma, não chegaria até aqui sem seu apoio e sem suas valiosas aulas de Econometria.

Aos membros da banca examinadora, Profa. Dra. Simone Ruchdi Barakat e Prof. Dr. Humberto Gallucci Netto, por aceitarem participar da avaliação desse projeto e pelas notáveis contribuições na elaboração deste trabalho.

À Profa. Dra. Simone Ruchdi Barakat, redobro meus agradecimentos, por ter me apresentado à ciência da Responsabilidade Social Corporativa, uma vez que esta disciplina mudou definitivamente minha forma de pensar.

Ao meu amigo, Frederico Krejici, pelo apoio moral nos momentos difíceis.

À Camila Lie, pelo esmerado trabalho de revisão.

E, por fim, aos meus colegas de curso que, sempre em clima de camaradagem, ajudaram e contribuíram para esse trabalho.

Estudo Sobre o Comportamento Do Acionista Quanto a Responsabilidade e Irresponsabilidade Social Da Empresa em Relação Aos Demais Stakeholders

Fernando Nemec
Mestrado de Administração
E-mail: fernando.nemec@gmail.com

Resumo

Esse trabalho investigou como o acionista reage frente às ações de responsabilidade ou irresponsabilidade social de suas empresas, que tenham sido noticiadas pela imprensa. Foram pesquisadas mais de 64 mil notícias sobre as empresas estudadas e selecionados 1.602 textos que noticiavam ações de responsabilidade ou irresponsabilidade social. Para cada evento, investigou-se os *stakeholders* afetados, utilizando para tanto a Teoria de *Stakeholders* e a Teoria da Performance Social Corporativa (CSP) Além dos *stakeholders*, o estudo também classificou os eventos por assunto relacionado a responsabilidade ou irresponsabilidade social, setor e a forma como a empresa é citada na matéria, isto é, se a mesma era o personagem principal da notícia e se a menção ocorria no título ou no lide. Com essas informações, foi calculado o retorno anormal acumulado (CAR), em diferentes janelas de evento, e analisado o retorno anormal acumulado médio (CAAR) de cada *stakeholder*, setor e forma de menção da empresa, buscando evidências que pudessem explicar o comportamento do acionista em relação às ações socialmente responsáveis ou irresponsáveis. O estudo encontrou evidências de que o preço das ações das empresas reagem negativamente e mais expressivamente em relação às ações de irresponsabilidade social que afetam o meio ambiente e a comunidade/sociedade.

Palavras-chaves: Teoria de *stakeholders*. Responsabilidade Social Corporativa. Performance social corporativa. Ética corporativa. Estudo de evento.

Review On Shareholder Action Regarding Firm Social Responsibility And Social Irresponsibility Affecting Other Stakeholders

Abstract

This work investigated how shareholders react to press reported actions of social responsibility or irresponsibility of their companies. More than 64,000 news articles about public companies were researched and 1,602 texts discussing socially responsible or irresponsible actions were selected. For each event, the affected stakeholders were investigated, using the Theory of Stakeholders and the Theory of Corporate Social Performance (CSP). In addition to the stakeholders, the study also classified the events by subject related to social responsibility or irresponsibility, sector and the way the company is mentioned in the article, that is, if it was the main character of the news and if the mention occurred in the title or in the lead. With this information, the cumulative abnormal return (CAR) was calculated in different event windows and the cumulative average abnormal returns (CAAR) of each stakeholder, sector and company mention were analyzed, seeking evidence that could explain the shareholder's behavior in relation to socially responsible or irresponsible actions. The study found evidence that companies' stock prices react negatively and more expressively in relation to socially irresponsible actions that affect the environment and the community/society.

Keywords: Stakeholder theory. Corporate social responsibility. corporate social performance; corporate ethics; event study.

1 Introdução

A responsabilidade social das empresas é um tema que vem, ao longo dos últimos anos, ganhando o interesse da sociedade. Os motivos para tal crescimento variam, mas o amplo acesso ao conteúdo digital disponibilizado por mídias tradicionais – potencializado pelas mídias sociais – tem um peso importante neste impulso. Soma-se a isso a pressão da sociedade para cobrar de corporações soluções para problemas globais, como mudanças climáticas, rápida resposta no combate à pandemia de COVID-19, melhoria nas relações de trabalho, entre outras importantes pautas sociais (Gardberg & Fombrun, 2006).

Além dos pontos acima, no Brasil, a preservação ambiental é um componente importante nas pressões exercidas pela sociedade sobre corporações, dada a dimensão das reservas naturais do país. Historicamente, o Brasil tem uma base industrial extrativista (exploração de minérios e petróleo) com impactos sociais e ambientais consideravelmente altos, como a exaustão hídrica, o esgotamento dos recursos minerais, a dilapidação da força de trabalho, entre outros (Gonçalves, 2017). Além disso, a indústria agropecuária também tem destaque na discussão, considerando que o estoque de terra utilizável é limitado e, para aumentar a capacidade produtiva, o desmatamento se torna necessário, embora nem sempre seja desejado pela sociedade. Ainda sobre agropecuária, outro componente importante de impacto ambiental é a utilização de água potável, bastante elevada neste tipo de indústria (Sambuichi, Oliveira, Silva, & Luedemann, 2012).

Pela natureza *business to business* (B2B) do negócio extrativista e agropecuário, a discussão sobre os impactos ambientais era menos difusa na sociedade antes da digitalização dos meios de comunicação. O advento das redes e mídias sociais, potencializando o resultado do jornalismo investigativo, aumentou o interesse sobre o assunto, colocando o Brasil, inclusive, sob escrutínio da comunidade global (Paraguassu & Baczynska, 2019), uma vez que o impacto ambiental dessas atividades pode ser monitorado praticamente em tempo real (Brovelli, Sun, & Yordanov, 2020).

Ainda no Brasil, as relações de trabalho entre empresários e trabalhadores também têm importância significativa no debate sobre a responsabilidade social de corporações, em função do alto nível de desemprego e da precarização do trabalho (Antunes & Druck, 2015). Na indústria têxtil, por exemplo, é bastante comum a divulgação de denúncias em relação às condições de trabalho, não raro o socorro a trabalhadores laborando em condições análogas à escravidão. No setor de tecnologia da informação, o foco nos últimos anos tem sido a “uberização” das relações de trabalho, com a consequente perda da proteção social dos trabalhadores que atuam nessa modalidade de empreendedorismo (Abilio, 2019). Esses exemplos de disfunções nas relações de trabalho, escrutinadas pela mídia, levam a sociedade a cobrar maior responsabilidade das empresas envolvidas.

Há que se considerar também a participação das grandes empresas em episódios de corrupção e como isso afeta negativamente a sociedade. Na última década, a imprensa explorou diversos episódios em que grandes empresas agiam como corruptores, utilizando benesses fornecidas por agentes públicos para potencializar suas receitas, para conquistar diferenciais estratégicos ou mesmo para obter vantagem sobre a concorrência mor). Há extensa pesquisa vinculando corrupção à degradação da Responsabilidade Social

Corporativa (CSR) geral nas empresas que operam neste ambiente. Logo, empresas que buscam corromper agentes públicos, além dos danos diretos que causam, como desvio de recursos do erário público, causam ainda a deterioração geral das iniciativas de responsabilidade social, além de diminuir a confiança da sociedade nas corporações e em agentes e instituições públicas (Thanetsunthorn, 2022; Ucar & Staer, 2020).

Por outro lado, a recente pandemia causada pela COVID-19 mostrou também que há espaço para que a responsabilidade social corporativa se desenvolva. Os danos sustentados pela sociedade foram amenizados com um aumento das ações positivas de CSR (García-Sánchez & García-Sánchez, 2020).

Assim, nota-se que as empresas brasileiras deveriam considerar a responsabilidade social em suas estratégias e essa análise pode também ser considerada pelos acionistas. Impõe-se, contudo, que, independentemente de a responsabilidade social fazer parte da estratégia empresarial, inevitavelmente haverá resultados sociais das ações de responsabilidade ou irresponsabilidade social provocadas pela companhia. O presente trabalho então estudou qual a atitude do acionista, que é um *stakeholder* legítimo, forte e influente, sobre ações de responsabilidade ou irresponsabilidade social publicados pela imprensa e que afetem os demais *stakeholders*, utilizando como base teórica a Teoria de Stakeholders (Freeman, 1984).

Propõe-se que a publicação de uma notícia na imprensa tradicional é relevante para capturar o conhecimento sobre uma ação de responsabilidade ou irresponsabilidade social, uma vez que o alcance das mídias tradicionais ainda é bem amplo e, na maioria das vezes, pauta também discussões em redes sociais (Fletcher & Nielsen, 2018). Além disso, a decisão sobre a publicação de uma notícia em um veículo tradicional com independência jornalística não tem qualquer relação com a empresa ou o próprio acionista. Um longo histórico de independência editorial fortalece ainda mais a noção de que pressões corporativas externas são insuficientes para influenciar a pauta.

Estabelecido o conhecimento do público sobre um fato publicado – por consequência, conhecimento também do acionista –, postula-se que a variação do preço das ações da companhia nos dias próximos à publicação da matéria é um indicativo do comportamento do acionista sobre aquela ação de responsabilidade ou irresponsabilidade social.

Uma queda acentuada do preço da ação da empresa pode evidenciar uma aversão do acionista àquela ação de responsabilidade ou irresponsabilidade social. Da mesma forma,

uma súbita elevação do preço de mercado pode sinalizar que a ação de responsabilidade ou irresponsabilidade social foi bem vista pelos acionistas.

Sendo assim, muitos estudos já avaliaram a percepção de diferentes *stakeholders*, em especial, o próprio acionista, em relação à CSR das empresas. Foi estudada a importância que a CSR possui como fator de diferenciação em relação à concorrência (Bertoncello & Chang, 2007). Em outro estudo, de Luo e Bhattacharya (2006), avaliou-se a relação entre ações de responsabilidade social, satisfação do consumidor e valor de mercado. Encontrou-se correlação positiva entre ações de CSR e satisfação do consumidor, mas não a esperada correlação com o valor de mercado, que, segundo o estudo, foi afetado apenas parcialmente e em condições específicas. Foram encontrados também diversos artigos explorando as relações conceituais entre a teoria de *stakeholders* e a responsabilidade social corporativa (Branco & Rodrigues, 2007; Brown & Forster, 2013; Freeman & Dmytriiev, 2017).

Avaliando os estudos acima, além de outros, foi possível perceber que analisar a resposta do acionista em relação às ações de responsabilidade ou irresponsabilidade social de suas companhias, bem como a maneira que tais ações afetam os demais *stakeholders*, é um *gap* de pesquisa. Assim, para preencher essa lacuna, este trabalho observou a data de publicação de notícias na imprensa relacionadas a ações de responsabilidade e de irresponsabilidade social para calcular o retorno anormal do preço da ação de diversas companhias através da metodologia de estudo de eventos.

Os eventos foram agrupados por responsabilidade ou irresponsabilidade social, *stakeholders* e assuntos relacionados. Os assuntos, embora tenham sido selecionados de forma subjetiva, estão intimamente ligados à responsabilidade ou à irresponsabilidade social, existindo referencial teórico para cada um deles.

Já os grupos de *stakeholders* considerados – cujas definições para esse trabalho encontram-se na Tabela 3 – foram: consumidores, fornecedores, concorrência, instituições (tidos como ministérios e secretarias, agentes públicos, órgãos de administração direta e indireta, legislativos, judiciários, militares, polícias e outras organizações governamentais), meio ambiente, trabalhadores, *shareholders* e comunidade/ sociedade. Todos estes são *stakeholders* válidos, mas que podem ter graus variados de poder, legitimidade e urgência (Mitchell, Agle, & Wood, 1997), a depender da empresa estudada, e cuja dimensão não será explorada neste estudo. Além desses perfis selecionados, a análise das notícias incluiu também a figura do não-*stakeholder*, isto é, aquele agente que não tem absolutamente nenhuma influência, poder ou legitimidade, mas que pode, sim, ser afetado por ações de responsabilidade ou irresponsabilidade social da companhia (Phillips, 1997).

Com todas essas informações, o trabalho tem a possibilidade de analisar diversas perguntas de pesquisa: se existe maior sensibilidade do acionista para um ou outro *stakeholder* afetado pelo resultado social de uma ação de responsabilidade ou irresponsabilidade social; se há, em algum cenário, uma correlação entre a depreciação do preço da ação e irresponsabilidade social; e se há correlação entre apreciação do preço da ação e responsabilidade social. Além disso, o estudo do evento pode determinar se a forma como a companhia foi mencionada no texto – se ela é o personagem principal ou se a menção ocorreu no título ou no lide da matéria – pode afetar a variação no preço da ação. Por fim, é possível também observar se o acionista diferencia ações de responsabilidade e irresponsabilidade social cujo resultado social afeta um *stakeholder* ou um não-*stakeholder* (Mainardes, Alves, & Raposo, 2012). Em relação a essa última pergunta de pesquisa, é importante salientar que há poucos estudos que observam resultados sociais de ações sociais que afetam o não-*stakeholder*.

Propõe-se que essa mensuração seja feita utilizando a metodologia de estudo de eventos (Fama, Fisher, Jensen, & Roll, 1969). O evento é, então, a publicação de notícia sobre a empresa estudada em veículo de imprensa tradicional, e cuja ação de responsabilidade ou irresponsabilidade social se encaixa no modelo de Performance Social Corporativa (CSP) (Wood, 1991). Logo, em resumo, o modelo de performance social corporativa serve, para este estudo, para decidir se o fato noticiado é, de fato, uma ação de responsabilidade ou irresponsabilidade social.

2 Revisão de Literatura

2.1 Teoria da Performance Social Corporativa (CSP) e teoria de *Stakeholders*

A pesquisa enfatiza a relação da empresa com seus *stakeholders*, considerando os sinais de responsabilidade ou irresponsabilidade social dados pela companhia. Contudo, nem toda movimentação da empresa é uma ação de responsabilidade ou irresponsabilidade social. Além disso, nem toda ação de responsabilidade ou irresponsabilidade social pode afetar os *stakeholders* da companhia.

Assim, é necessário haver um modelo para auxiliar a determinar se uma notícia discorre efetivamente sobre uma ação de responsabilidade ou irresponsabilidade social ou se o assunto trata de outro aspecto da empresa em questão.

Para este trabalho, a performance social corporativa é a melhor teoria para fornecer o modelo necessário para a pesquisa, em especial os resultados sociais, os quais são a parte visível das ações da performance social corporativa de uma companhia (Wood, 1991).

Importante reforçar que, para essa pesquisa, será justamente a parte visível do resultado social das ações de uma companhia que será analisada na notícia, independentemente dos princípios de responsabilidade social corporativa que a empresa adota ou observa. Descarta-se também analisar com profundidade os domínios existentes na responsabilidade social corporativa, já que em muitos aspectos a notícia vai publicar resultados sociais das ações da empresa (muitas vezes decorrentes de irresponsabilidade social) antes mesmo que esta tenha chance ou tempo de reagir ou preparar medidas de contingência.

Sendo assim, para avaliar a ação de responsabilidade ou irresponsabilidade social indicada por uma notícia, propõe-se observar se o evento possui um resultado social que pode ser endereçado a políticas ou a operações da empresa. É necessário também avaliar se o resultado social afeta o interesse de algum dos *stakeholders* estudados (Wood, 1991). Para a finalidade deste trabalho, a leitura da matéria correspondente a cada evento estudado deve evidenciar no seu texto o resultado social e os *stakeholders* como personagens afetados, apesar do enquadramento noticioso (Bateson, 1972), além da citação da empresa relacionada.

Exemplificando, um dos eventos estudados se refere à uma matéria publicada em junho de 2015 relatando que uma funcionária de um banco sofreu um aborto espontâneo durante o expediente de trabalho e, ainda assim, foi obrigada a cumprir o restante do expediente. Segundo a matéria “[a funcionária] guardou o feto em uma sacola plástica e continuou trabalhando, ensanguentada, por três horas, com receio de perder o emprego” (Bertoni, 2015). No exemplo citado, a companhia é claramente identificada. O enquadramento noticioso favoreceu a percepção de que o *stakeholder* afetado são os funcionários da companhia. E a continuidade do texto evidencia, através do pronunciamento do banco, que a irresponsabilidade social derivou da falta de uma governança corporativa que observasse os funcionários gestantes. Observa-se também a culpa corporativa associada ao efeito da ação de irresponsabilidade social (Lange & Washburn, 2012).

Retomando, Wood (1991) interconecta a teoria de *stakeholders* à performance social corporativa quando conceitua que o próprio *stakeholder* avalia a efetividade de um resultado social obtido através da performance social de uma companhia. Wood adverte, contudo, que, a depender das perspectivas dos *stakeholders* de uma companhia, estes podem ter visões diferentes, até antagônicas, sobre o resultado das ações de responsabilidade social.

Wood e Jones (1995) revisitaram a ligação entre *stakeholders* e performance social corporativa. O trabalho de ambos reforça a ideia de que diferentes *stakeholders* têm diferentes expectativas para a performance social da empresa e a avaliam diferentemente

também. Dessa forma, neste trabalho, Wood e Jones (1995) conceituam como a performance social corporativa pode ser medida e analisada através das perspectivas de diferentes *stakeholders*.

Brown e Forster (2012) apresentam um estudo analisando a tensão existente entre demandas da sociedade, dentro do *framework* de responsabilidade social corporativa, e demandas dos *stakeholders*. Complementarmente, Branco e Rodrigues (2007) argumentam que ações de responsabilidade social corporativa não devem ser vistas pelas corporações como forma de alavancar valor, mas sim como parte da teoria de *stakeholders*, considerando as demandas de toda a sociedade como sendo a demanda de um *stakeholder* de importância.

2.2. Diferenciação de irresponsabilidade social e responsabilidade social

A conceituação de Responsabilidade Social é razoavelmente ampla e bem estudada, como visto no item anterior. Contudo, para esse trabalho, é necessário conceituar o que é a Irresponsabilidade Social. Para esse fim, foi utilizada a definição descrita no estudo de Lange e Washburn (2012), que avalia que a irresponsabilidade social existe quando pode ser percebida por um observador através de três premissas distintas: o efeito indesejável, a culpa corporativa e não cumplicidade da parte afetada.

O efeito indesejável é bastante subjetivo, pois depende dos valores morais do observador (Crouch, 2006). Mas, como regra geral, a avaliação de um efeito indesejado é percebida através de resultados que violem normas éticas ou que afetem a auto-preservação ou os impulsos morais do observador (Donaldson & Dunfee, 1999; Haidt & Bjorklund, 2008; Jones & Davis, 1965). A culpa corporativa ocorre quando o observador consegue identificar o efeito indesejável como algo inerente à existência da empresa que o ocasionou ou cuja causa pode ser endereçada diretamente àquela empresa. Por fim, a não cumplicidade da parte afetada compreende que a vítima do efeito indesejável não contribuiu, não tinha poder para prevenir e não tinha como prever o efeito indesejável.

A principal diferenciação entre a responsabilidade social e a irresponsabilidade social é que a primeira deriva de uma visão existente na companhia para atingir tal fim, através de políticas, programas e operações voltadas para atingir resultados sociais esperados (Wood, 1995), e a segunda é simplesmente o oposto, ou seja, a falha da empresa em agir responsabilmente (Lange & Washburn, 2012).

2.3 Estudos sobre como notícias afetam o preço de ações

A proposta deste estudo parte do princípio que existe efeito no preço de uma ação quando uma notícia sobre dada empresa é publicada em um veículo de mídia tradicional. Para sustentar essa premissa, foram estudados artigos que se utilizaram desse efeito para formular suas hipóteses e conclusões.

O efeito de notícias econômicas específicas sobre volatilidade no preço de ativos já é documentado e explorado por muitos autores, entre eles, Lee e Mykland (2008). Os autores mostraram a correlação existente entre a publicação de uma notícia sobre o mercado ou sobre uma dada corporação e o salto no valor de mercado. Contudo, tais estudos observaram especificamente provedores de informação financeira e, em geral, a divulgação de dados muito particulares das empresas estudadas, como divulgação de resultados ou fatos relevantes.

Akhtar, Faff, Oliver e Subrahmanyam (2012) determinaram que existe efeito no mercado quando o noticiário publica matérias com conteúdo negativo, embora o mesmo não ocorra com conteúdo positivo. Kim e Willett (2014) fizeram o mesmo teste no mercado coreano, com os mesmos resultados. A hipótese dos autores é uma combinação dos vieses de efeito manada e aversão ao risco, o que explicaria a diferença de comportamento entre conteúdo negativo e positivo. Registre-se que os dados foram obtidos no decorrer da crise econômica de 2008, o que pode ter influenciado o resultado da pesquisa.

Wei e Wang (2016) estudaram a possibilidade de utilizar dados sobre o padrão de uso do Wikipedia para prever retornos anormais no mercado de ações. Similarmente, Elshendy, Colladon, Battistoni e Gloor (2018) utilizaram conteúdo de quatro redes sociais distintas para prever o preço do petróleo. Ambos foram bem sucedidos em relacionar fontes de notícias com variações de preço.

As abordagens dos estudos citados utilizam técnicas computacionais que fogem do escopo deste trabalho, mas que mostram que existe forte relação entre o que é lido e escrito na internet e o movimento do mercado. Importante destacar que os estudos utilizaram como fontes de dados sites comuns da internet e não sites financeiros especializados, ou seja, é improvável que no estudo de Wei e Wang (2016) os investidores estejam acompanhando as páginas do Wikipedia para obter informações sobre seus ativos. A hipótese mais provável é que a informação publicada na internet dissemina-se com velocidade suficiente para atingir todos os interessados naquele assunto, na plataforma em que estiverem.

Além do efeito existente pela própria publicação de uma notícia, a forma como a mesma é publicada é bastante importante. Fedyk (2018) observou que o posicionamento de uma notícia na página principal de um site noticioso causa um aumento de 280% no volume negociado e uma variação de preço 180% maior nos primeiros 10 minutos após a publicação. Publicações que não foram para a página principal levam bem mais tempo para ter a sua informação incorporada ao preço da ação.

2.4 Relação entre performance financeira e performance social

A relação entre a performance social corporativa e a performance financeira da empresa já foi objeto de inúmeros estudos. Importante ressaltar que dado o alto grau de interdependência entre teoria de *stakeholders*, responsabilidade social corporativa e performance social corporativa, muitos estudos acabam analisando a relação da performance financeira com a responsabilidade social corporativa justamente pela abrangência maior desta última, apesar dos problemas de conceituação (Clarkson, 1995). Dessa forma, para a construção do referencial teórico deste estudo, observou-se a relação da performance financeira não somente com a responsabilidade social corporativa, mas também com a teoria de *stakeholders* e a performance social corporativa.

Berman, Wicks, Kotha e Jones (1999) estudaram se o gerenciamento das expectativas dos *stakeholders* afetava a performance financeira da firma. Foram analisados dois modelos distintos de gerenciamento: um intrínseco, isto é, o relacionamento da companhia com os *stakeholders* era ditado por princípios morais da organização e não somente pela busca de performance financeira; e um cujo gerenciamento das expectativas dos *stakeholders* era orientado buscando retorno financeiro, ou seja, *stakeholders* eram parte da estratégia, mas de modo algum tal estratégia era criada visando suas expectativas. Para o primeiro modelo, o estudo não encontrou relação entre o gerenciamento de expectativas de *stakeholders* e a performance financeira da empresa. Já para o segundo grupo, houve diferença na performance financeira em alguns contextos específicos.

Em estudo mais recente, Scholtens e Zhou (2008) analisaram 208 empresas durante 14 anos para determinar a existência de relação entre governança por *stakeholders* e a performance financeira da firma. O estudo encontrou uma correlação negativa entre estes dois atributos, mostrando que uma preferência maior pelo bem estar dos demais *stakeholders* somente se daria com sacrifício à performance financeira da empresa. Contudo, os autores não descartaram a hipótese de que a relação entre governança por *stakeholders* e performance financeira possa ser bem mais complexa e que, em outros níveis de

investimento em governança por *stakeholders* exista efeito positivo na performance financeira.

Em outro estudo, Renneboog, Ter Horst e Zhang (2008) analisaram a performance de fundos de empresas socialmente responsáveis e concluíram que seu retorno era consistentemente inferior ao de outros fundos semelhantes compostos por empresas sem as mesmas características de responsabilidade social.

Os três estudos citados acima ligam a responsabilidade social ao gerenciamento de *stakeholders*. Nos estudos a seguir, foca-se na correlação entre performance social corporativa e performance financeira.

Os estudos de Orlitzky, Schmidt e Rynes (2003) mostram que existe correlação positiva entre performance social corporativa e performance financeira. Foram analisados 52 estudos distintos, em um período de 30 anos, confirmando a existência dessa correlação. Contrariamente, em estudo bem mais recente, Zhao e Murrell (2021) determinaram que não existe causalidade entre performance social corporativa e performance financeira e que as correlações encontradas por outros estudos apresentam endogeneidade. Entre esses extremos, Margolis e Walsh (2001) avaliaram 109 estudos sobre a ligação entre performance social corporativa e performance financeira, encontrando correlação positiva em 54 destes. Nos demais estudos foram encontradas 7 correlações negativas e 48 inconclusivas.

Partindo para outra abordagem, Marsat, Pijourlet e Williams (2013), através de experimento, concluíram que há preferência de investidores por empresas socialmente responsáveis, confirmando a teoria do “preço da ética”, que argumenta que investidores estão dispostos a pagar mais por investimentos socialmente responsáveis (Renneboog, Ter Horst, & Zhang, 2008). No mesmo estudo, paradoxalmente, investidores não penalizam empresas que não eram socialmente responsáveis.

O estudo de Cochran e Wood (1984) procurou por relações entre performance financeira da firma e responsabilidade social corporativa. Contudo, não foi possível encontrar essa correlação. Observa-se, porém, que esse estudo tem quase quatro décadas e é plausível que a relevância do assunto nos últimos anos tenha modificado esse cenário.

Mais recentemente, Cornett e Tehranian (2016) analisaram se havia correlação entre a performance financeira de bancos e sua responsabilidade social corporativa na esteira da crise do *subprime* de 2008. O estudo encontrou evidência de correlação positiva entre performance financeira e responsabilidade social corporativa, verificando inclusive que houve aumento da responsabilidade social dos bancos após a crise.

Já Uadiale e Fagbemi (2016) realizaram estudos com empresas da Nigéria, buscando correlação entre a performance financeira e a responsabilidade social corporativa. O estudo encontrou correlação significativa e positiva entre essas duas variáveis.

Conclui-se que, independente de qual seja a ênfase de cada estudo citado – teoria de *stakeholders*, responsabilidade social corporativa ou performance social corporativa –, a ligação com a performance financeira é confirmada por um número razoável de autores, em especial em artigos mais recentes, embora também haja número considerável de resultados inconclusivos.

É importante reforçar também que os estudos analisados têm diferentes métricas para medir a performance financeira, sendo que alguns se concentram no curto prazo, avaliando o valor de mercado da companhia, enquanto outros observam um prazo mais dilatado, observando informações contábeis e correlacionando-as a índices de responsabilidade social. Neste contexto, onde não existe um alinhamento automático entre performance financeira e performance social, a análise realizada por este trabalho pode auxiliar na exploração deste debate. Além disso, a diferenciação entre responsabilidade e irresponsabilidade social fornece subsídio para identificar se existe punição para empresas socialmente irresponsáveis ou premiação para empresas socialmente responsáveis.

3 Dados

Para a realização da pesquisa foram coletados textos publicados pelo jornal Folha de São Paulo entre maio de 2000 e agosto de 2021 que noticiaram ações de responsabilidade ou irresponsabilidade social atribuídas a empresas que estavam listadas no Ibovespa em agosto de 2021. Os textos foram publicados ou na versão impressa do jornal, ou no portal de notícias online (<https://www.folha.uol.com.br/>), ou em ambos.

O jornal Folha de São Paulo foi escolhido pois foi possível obter acesso a base de dados interna, incluindo metadados que não estão disponíveis ao leitor comum, como, por exemplo, catalogação, palavras-chave de pesquisa e personagens associados. Esses metadados auxiliaram a separar as matérias de interesse de todo restante do material publicado pelo periódico. Além disso, o impresso preza pela independência financeira e editorial, que consta na sua carta de valores, bem como no seu manual de redação, cuja leitura é obrigatória e deve ser seguida por todos os profissionais.

A independência editorial, embora seja um valor subjetivo, é importante para que a decisão de publicação seja uma variável independente sobre a responsabilidade social da empresa noticiada. Tal independência pode ser observada em como o projeto editorial

orienta os próprios jornalistas, promovendo inclusive essa independência, mercadologicamente, para os seus clientes (os leitores) (Cristóvão, 2012).

Para seleção das empresas de interesse para o estudo, foram determinadas aquelas que faziam parte do índice Ibovespa em agosto de 2021. Utilizando o tesouro da empresa, foram selecionadas todas as matérias com referência no texto às empresas de interesse. Foram pesquisadas somente as editorias de cotidiano, poder e mercado, pois estas têm maior relevância em relação à responsabilidade social corporativa. Além disso, outras seções (como esporte, por exemplo) possuem muitas referências neutras à empresas listadas. Foram retirados da pesquisa textos de opinião, que em geral carecem de fontes e, em sua maioria, não são factuais. Outras vezes, o artigo de opinião comenta sobre um fato que aconteceu dias (ou mesmo semanas) antes da publicação do texto, momento no qual o mercado já absorveu o ocorrido eficientemente, tornando a análise do evento inefetiva. Os textos de opinião que apresentavam furo de reportagem foram mantidos na base, em função do ineditismo da informação publicada. A partir desse primeiro filtro, foram selecionadas 64.390 textos que estavam relacionados com uma ou mais empresas do Ibovespa.

As matérias selecionadas foram então lidas para identificar qual a relação que o texto possuía com a empresa em questão. Foram mantidas na base somente os textos que identificavam ações de responsabilidade ou irresponsabilidade social.

Por se tratar de um volume considerável de textos, foi construído um sistema de indexação para facilitar a leitura. O sistema consiste em um *scraper*, ou seja, um algoritmo que extrai somente o texto noticioso, retirando referências à publicidade, links relacionados, elementos visuais e outras estruturas repetitivas do site. Para cada texto exibido pelo *scraper*, teclas de atalho foram atribuídas para descartar ou indexar o texto em alguma das classificações necessárias para este estudo. Exemplificando, após o *scraper* exibir o texto, era possível descartar o texto automaticamente o texto com a tecla D ou mantê-lo na base com a tecla “A”, sendo a barra de espaço utilizada para pular para o próximo texto. Dessa forma, o tempo necessário para consumir a quantidade de textos analisados foi consideravelmente reduzido, pois foram eliminados o tempo de carregamento – já que os textos estavam previamente gravados na memória do programa –, as distrações visuais e a própria operação do *mouse*.

Outra facilidade proporcionada pelo *scraper* foi a de exibir, inicialmente, somente título e lide da notícia: matérias completamente desvinculadas do tema pesquisado eram ainda mais rapidamente descartadas. Com esse modelo, o tempo médio para leitura foi de menos de 60 segundos, pois textos indesejados eram rapidamente descartados. Assim, ao

longo de alguns meses, foi possível realizar a indexação de todo o conteúdo necessário para o estudo. Após esse trabalho, foram mantidas na base de dados 1.729 matérias que estavam relacionadas com uma ou mais empresas de interesse.

Para a construção da base de eventos, cada um dos registros foi enriquecido com os seguintes dados:

- a) nome das empresas relacionadas, conforme cadastrado na Bolsa de Valores Brasileira (B3);
- b) códigos de negociação das empresas na Bolsa de Valores Brasileira (B3); data de publicação da matéria;
- c) título do texto.

As informações acima foram obtidas automaticamente, a partir de outro algoritmo construído para esse fim. Após o enriquecimento e nova leitura dos textos, foi feita a categorização de cada um dos registros, com as seguintes informações:

- a) se a menção à empresa era principal ou lateral – entendeu-se por principal, quando a empresa era o foco da matéria, ainda que a mesma não tenha sido citada no lide ou no título; e por lateral, a empresa que estava citada na matéria, mas não era um dos personagens principais;
- b) Reavaliação dos *stakeholders* afetados pela ação de responsabilidade ou irresponsabilidade social indicada no texto, conforme Tabela 1. Tal classificação é essencial para observar o comportamento do acionista sob a ótica da teoria de *stakeholders*.
- c) Como diferentes *stakeholders* podem ter perspectivas diferentes sobre a performance social da empresa – foi necessário avaliar em cada fato noticiado, se para cada um dos *stakeholders* o resultado social seria visto como uma ação de responsabilidade ou irresponsabilidade social (Wood, 1991).

Por fim, após a categorização, foi feito novo enriquecimento automatizado para obter-se as seguintes informações:

- a) Se a menção à empresa ocorreu no título;
- b) Se a menção à empresa está no lide do texto, elemento que concentra os pontos mais importantes da notícia.

Das 100 empresas existentes no Ibovespa no momento em que a base de dados foi criada (agosto de 2021), houve menção a 81 empresas, ou seja, somente 19 não apareceram no noticiário da Folha de São Paulo com ações de responsabilidade ou irresponsabilidade social. As empresas citadas, se dividem setorialmente conforme descrito na Tabela 1.

Tabela 1
Quantidade de empresas e eventos por setor

Setor	Nº de empresas	Nº de notícias
Bens industriais	11	122
Comunicações	2	52
Consumo cíclico	13	112
Consumo não cíclico	8	323
Financeiro	14	226
Materiais básicos	8	394
Petróleo, gás e biocombustíveis	3	148
Saúde	5	38
Tecnologia da informação	1	2
Utilidade pública	16	236
Total	81	1.653

Nota. A quantidade de empresas não é 100, pois para 19 empresas não foram encontradas notícias que atendessem os critérios de pesquisa.

O número de notícias utilizado também é menor do que as 1.729 matérias classificadas inicialmente, pois a segunda leitura do material já classificado excluiu da amostra erros de indexação e de classificação.

As variáveis relacionadas à ocorrência da menção da empresa no texto (posição da menção, se no título ou no lide, e menção principal ou lateral) são importantes indicadores da importância do fato noticiado e da exposição que a empresa teve com aquela publicação. O posicionamento do texto tem grande importância em como aquele conteúdo é absorvido pelo mercado (Fedyk, 2018).

Após estes passos para a formação da base, os eventos foram classificados também por assuntos gerais nitidamente relacionados à responsabilidade ou irresponsabilidade social da empresa. Essa classificação (descrita em detalhe na Tabela 2) fornece um mecanismo para se observar eventos com maior profundidade, além da classificação principal por *stakeholders*. Por exemplo, corrupção, cartelização e concorrência desleal foram considerados como ações de irresponsabilidade social. Tal segmentação entre estes assuntos relacionados à irresponsabilidade social pode fornecer subsídios importantes para analisar e entender melhor o comportamento do acionista.

Na Tabela 2, foi explicado cada domínio da categorização proposta. Vale frisar que essa classificação ocorre de forma paralela à classificação de *stakeholders*, foco deste trabalho. Sendo assim, a categorização de ações de responsabilidade ou irresponsabilidade social serve para ampliar possibilidades de explicações para eventuais comportamentos do acionista para o mesmo *stakeholder*. Na tabela, há também o referencial teórico que suporta a vinculação de um dado assunto com a responsabilidade ou irresponsabilidade social.

Tabela 2

Descrição e referência dos assuntos relacionados à ações de responsabilidade ou irresponsabilidade social

Assunto	Descrição	Referência
Corrupção	Corrupção de agentes públicos ou privados, nacionais ou estrangeiros para obtenção de vantagens competitivas ou legais	Ucar e Staer, 2020
Cartel	Associação entre os integrantes do mesmo mercado para direcionar o preço dos seus produtos ou serviços ou mesmo manipular o mercado	Campbell, 2007
Relações de trabalho	Lesar ou favorecer os trabalhadores ou colaboradores da empresa	Compa, 2008
Relações com consumidor	Práticas para lesar ou favorecer os consumidores da empresa	Smith e Langford, 2009
Produto ou serviço oferecido	Ofertar produtos ou serviços defeituosos, com ou sem conhecimento prévio do problema	Luo e Bhattacharya, 2006
Governança corporativa	Estratégias corporativas adotadas pela empresa que favoreçam ou prejudiquem outros entes.	Jain e Jamali, 2016
Concorrência desleal	Práticas que prejudicam a livre concorrência do mercado	Turker, 2009
Lobby	Utilizar influência junto a órgãos governamentais e/ou governantes	Hamilton e Hoch, 1997
Meio ambiente	Ações prejudiciais ou de proteção ao meio ambiente	DesJardins, 1998
Doações	Doações não-recorrentes	Carroll, 1999
Filantropia	Doações recorrentes para manter atividade em benefício de terceiros	Carroll, 1999
Bem-estar social	Atividades ou práticas não pecuniárias em benefício ou prejuízo da sociedade	Carroll, 1999
Danos à terceiros	Danos materiais ocasionados a terceiros decorrentes de sua atividade econômica	Carroll, 1999

É importante enfatizar que a cardinalidade dos assuntos possíveis para um mesmo evento não é unitária, sendo que um mesmo texto pode conter diversos assuntos, da mesma forma que comenta sobre diversas empresas. Como exemplo, matérias sobre a Vale que discorreram sobre o rompimento da barragem de Brumadinho foram classificadas como ‘meio ambiente’, porém, quando o texto também comentava sobre o falecimento de trabalhadores, a classificação foi ampliada com ‘relações de trabalho’.

Já a classificação de *stakeholders*, fundamental para este estudo, seguiu a classificação proposta na Tabela 3, também sendo possível que um mesmo texto faça referência a mais de um *stakeholder*, com influências distintas para cada um deles.

Tabela 3

Definições dos grupos de *stakeholders*

<i>Stakeholder</i>	<i>Definição</i>
Consumidores	Pessoas físicas ou jurídicas que adquirem bens ou serviços da empresa
Concorrência	Pessoas jurídicas atuando no mesmo mercado, comercializando o mesmo tipo de bem ou serviço
Instituições sociais estatais	Ministérios e secretarias, agentes públicos, órgãos de administração direta e indireta, legislativos, judiciários, militares, polícias e outras organizações governamentais
Meio ambiente	Conforme definição da ONU, “conjunto de componentes físicos, sociais, químicos e biológicos capazes de causar efeitos diretos ou indiretos, em prazo curto ou longo, sobre seres vivos e atividades humanas”
Trabalhadores	Funcionários diretos ou indiretos cujo trabalho está relacionado com qualquer atividade da empresa
<i>Shareholder</i>	Conjunto de acionistas da empresa
Comunidade e sociedade	Grupo de pessoas que compartilha o mesmo ambiente onde a empresa está instalada
<i>Não-stakeholder</i>	Grupo de pessoas ou organização sem influência, poder e legitimidade (Wood, 1991)

Ao final do processo de criação e enriquecimento da base de eventos, prosseguiu-se a criação da base de dados de cotações históricas. Considerando a quantidade expressiva de cotações necessárias para realizar a análise, optou-se por um fornecedor em que fosse possível obter sistemicamente as cotações, através de interface programável de aplicações (API). A aquisição manual das cotações, além de contraprodutiva, poderia introduzir erros, prejudicando o estudo. A automatização desse processo garante segurança nos dados obtidos e facilidade para reconstrução dos dados, se necessário.

Um sistema computacional específico foi escrito para tratar os dados da Economatica a partir da lista dos códigos das empresas com ao menos uma ocorrência na base de dados de eventos. O processamento não foi online, sendo que o mesmo foi realizado com arquivos de lote obtidos manualmente, a partir da interface web do provedor, um para cada empresa de interesse. Foi obtido o preço de fechamento ajustado por proventos de cada uma das ações, além do fechamento da Bovespa. Após a obtenção dos dados, foi necessário normalizar as tais informações na base de eventos. Isso porque as notícias têm cardinalidade maior que 1 tanto para as empresas citadas quanto para categorias e *stakeholders*.

Um segundo sistema computacional foi escrito para fazer a normalização dos dados e a gravação em um sistema de base de dados relacional (RDBMS). Além da normalização, o sistema também calcula a data de negociação de interesse, que é a data do próximo pregão, se a data de publicação da matéria ocorre em um dia em que não há pregão ou se a hora de publicação da matéria for posterior às 18:00. Esse detalhe garante uma confiabilidade maior ao cálculo do retorno anormal na data da publicação da notícia.

Por fim, um terceiro sistema computacional foi escrito para realizar os cálculos econométricos iniciais, ou seja, o retorno anormal acumulado (CAR) e o erro padrão residual das regressões, detalhados na seção metodologia do presente estudo. Para fornecer uma ferramenta de validação, o sistema tem a capacidade de exportar os dados necessários para realizar o cálculo do retorno anormal acumulado (CAR) e do erro padrão residual para eventos aleatórios para importação e conferência no Gretl ou Excel.

O processo de cálculo eliminou da tabela de eventos 51 registros incompletos, cujo cálculo não era possível, pois, na data de publicação da matéria, a empresa correspondente ainda não estava listada na Bolsa de Valores Brasileira ou estava listada por um tempo menor do que a janela de interesse utilizada.

Como prática de controle de qualidade (QA), foram realizadas avaliações manuais e aleatórias de 30 observações da base normalizada de eventos. A comparação do cálculo efetuado pelo sistema com os cálculos realizados manualmente no Gretl e no Excel atingiu 100% de assertividade. As bases de dados iniciais e os sistemas necessários para produzir os dados enriquecidos estão disponíveis em um sistema de versionamento no endereço <https://bitbucket.org/nmx999/mpa/src/main/>.

Na Tabela 4, após todo enriquecimento descrito acima, são apresentadas as quantidades de eventos por *stakeholder* de interesse, bem como a divisão por eventos de responsabilidade social ou irresponsabilidade social.

Tabela 4

Quantidade de eventos por *stakeholder*

<i>Stakeholder</i>	<i>Total de eventos</i>		<i>Eventos de responsabilidade social</i>		<i>Eventos de irresponsabilidade social</i>	
Total	1.911	100.00%	272	100.00%	1.639	100.00%
Instituições	540	28.26%	19	6.99%	521	31.79%
Consumidores	499	26.11%	27	9.93%	472	28.80%
Trabalhadores	247	12.93%	43	15.81%	204	12.45%
Meio ambiente	246	12.87%	66	24.26%	180	10.98%
Comunidade/Sociedade	184	9.63%	102	37.50%	82	5.00%
Concorrência	65	3.40%	0	0.00%	65	3.97%
Não- <i>stakeholder</i>	52	2.72%	13	4.78%	39	2.38%
Fornecedores	44	2.30%	2	0.74%	42	2.56%
<i>Shareholder</i>	34	1.78%	0	0.00%	34	2.07%

A Figura 1 descreve a distribuição da quantidade de eventos para cada assunto relacionado à responsabilidade social utilizado na classificação descrita acima.

Stakeholder	Categoria de responsabilidade social												
	Bem estar social	Cartel	Concorrência desleal	Corrupção	Danos materiais a terceiros	Danos a terceiros	Doações	Governança corporativa	Lobby	Meio ambiente	Produto ou serviço oferecido	Relações com consumidor	Relações de trabalho
Total	86	50	66	535	11	9	62	281	142	291	233	266	285
Comunidade/Sociedade	54	-	1	4	3	5	60	31	10	29	11	7	4
Concorrência	-	24	40	10	-	-	-	4	22	1	-	-	-
Consumidores	10	21	13	48	4	3	2	70	4	4	196	227	10
Fornecedores	2	1	3	8	-	-	-	18	4	-	3	20	-
Instituições	1	4	8	439	-	-	-	62	97	-	12	5	17
Meio ambiente	13	-	1	5	3	-	-	16	3	234	5	2	19
Não-stakeholder	5	-	-	-	-	1	-	43	-	3	-	-	-
Shareholder	-	-	-	18	-	-	-	18	-	-	-	-	-
Trabalhadores	1	-	-	3	1	-	-	19	2	20	6	5	235

Figura 1. Eventos por *stakeholder* e categoria de responsabilidade social

Na figura 2, é exibida a quantidade de notícias classificadas para o estudo por ano. A maior frequência evidenciada entre 2014 e 2020 é fruto da grande cobertura jornalística sobre o escândalo da Lava Jato, que expôs a relação de diversas grandes empresas nacionais com corrupção em diversos níveis da administração pública, além das tragédias de Brumadinho e de Mariana. Além disso, como foi utilizado o índice Bovespa de 2021, seria natural que para cada ano retrocedido fosse mais difícil encontrar matérias dessas empresas, seja porque as mesmas ainda não existiam, ou porque fossem menos relevantes para o noticiário geral.

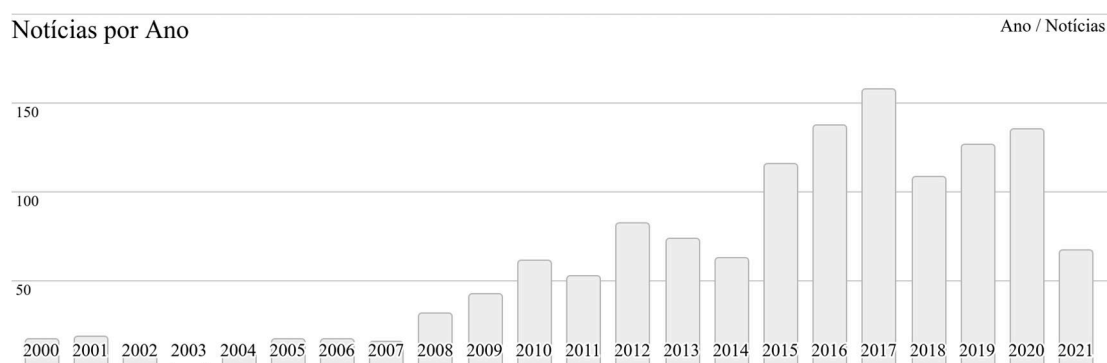


Figura 2. Quantidade de notícias selecionadas para o estudo, distribuído por ano

4 Estratégia Empírica

Para avaliar se houve retorno anormal no preço da ação, utilizou-se a metodologia de estudo de eventos com retornos ajustados ao mercado, comparando o retorno da ação com o retorno do portfólio escolhido, Ibovespa.

Estudos de eventos são utilizados comumente em estudos de finanças para determinar como eventos específicos influenciam o preço de papéis ou de títulos (Soares, Rostagno, & Soares, 2002). O processo analítico para a organização e análise segue os passos propostos por Campbell, Lo e Mackinlay (2012). A metodologia de estudo de eventos se baseia na premissa que o mercado tem uma classificação de eficiência semi-forte (Fama, Fisher, Jensen, & Roll, 1969), isto é, novas informações são absorvidas e o preço das ações é impactado rapidamente. Assim, tal estudo busca medir qual a diferença, no preço do papel, entre preço previsto (de acordo com portfólio escolhido) e não previsto. Para essa diferença dá-se o nome de *retorno anormal*. Havendo um retorno anormal estatisticamente significativo, entende-se que aquele evento (ou aquela informação nova) provocou um efeito no preço da ação.

O retorno anormal pode ser obtido de diferentes maneiras, a depender de como será feita a comparação. Neste trabalho, foi utilizado o retorno ajustado ao mercado, que apresenta desempenho similar a outros modelos mais sofisticados (Brown & Warner, 1980). O retorno da ação é, então, comparado ao retorno de amostra selecionada, neste caso, o Ibovespa.

A metodologia também especifica que é necessária a determinação da *janela de evento*, que corresponde à data em que a nova informação começou a circular, ou seja, no objeto deste estudo, a data do pregão concomitante com a data de publicação da matéria, ou imediatamente após, caso a publicação tenha ocorrido em dia não útil.

Estipula-se um período maior que um dia para a janela de evento. O intervalo positivo da janela é necessário para que a informação seja propagada e completamente integrada ao preço de mercado. O intervalo negativo da janela é necessário para capturar o vazamento de informações privilegiadas sobre a ação antes da data de publicação da matéria. No estudo, serão usadas três janelas de evento distintas, com períodos de 1, 3 e 5 $(-1;0;1)$, $(-3;-2;-1;0;1;2;3)$ e $(-5;-4;-3;-2;-1;0;1;2;3;4;5)$. Cada uma dessas janelas produzirá um retorno anormal acumulado (CAR) diferente, que pode enriquecer a análise dos dados calculados.

A *janela de estimação* se refere à quantidade de observações que serão utilizadas antes da janela de evento para se determinar o retorno normal de uma ação em relação ao retorno da amostra selecionada. Neste estudo, a janela de estimação usada será de 120 pregões, contados retroativamente a partir do décimo dia antes da data do evento. Se a data de publicação da notícia foi em um dia não útil (fins de semana, feriados ou dias sem pregão por qualquer outra razão), assume-se como momento zero da janela de estimação o primeiro dia útil subsequente.

O estudo também utiliza dados diários. Dessa forma, tanto para a janela do evento, quanto para a janela de estimação, propõe-se utilizar o retorno diário da ação, utilizando o preço de fechamento da ação no dia de negociação de interesse e o preço do fechamento do dia anterior. O retorno diário é então calculado pela fórmula:

$$R_{it} = (P_{id} / P_{i(d-1)}) - 1 \quad (1)$$

Onde R_{it} é o retorno diário observado para a empresa i no momento t , P_{id} é o preço da empresa i no fechamento do pregão do dia d e $P_{i(d-1)}$ é o preço de fechamento da empresa i , no pregão imediatamente anterior ao dia d .

O próximo passo é o cálculo do retorno anormal ajustado ao mercado, definido por:

$$RA_{it} = R_{it} - RE_{it} \quad (2)$$

Onde RA_{it} é o retorno anormal dado pela diferença de R_{it} que é o retorno observado e RE_{it} , o retorno normal esperado, todos para o mesmo intervalo de tempo t e o mesmo ativo i .

Já RE_{it} , por sua vez, é obtido através de uma regressão linear simples:

$$RE_{it} = \alpha + \beta * RM_t \quad (3)$$

Onde α é o intercepto da regressão proposta e β , o coeficiente angular. RM_t é o retorno no mercado período t .

Por fim, determina-se o retorno anormal acumulado, somatória dos retornos anormais dos dias que compõem cada uma das janelas do evento. Neste trabalho, o retorno anormal acumulado será calculado para cada empresa, segmentando as notícias pelo *stakeholder*, pela ação de responsabilidade ou irresponsabilidade social e pelo assunto de responsabilidade social, conforme descrito na Tabela 2. Com essas informações, calcula-se então o retorno anormal acumulado médio (CAAR) dentro de cada grupo, conforme visto abaixo:

$$CAAR_{ab} = \sum_{t=1}^n CAR_{ab} \quad (4)$$

Onde a é indicação de responsabilidade ou irresponsabilidade social observada no evento, b é o *stakeholder*, setor ou assunto envolvido e n a quantidade de retornos anormais acumulados calculados neste grupo.

Com essa informação, há como se observar quais efeitos acumulados no mesmo contexto e compará-los de forma adequada com outros grupos, analisando assim se há diferença estatisticamente significativa.

5 Resultados

5.1 Análise descritiva dos resultados do estudo de eventos

Neste tópico, foi avaliado o resultado do estudo de eventos, cuja aplicação foi descrita na seção de estratégia empírica.

Na Tabela 5, é mostrado o retorno anormal acumulado médio, bem como o desvio padrão, para cada um dos *stakeholders*, agregados por responsabilidade ou irresponsabilidade social para cada uma das janelas de evento estudadas. O CAAR e o desvio padrão também foram divididos entre ações de responsabilidade e irresponsabilidade social.

Tabela 5

CAAR e desvio padrão por *stakeholder*

<i>Stakeholder</i>	<i>Observações</i>	[-1,+1]		[-3,+3]		[-5,+5]		
		CAAR	Desvio Padrão	CAAR	Desvio Padrão	CAAR	Desvio Padrão	
Comunidade/Sociedade	Irresp.social	72	-0.026	0.074	-0.049	0.073	-0.046	0.084
	Resp.social	102	-0.006	0.035	-0.013	0.060	-0.015	0.072
Concorrência	Irresp.social	58	0.005	0.059	0.003	0.062	0.004	0.080
	Resp.social	0						
Consumidores	Irresp.social	422	-0.011	0.048	-0.010	0.057	-0.009	0.073
	Resp.social	24	-0.005	0.080	-0.037	0.218	-0.035	0.255
Fornecedores	Irresp.social	35	-0.003	0.042	0.003	0.048	-0.006	0.058
	Resp.social	2	-0.004	0.007	-0.033	0.033	-0.020	0.092
Instituições	Irresp.social	518	-0.006	0.047	-0.009	0.065	-0.006	0.082
	Resp.social	19	-0.004	0.071	-0.010	0.075	-0.008	0.084
Meio ambiente	Irresp.social	177	-0.017	0.068	-0.022	0.071	-0.023	0.089
	Resp.social	65	-0.006	0.045	-0.007	0.059	-0.004	0.083
Não- <i>stakeholder</i>	Irresp.social	39	-0.014	0.060	-0.005	0.051	-0.004	0.059
	Resp.social	13	-0.003	0.030	-0.014	0.033	-0.008	0.039
<i>Shareholder</i>	Irresp.social	34	-0.007	0.040	-0.016	0.049	-0.011	0.063
	Resp.social	0						
Trabalhadores	Irresp.social	197	-0.007	0.048	-0.005	0.068	0.002	0.083
	Resp.social	41	0.004	0.058	-0.003	0.091	-0.002	0.104

Na Tabela 6, foram explorados máximos e mínimos das médias dos retornos anormais acumulados para cada grupo de *stakeholders*. Além dos máximos e mínimos absolutos, o resultado foi dividido também entre ações de responsabilidade e de irresponsabilidade social.

Tabela 6

CAAR máximos e mínimos por stakeholder

<i>Stakeholder</i>		<i>Observações</i>	<i>[-1,+1]</i>		<i>[-3,+3]</i>		<i>[-5,+5]</i>	
			Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo
Comunidade/Sociedade	Irresp.social	72	0.071	-0.340	0.113	-0.287	0.118	-0.260
	Resp.social	102	0.153	-0.157	0.217	-0.272	0.188	-0.243
Concorrência	Irresp.social	58	0.322	-0.086	0.163	-0.255	0.235	-0.259
	Resp.social	0						
Consumidores	Irresp.social	422	0.228	-0.190	0.219	-0.255	0.268	-0.280
	Resp.social	24	0.103	-0.315	0.127	-1.015	0.179	-1.171
Fornecedores	Irresp.social	35	0.094	-0.118	0.098	-0.098	0.128	-0.116
	Resp.social	2	0.000	-0.009	-0.009	-0.056	0.045	-0.084
Instituições	Irresp.social	518	0.174	-0.301	0.297	-0.328	0.521	-0.447
	Resp.social	19	0.085	-0.189	0.073	-0.215	0.276	-0.103
Meio ambiente	Irresp.social	177	0.146	-0.221	0.154	-0.179	0.278	-0.215
	Resp.social	65	0.088	-0.141	0.105	-0.177	0.151	-0.296
Não-stakeholder	Irresp.social	39	0.080	-0.221	0.094	-0.162	0.094	-0.173
	Resp.social	13	0.076	-0.049	0.026	-0.098	0.044	-0.119
Shareholder	Irresp.social	34	0.074	-0.068	0.073	-0.110	0.106	-0.121
	Resp.social	0						
Trabalhadores	Irresp.social	197	0.180	-0.221	0.303	-0.228	0.401	-0.251
	Resp.social	41	0.170	-0.189	0.315	-0.236	0.276	-0.378

A Tabela 7 apresenta a quantidade de retornos anormais acumulados positivos e negativos para eventos de responsabilidade e irresponsabilidade social, para cada *stakeholder* e nas três janelas de evento estudadas. Um CAR positivo indica que, para aquele evento específico, houve apreciação do preço da ação, e um CAR negativo depreciou o preço da ação. É considerável que não existe um alinhamento automático de apreciação de preço com ações responsáveis, nem de depreciação de preço com ações irresponsáveis.

Tabela 7

Classificação de retorno do CAR por stakeholder e tipo de evento

<i>Stakeholder</i>		<i>Observações</i>	<i>[-1,+1]</i>		<i>[-3,+3]</i>		<i>[-5,+5]</i>		
			CAR positivo	CAR negativo	CAR positivo	CAR negativo	CAR positivo	CAR negativo	
Comunidade/Sociedade	Irresp.social	72	100%	31 43%	41 57%	19 26%	53 74%	22 31%	50 69%
	Resp.social	102	100%	40 39%	62 61%	39 38%	63 62%	40 39%	62 61%
Concorrência	Irresp.social	58	100%	29 50%	29 50%	31 53%	27 47%	29 50%	29 50%
	Resp.social	0	-						
Consumidores	Irresp.social	422	100%	167 40%	255 60%	175 41%	247 59%	183 43%	239 57%
	Resp.social	24	100%	13 54%	11 46%	10 42%	14 58%	14 58%	10 42%
Fornecedores	Irresp.social	35	100%	17 49%	18 51%	20 57%	15 43%	16 46%	19 54%
Instituições	Irresp.social	518	100%	232 45%	286 55%	225 43%	293 57%	236 46%	282 54%
								42%	

Continua

		Conclusão											
Stakeholder	Observações	[-1,+1]		[-3,+3]		[-5,+5]							
		CAR positivo	CAR negativo	CAR positivo	CAR negativo	CAR positivo	CAR negativo						
Instituições	Irresp.social	518	100%	232 45%	286 55%	225 43%	293 57%	236 46%	42%	282 54%			
	Resp.social	19	100%	10 53%	9 47%	10 53%	9 47%	8 40%	11 58%				
Meio ambiente	Irresp.social	177	100%	75 42%	101 57%	72 41%	104 59%	71 57%	105 59%				
	Resp.social	65	100%	27 42%	38 58%	33 51%	32 49%	37 54%	28 43%				
Não-stakeholder	Irresp.social	39	100%	19 49%	20 51%	16 41%	23 59%	21 46%	18 46%				
	Resp.social	13	100%	5 38%	8 62%	5 38%	8 62%	6 44%	7 54%				
Shareholder	Irresp.social	34	100%	16 47%	18 53%	13 38%	21 62%	15 53%	19 56%				
	Resp.social	0	-										
Trabalhadores	Irresp.social	197	100%	80 41%	117 59%	92 47%	105 53%	105 51%	92 47%				
	Resp.social	41	100%	22 54%	19 46%	22 54%	19 46%	21 49%	20 49%				

5.2 Análise dos resultados

Foi avaliada, na Tabela 8, a significância estatística do retorno anormal acumulado médio agrupado pelas variáveis coletadas para a base de dados de eventos. A primeira análise realizada foi verificar se o CAAR agrupado por responsabilidade e irresponsabilidade social, na data do evento e nas janelas [-1;+1], [-3;+3] e [-5;+5], são estatisticamente significativos.

Tabela 8

Retorno anormal acumulado médio por responsabilidade e irresponsabilidade social

	n° eventos	% total	Estatística descritiva	CAAR			
				CAAR evento	CAAR [-1;+1]	CAAR [-3;+3]	CAAR [-5;+5]
Total	1.602	100%	CAAR	-0,59%	-0,83%	-1,02%	-0,86%
			Desvio padrão	3,55%	5,10%	6,84%	8,51%
Responsabilidade social	237	15%	CAAR	-0,15% *	-0,50%	-1,14%	-1,07%
			Desvio padrão	2,82%	4,77%	9,13%	10,96%
Irresponsabilidade social	1.365	85%	CAAR	-0,66%	-0,88%	-1,00%	-0,82%
			Desvio padrão	3,66%	5,15%	6,36%	8,01%

Nota. *** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$.

Analisando os dados da Tabela 8, é possível perceber que há significância estatística, na data do evento, quando ocorre uma ação de responsabilidade social. Contudo, chama a atenção o fato de haver depreciação do preço da ação ao invés de apreciação, como poderia ser esperado de um evento de responsabilidade social cujo resultado social afeta *stakeholders* da companhia.

Isso ocorre, pois, analisando individualmente o retorno anormal acumulado dos eventos de responsabilidade social, nem sempre tais acontecimentos estão alinhados à apreciação do preço das ações.

Existem inúmeros exemplos na base de dados para tal efeito que podem ser analisados qualitativamente.

Em 2005, a imprensa noticiou que os controladores do banco Itaú negociavam com a prefeitura de São Paulo a reforma do Hospital Municipal Tide Setúbal. A gestão do mesmo também seria transferida para o Itaú. Evidentemente isso implicaria em uma maior despesa para o banco e, se o hospital fosse mal gerido, um dano à imagem da instituição. Por conseguinte, o retorno anormal acumulado no dia da publicação da matéria foi de -3,34%.

Em 2020, publicou-se uma matéria relacionada à entrada do Bradesco no pacto do setor bancário para suspender demissões em função da crise provocada pela pandemia de COVID-19. O retorno anormal acumulado para o banco citado, no dia da publicação da matéria, foi de -4%.

Já em 2014, houve publicação de texto relatando que a BR Foods estaria adotando práticas no manejo de animais visando o bem estar dos mesmos. As práticas, entre outras, envolviam ter maior espaço para a criação do animal, manipulação genética na procriação para a geração somente de fêmeas (evitando “descarte” de filhotes machos) e eliminação de gaiolas. O retorno anormal acumulado no dia do evento foi de -1,97%.

Em outro cenário, menos comum, a depreciação do preço das ações não decorre diretamente do impacto na geração de caixa, mas, possivelmente, por evidenciar problemas relacionados à gestão corporativa da companhia antes da ação de responsabilidade social ser tomada.

Como exemplo, em 2015, houve uma notícia informando que a Petrobrás iniciou um programa interno para ensinar seus 81 mil funcionários a evitar corrupção. Apesar de saber que o esforço da companhia em diminuir a corrupção é uma ação de responsabilidade social (Ucar & Staer, 2020), isso representou uma depreciação no preço da ação de -2,2%.

Ou seja, a evidência mostra que não existe um alinhamento automático entre a apreciação do preço das ações e uma ação de responsabilidade social, ao menos no geral, sem avaliar *stakeholders* e assuntos específicos.

Nota-se também, que no total e na média, as ações de irresponsabilidade social depreciaram o preço da ação em maior intensidade do que as ações de responsabilidade social, o que já era esperado.

Como continuidade ao estudo, foi analisada a significância estatística do retorno anormal acumulado médio por setor, como mostra a Tabela 9, para as janelas [-1;+1], [-3;+3] e [-5;+5], além da data do evento.

Tabela 9

Retorno anormal acumulado médio (CAAR) por setor

Setor	nº eventos	% total	Estatística descritiva	CAAR			
				CAAR evento	CAAR [-1;+1]	CAAR [-3;+3]	CAAR [-5;+5]
Bens industriais	118	7%	CAAR	0,01% *	-0,17%	0,05% *	-0,47%
			Desvio padrão	2,82%	4,49%	6,44%	8,34%
Comunicações	52	3%	CAAR	-0,75%	-0,72%	-0,88%	-1,99%
			Desvio padrão	2,37%	3,99%	5,87%	7,48%
Consumo cíclico	112	7%	CAAR	-0,37%	-0,29%	-0,88%	-0,78%
			Desvio padrão	3,14%	4,39%	6,53%	8,50%
Consumo não cíclico	283	18%	CAAR	-1,02% **	-1,61% **	-1,02%	-0,34%
			Desvio padrão	3,81%	5,98%	6,07%	7,27%
Financeiro	205	13%	CAAR	-0,14% *	0,02% **	-0,01% **	-0,15%
			Desvio padrão	2,21%	2,94%	4,63%	6,40%
Materiais básicos	394	25%	CAAR	-1,11% ***	-1,52% ***	-2,09% ***	-1,68% *
			Desvio padrão	4,96%	6,14%	7,79%	9,79%
Petróleo, gás e biocombustíveis	147	9%	CAAR	0,17% **	-0,13% *	-0,02% *	0,18%
			Desvio padrão	2,12%	3,27%	4,57%	6,29%
Saúde	37	2%	CAAR	-0,22%	-0,47%	-1,24%	-1,48%
			Desvio padrão	3,55%	6,82%	8,29%	9,59%
Tecnologia da informação	2	0%	CAAR	-2,72%	6,53%	9,19%	6,66%
			Desvio padrão	2,57%	12,39%	17,73%	11,56%
Utilidade pública	233	15%	CAAR	-0,42%	-0,71%	-1,53%	-1,31%
			Desvio padrão	2,53%	4,69%	8,63%	10,36%

Nota. *** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$.

Foi encontrada significância estatística no retorno anormal acumulado médio no setor de consumo não cíclico, tanto na data do evento quanto em [-1;+1]. Esse setor teve muitos eventos de ações de irresponsabilidade social causadas pelas operações Carne Fraca,

Antídoto e Trapaça iniciadas pela Polícia Federal contra dezenas de frigoríficos, entre eles BR Foods, JBS e Frigorífico Minerva. A deflagração de uma dessas fases, por exemplo, causou um retorno anormal acumulado de -19% no preço das ações da BR Foods na data do evento, e -5,2% no preço das ações da JBS, na janela de evento onde foi encontrada significância estatística [-1;+1].

Também foi encontrada significância estatística para o retorno anormal acumulado médio no setor de materiais básicos, tanto na data do evento como em todas as janelas de evento. Neste setor, houve uma incidência de eventos relacionados aos desastres ambientais causados pela Vale em Mariana e Brumadinho. Houve também incidência na base de eventos relacionados a empresas do setor investigadas na operação Lava Jato, como Braskem e Gerdau.

No setor de petróleo, gás e biocombustíveis, há a incidência de eventos relacionados à Petrobras e as investigações da Lava Jato. Ao analisar os retornos anormais acumulados de cada evento, é interessante notar que muitos eventos de irresponsabilidade social associados a Petrobrás possuem retorno anormal positivo na data do evento.

Em novembro de 2015, por exemplo, uma matéria informou que delatores envolveram o Presidente da República na liberação de contratos da Petrobras visando pagamentos de dívidas do partido com os beneficiários do contrato. O retorno anormal na data do evento foi de 4,7%.

Em outra notícia, de junho de 2017, um delator afirmou que a presidente da Petrobras tinha conhecimento de esquemas de corrupção. O retorno anormal na data do evento foi de 1,7%. Pode-se inferir que o dano causado à empresa foi tão grande que mesmo notícias sobre irresponsabilidade social eram apreciadas pelos acionistas, pois sinalizavam que a crise não mostrava sinais de piora generalizada ou indicavam, ao menos, certa estabilidade.

Foi feita também a análise da significância estatística do retorno anormal acumulado médio por *stakeholder*, para as janelas [-1;+1], [-3;+3] e [-5;+5] além da data do evento, para responder a uma das principais perguntas de pesquisa, isto é, se existe sensibilidade do acionista em relação à algum *stakeholder* em especial.

A Tabela 10 exhibe o retorno anormal acumulado médio de todos os eventos de responsabilidade e irresponsabilidade social, bem como os agrupamentos correspondentes para cada um dos *stakeholders*.

Tabela 10

Retorno anormal acumulado médio (CAAR) por stakeholder

Stakeholder	n° eventos	% total	Estatística descritiva	CAAR			
				CAAR evento	CAAR [-1;+1]	CAAR [-3;+3]	CAAR [-5;+5]
Comunidade e Sociedade	174	11%	CAAR	-1,06% *	-1,45%	-2,78% ***	-2,76% ***
			Desvio padrão	4,22%	5,52%	6,79%	7,84%
Concorrência	58	4%	CAAR	-0,43%	0,54% **	0,28%	0,36%
			Desvio padrão	2,78%	5,93%	6,17%	8,01%
Consumidores	446	28%	CAAR	-0,76%	-1,05%	-1,14%	-1,09%
			Desvio padrão	3,47%	4,98%	7,44%	9,17%
Fornecedores	37	2%	CAAR	0,15%	-0,27%	0,14%	-0,65%
			Desvio padrão	2,77%	4,05%	4,81%	5,86%
Instituições	537	34%	CAAR	-0,39%	-0,57%	-0,87%	-0,62%
			Desvio padrão	2,99%	4,82%	6,58%	8,22%
Meio ambiente	242	15%	CAAR	-1,10% **	-1,43% *	-1,76% *	-1,78% *
			Desvio padrão	5,60%	6,28%	6,81%	8,72%
Não-stakeholder	52	3%	CAAR	-0,91%	-1,10%	-0,75%	-0,48%
			Desvio padrão	3,55%	5,36%	4,67%	5,40%
Shareholder	34	2%	CAAR	-0,27%	-0,75%	-1,58%	-1,12%
			Desvio padrão	2,22%	3,98%	4,87%	6,29%
Trabalhadores	238	15%	CAAR	-0,53%	-0,54%	-0,44%	0,17% *
			Desvio padrão	3,78%	4,98%	7,25%	8,68%

Nota. A somatória dos eventos de todos os *stakeholders* é superior à quantidade total de observações. Isso ocorre, pois, o mesmo evento pode afetar mais de um *stakeholder*.

*** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$.

Os resultados mostram que há significância estatística para os *stakeholders* comunidade e sociedade, concorrência, meio ambiente e trabalhadores em diferentes janelas de evento.

Em comunidade e sociedade há significância estatística para todas as janelas, exceto [-1;+1]. Em meio ambiente, houve significância estatística para todas as janelas de evento, inclusive na data do evento. Esses resultados sugerem que, em meio a ações de

responsabilidade e irresponsabilidade social, esses *stakeholders* têm maior atenção do acionista, com maior expressividade no retorno anormal.

Contudo, para entender e aprofundar a análise do comportamento do acionista através da apreciação ou depreciação do preço da ação, a significância estatística do retorno anormal acumulado médio foi repetido, mas desta vez utilizando somente as ações de responsabilidade social.

A Tabela 11 mostra o retorno anormal acumulado médio, mas somente para as ações de responsabilidade social, agrupando-se ainda pelos *stakeholders*, para as janelas [-1;+1], [-3;+3] e [-5;+5], além da data do evento.

Tabela 11

Retorno anormal acumulado médio (CAAR) por *stakeholder* em ações de responsabilidade social

<i>Stakeholder</i>	<i>nº eventos</i>	<i>% total</i>	<i>Estatística descritiva</i>	<i>CAAR</i>			
				<i>CAAR evento</i>	<i>CAAR [-1;+1]</i>	<i>CAAR [-3;+3]</i>	<i>CAAR [-5;+5]</i>
Total	237	100%	CAAR	-0,15%	-0,50%	-1,14%	-1,07%
			Desvio padrão	2,82%	4,77%	9,13%	10,96%
Comunidade e Sociedade	102	43%	CAAR	-0,37%	-0,62%	-1,32%	-1,49%
			Desvio padrão	2,37%	3,53%	5,99%	7,17%
Consumidores	24	10%	CAAR	0,99% *	-0,49%	-3,75%	-3,51%
			Desvio padrão	4,49%	7,95%	21,80%	25,48%
Fornecedores	2	1%	CAAR	1,51%	-0,44%	-3,28%	-1,96%
			Desvio padrão	0,14%	0,68%	3,34%	9,16%
Instituições	19	8%	CAAR	0,07%	-0,35%	-0,99%	-0,76%
			Desvio padrão	4,51%	7,06%	7,52%	8,38%
Meio ambiente	65	27%	CAAR	-0,05%	-0,64%	-0,66%	-0,44%
			Desvio padrão	2,94%	4,52%	5,89%	8,28%
Não- <i>stakeholder</i>	13	5%	CAAR	-0,68%	-0,26%	-1,38%	-0,77%
			Desvio padrão	1,06%	2,95%	3,29%	3,89%
Trabalhadores	41	17%	CAAR	0,21%	0,36%	-0,32%	-0,20%
			Desvio padrão	3,41%	5,76%	9,11%	10,38%

Nota. A somatória dos eventos de todos os *stakeholders* é superior à quantidade total de observações. Isso ocorre, pois, o mesmo evento pode afetar mais de um *stakeholder*.

*** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$.

Os resultados mostram que, com exceção do *stakeholder* ‘consumidores’, na data do evento, não houve significância estatística para os demais, em nenhuma outra janela. Esses

resultados sugerem que os demais *stakeholders* não são observados especificamente pelo acionista em ações de responsabilidade social.

Dessa forma, para continuar explorando essa linha de raciocínio, foi reavaliada a significância estatística do retorno anormal acumulado médio, mas somente com as ações de irresponsabilidade social. A Tabela 12 mostra o retorno anormal acumulado médio, somente para ações de irresponsabilidade social, agrupando por *stakeholders*, para as janelas [-1;+1], [-3;+3] e [-5;+5], além da data do evento.

Tabela 12

Retorno anormal acumulado médio (CAAR) por *stakeholder* em ações de irresponsabilidade social

<i>Stakeholder</i>	<i>n</i> ^o <i>eventos</i>	<i>% total</i>	<i>Estatística descritiva</i>	<i>CAAR</i>			
				<i>CAAR evento</i>	<i>CAAR [- 1;+1]</i>	<i>CAAR [- 3;+3]</i>	<i>CAAR [- 5;+5]</i>
Total	1365	100%	CAAR	-0,66%	-0,88%	-1,00%	-0,82%
			Desvio padrão	3,66%	5,15%	6,36%	8,01%
Comunidade e Sociedade	72	5%	CAAR	-2,03% ***	-2,61% ***	-4,86% ***	-4,56% ***
			Desvio padrão	5,81%	7,35%	7,33%	8,43%
Concorrência	58	4%	CAAR	-0,43%	0,54%	0,28%	0,36%
			Desvio padrão	2,78%	5,93%	6,17%	8,01%
Consumidores	422	31%	CAAR	-0,86%	-1,08%	-0,99%	-0,95%
			Desvio padrão	3,38%	4,76%	5,67%	7,28%
Fornecedores	35	3%	CAAR	0,07%	-0,26%	0,34%	-0,57%
			Desvio padrão	2,83%	4,16%	4,84%	5,81%
Instituições	518	38%	CAAR	-0,41%	-0,57%	-0,86%	-0,62%
			Desvio padrão	2,93%	4,73%	6,55%	8,22%
Meio ambiente	177	13%	CAAR	-1,48% ***	-1,72% **	-2,17% **	-2,28% **
			Desvio padrão	6,27%	6,80%	7,09%	8,85%
Não- <i>stakeholder</i>	39	3%	CAAR	-0,99%	-1,38%	-0,54%	-0,38%
			Desvio padrão	6,27%	6,80%	7,09%	8,85%
<i>Shareholder</i>	34	2%	CAAR	-0,27%	-0,75%	-1,58%	-1,12%
			Desvio padrão	2,22%	3,98%	4,87%	6,29%
Trabalhadores	197	14%	CAAR	-0,68%	-0,73%	-0,47%	0,24%
			Desvio padrão	3,85%	4,79%	6,83%	8,31%

Nota. A somatória dos eventos de todos os *stakeholders* é superior à quantidade total de observações. Isso ocorre, pois, o mesmo evento pode afetar mais de um *stakeholder*. *** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$.

Os resultados mostram que há depreciação do valor da ação quando os envolvidos são meio ambiente e comunidade e sociedade. Houve significância estatística em todas as janelas, além da própria data do evento para tais *stakeholders*. Esses resultados sugerem que há um acompanhamento maior do acionista, inferido através da maior expressividade do retorno anormal, quando a companhia comete ações de irresponsabilidade social que afetam estes *stakeholders*. Esses dados se alinham com os obtidos na análise da Tabela 10. A análise

geral, isto é, incluindo responsabilidade e irresponsabilidade social, mostra significância estatística similar aos resultados da Tabela 12. Com divisão entre essas dimensões, responsabilidade e irresponsabilidade social, foi possível observar que o acionista reage a somente uma delas, dentro das condições da pesquisa, quando avalia-se o agrupamento por *stakeholders*.

Dando prosseguimento a análise dos resultados, a Tabela 13 apresenta a significância estatística do retorno anormal acumulado médio, agrupando por assuntos de responsabilidade social para as janelas [-1;+1], [-3;+3] e [-5;+5], além da data do evento.

Tabela 13

Retorno anormal acumulado médio (CAAR) por assunto

Assunto	nº eventos	% total	Estatística descritiva	CAAR			
				CAAR evento	CAAR [-1;+1]	CAAR [-3;+3]	CAAR [-5;+5]
Bem-estar social	66	4%	CAAR	-1,22%	-1,59%	-2,69% *	-1,76%
			Desvio padrão	5,46%	6,13%	7,19%	8,11%
Cartel	22	1%	CAAR	-0,82%	-1,22%	-0,10%	-0,15%
			Desvio padrão	2,83%	4,19%	6,84%	9,10%
Concorrência desleal	39	2%	CAAR	-0,91%	0,14%	0,18%	0,80%
			Desvio padrão	3,10%	6,64%	4,75%	7,04%
Corrupção	469	29%	CAAR	-0,46%	-0,71%	-0,73%	-0,62%
			Desvio padrão	3,01%	4,84%	6,51%	7,95%
Danos materiais a terceiros	7	0%	CAAR	-0,81%	-0,64%	-2,09%	-3,24%
			Desvio padrão	1,25%	2,43%	4,49%	3,00%
Danos à terceiros	8	0%	CAAR	-2,05%	-5,16% *	-3,48%	-0,90%
			Desvio padrão	3,66%	11,97%	10,66%	10,31%
Doações	62	4%	CAAR	-0,70%	-1,37%	-1,72%	-2,59%
			Desvio padrão	1,99%	4,00%	6,29%	8,03%
Governança corporativa	206	13%	CAAR	-0,63%	-0,41%	-0,77%	-0,97%
			Desvio padrão	3,71%	4,87%	5,77%	7,89%
Lobby	120	7%	CAAR	-0,49%	-0,95%	-1,69%	-0,52%
			Desvio padrão	3,07%	5,26%	7,23%	10,18%
Meio ambiente	237	15%	CAAR	-1,16% *	-1,43%	-1,95% *	-1,99% *
			Desvio padrão	5,64%	6,30%	6,67%	8,68%
Produto ou serviço oferecido	202	13%	CAAR	-1,16% *	-1,42%	-1,72%	-2,09% *
			Desvio padrão	3,80%	5,06%	5,59%	6,94%
Relações com consumidor	190	12%	CAAR	-0,36%	-0,82%	-0,96%	-1,05%
			Desvio padrão	2,83%	4,88%	8,88%	10,89%
Relações de trabalho	228	14%	CAAR	-0,46%	-0,50%	-0,27% *	0,41% **
			Desvio padrão	3,83%	5,04%	7,27%	8,72%

Nota. A somatória dos eventos de todos os assuntos é superior à quantidade total de observações. Isso ocorre, pois, o mesmo evento pode afetar mais de um assunto. *** = $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$.

Estes resultados se alinham às significâncias estatísticas encontradas para o CAAR agregado por *stakeholders*. Meio Ambiente teve significância estatística em todas as janelas de evento, exceto [-1;+1]. Houve significância também em produto ou serviço oferecido na data do evento e na janela [-5;+5], o que, de certa forma, se alinha a resultados do CAAR

por *stakeholders* em ações de responsabilidade social, quando o *stakeholder* consumidor mostrou significância estatística na data do evento. O assunto de relações de trabalho teve significância estatística nas janelas [-3;+3] e [-5;+5], talvez indicando que tais ações podem ser absorvidas mais lentamente. Os assuntos de danos a terceiros e bem-estar social tiveram significância estatística na janela [-1;+1] e [-3;+3], respectivamente.

Para aprofundar o entendimento da resposta do acionista em relação aos assuntos de responsabilidade social, a Tabela 14 apresenta a significância estatística do retorno anormal acumulado médio para ações de responsabilidade social, agrupando por assunto, para as janelas [-1;+1], [-3;+3] e [-5;+5], além da data do evento.

Tabela 14
Retorno anormal acumulado médio por assunto em ações de responsabilidade social

Assunto	n° eventos	% total	Estatística descritiva	CAAR			
				CAAR evento	CAAR [-1;+1]	CAAR [-3;+3]	CAAR [-5;+5]
	237	100%	CAAR	-0,15%	-0,50%	-1,14%	-1,07%
			Desvio padrão	2,82%	4,77%	9,13%	10,96%
Bem-estar social	42	18%	CAAR	-0,08%	0,33%	-0,51%	0,26%
			Desvio padrão	2,77%	3,13%	5,95%	7,10%
Corrupção	2	1%	CAAR	0,01%	0,99%	1,02%	2,11%
			Desvio padrão	0,16%	2,24%	1,61%	1,77%
Doações	59	25%	CAAR	-0,69%	-1,28%	-1,67%	-2,37%
			Desvio padrão	2,02%	3,88%	6,26%	7,61%
Governança corporativa	29	12%	CAAR	0,09%	0,72%	-0,10%	0,97%
			Desvio padrão	2,01%	3,28%	4,52%	6,56%
Meio ambiente	62	26%	CAAR	-0,20%	-0,62%	-1,07%	-0,93%
			Desvio padrão	2,87%	4,58%	5,74%	8,11%
Produto ou serviço oferecido	5	2%	CAAR	1,35%	-2,81%	1,44%	0,58%
			Desvio padrão	2,87%	2,70%	4,41%	7,41%
Relações com consumidor	10	4%	CAAR	0,51%	-1,17%	-8,97% **	-9,87% **
			Desvio padrão	4,95%	11,53%	32,94%	38,19%
Relações de trabalho	41	17%	CAAR	0,21%	0,36%	-0,32%	-0,20%
			Desvio padrão	3,41%	5,76%	9,11%	10,38%

Nota. A somatória dos eventos de todos os assuntos é superior à quantidade total de observações. Isso ocorre, pois, o mesmo evento pode afetar mais de um assunto

*** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$.

Os resultados da análise, utilizando somente ações de responsabilidade social não trouxeram nenhum assunto com significância estatística. A significância estatística

encontrada em relações com consumidor se refere a um único *outlier* que sofreu alteração abrupta de preço, de forma não relacionada com a ação de responsabilidade social noticiada neste evento. Esses resultados se alinham com aqueles encontrados no teste de significância estatística realizado para *stakeholders* em ações de responsabilidade social, na medida em que o acionista não observa nem *stakeholder* e nem assunto relacionado à ação de responsabilidade social, embora exista, na média, uma depreciação do preço da ação.

Na Tabela 15, foi analisada a significância estatística do retorno anormal acumulado médio para ações de irresponsabilidade social, agregadas por assunto, para as janelas [-1;+1], [-3;+3] e [-5;+5], além da data do evento.

Tabela 15

Retorno anormal acumulado médio (CAAR) por assunto em ações de irresponsabilidade social

Assunto	nº eventos	% total	Estatística descritiva	CAAR			
				CAAR evento	CAAR [-1;+1]	CAAR [-3;+3]	CAAR [-5;+5]
Total	1365	100%	CAAR	-0,66%	-0,88%	-1,00%	-0,82%
			Desvio padrão	3,66%	5,15%	6,36%	8,01%
Bem-estar social	24	2%	CAAR	-3,22% ***	-4,95% ***	-6,52% ***	-5,30% **
			Desvio padrão	8,01%	8,39%	7,69%	8,68%
Cartel	22	2%	CAAR	-0,82%	-1,22%	-0,10%	-0,15%
			Desvio padrão	2,83%	4,19%	6,84%	9,10%
Concorrência desleal	39	3%	CAAR	-0,91%	0,14%	0,18%	0,80%
			Desvio padrão	3,10%	6,64%	4,75%	7,04%
Corrupção	467	34%	CAAR	-0,46%	-0,72%	-0,74%	-0,63%
			Desvio padrão	3,02%	4,85%	6,52%	7,97%
Danos materiais a terceiros	7	1%	CAAR	-0,81%	-0,64%	-2,09%	-3,24%
			Desvio padrão	1,25%	2,43%	4,49%	3,00%
Danos à terceiros	8	1%	CAAR	-2,05%	-5,16%	-3,48%	-0,90%
			Desvio padrão	3,66%	11,97%	10,66%	10,31%
Doações	3	0%	CAAR	-0,90%	-3,03%	-2,77%	-6,92%
			Desvio padrão	1,82%	6,80%	8,44%	16,05%
Governança corporativa	177	13%	CAAR	-0,75%	-0,60%	-0,88%	-1,29%
			Desvio padrão	3,91%	5,06%	5,95%	8,06%
Lobby	120	9%	CAAR	-0,49%	-0,95%	-1,69%	-0,52%
			Desvio padrão	3,07%	5,26%	7,23%	10,18%
Meio ambiente	175	13%	CAAR	-1,50% ***	-1,72% **	-2,27% ***	-2,36% **
			Desvio padrão	6,31%	6,80%	6,96%	8,87%

Continua

Assunto	n° eventos	% total	Estatística descritiva	Conclusão			
				CAAR			
				CAAR evento	CAAR [-1;+1]	CAAR [-3;+3]	CAAR [-5;+5]
Produto ou serviço oferecido	197	14%	CAAR	-1,22% **	1,38%	-1,80% *	-2,15% **
			Desvio padrão	3,80%	5,11%	5,61%	6,94%
Relações com consumidor	180	13%	CAAR	0,41%	0,80%	0,51%	-0,57%
			Desvio padrão	2,68%	4,30%	4,99%	6,88%
Relações de trabalho	187	14%	CAAR	0,61%	0,68%	0,27%	0,55% **
			Desvio padrão	3,91%	4,87%	6,83%	8,34%

Nota. A somatória dos eventos de todos os assuntos é superior à quantidade total de observações. Isso ocorre, pois, o mesmo evento pode afetar mais de um assunto. *** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$.

Corroborando com a significância estatística encontrada para o CAAR agrupado por *stakeholders*, o assunto meio ambiente também teve significância estatística para ações de irresponsabilidade social em todas as janelas, inclusive na data do evento. Houve significância estatística também para produto ou serviço oferecido na data do evento e nas janelas [-3;+3] e [-5;+5]. Isso indica que o acionista reage quando é noticiado pela imprensa sobre ações de irresponsabilidade social sobre produtos ou serviços da companhia. Em bem-estar social, houve também significância estatística em todas as janelas, incluindo a data do evento, corroborando os resultados encontrados na análise do CAAR agrupado por *stakeholders*, onde houve significância estatística para o *stakeholder* comunidade e sociedade, uma vez que, pela definição estabelecida neste estudo, esse *stakeholder* e tal assunto são correlatos.

É importante notar a ausência de significância estatística no assunto corrupção. Embora tenham sido noticiadas centenas de ações de irresponsabilidade social vinculadas a esse assunto, o resultado da análise indica que os acionistas não observam diretamente e especificamente os efeitos de corrupção provocados ou alimentados pelas companhias, provavelmente observando um contexto mais geral para tomar suas decisões.

Por fim, foi analisada a significância estatística do CAAR para possíveis abordagens do texto em relação à companhia citada, para janelas [-1;+1], [-3;+3] e [-5;+5], além da data do evento. Relembrando, a base de dados construída catalogou a menção à empresa como: (a) principal, quando esta era personagem principal da notícia; (b) lateral, quando era não era personagem principal; (c) menção no título, quando a notícia citava o nome da empresa

no título; e, por fim, (d) menção no lide, quando era citada no lide da notícia, isto é, em seu primeiro parágrafo. A Tabela 16 concentra os resultados encontrados.

Tabela 16

Retorno anormal acumulado médio (CAAR) pela menção da companhia na notícia

<i>Posição da empresa no texto</i>	<i>n° eventos</i>	<i>% total</i>	<i>Estatística descritiva</i>	<i>CAAR</i>			
				<i>CAAR evento</i>	<i>CAAR [-1;+1]</i>	<i>CAAR [-3;+3]</i>	<i>CAAR [-5;+5]</i>
Menção principal	482	30%	CAAR	-0,74%	-0,86%	-1,10%	-1,06%
			Desvio padrão	3,78%	5,18%	7,14%	8,82%
Menção lateral	1.120	70%	CAAR	-0,22% ***	-0,76%	-0,86%	-0,38% *
			Desvio padrão	2,91%	4,92%	6,09%	7,73%
Sem menção no título e lide	751	47%	CAAR	-0,38%	-0,71%	-0,79%	-0,42%
			Desvio padrão	2,88%	4,50%	5,58%	7,23%
Menção somente no lide	134	8%	CAAR	-0,16%	-0,35%	-0,25%	-0,85%
			Desvio padrão	2,29%	3,51%	5,99%	7,65%
Menção somente no título	54	3%	CAAR	-0,52%	-0,23%	-0,79%	-0,45%
			Desvio padrão	2,08%	3,51%	5,00%	6,02%
Menção no título e lide	663	41%	CAAR	-0,91% **	-1,10%	-1,46%	-1,38%
			Desvio padrão	4,41%	6,02%	8,26%	10,03%

Nota. A menção principal e a lateral são excludentes, logo, a sua somatória é igual ao total de observações na amostra (1.602). As quatro variáveis, 'menção no título e lide', 'menção somente no lide', 'menção somente no título' e 'sem menção no título e no lide' são as permutações possíveis das variáveis *dummy* 'menção no título' e 'menção no lide', todas correspondentes ao local em que o nome da companhia foi encontrado no texto.

*** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$.

Foi encontrada significância estatística quando a menção da matéria é lateral e quando a companhia é citada no título e no lide. Em ambas situações, a significância estatística ocorre na data da publicação da notícia. Para menção lateral, a significância também ocorre em [-5;+5]. Pode-se inferir que, para menção no título e lide, a absorção da notícia no preço da ação ocorre mais rapidamente (dada a visibilidade que a empresa terá quando a notícia foi divulgada) e, talvez por esse motivo, a significância estatística foi encontrada somente na data do evento. Lembrando que, para eventos cujas matérias foram publicadas após o horário de encerramento do pregão, foi usado o dia útil seguinte como data do evento.

Continuando a análise desse cenário, a base de dados de eventos foi separada entre ações de responsabilidade e irresponsabilidade social. A Tabela 17 mostra o retorno anormal acumulado médio, agrupado por menções da companhia na notícia, somente em ações de responsabilidade social, para as janelas [-1;+1], [-3;+3] e [-5;+5], além da data do evento.

Tabela 17

Retorno anormal acumulado médio (CAAR) pela menção da companhia na notícia em ações de responsabilidade social

<i>Posição da empresa no texto</i>	<i>n° eventos</i>	<i>% total</i>	<i>Estatística descritiva</i>	<i>CAAR</i>			
				<i>CAAR evento</i>	<i>CAAR [-1;+1]</i>	<i>CAAR [-3;+3]</i>	<i>CAAR [-5;+5]</i>
Total	237	100%	CAAR	-0,15%	-0,50%	-1,14%	-1,07%
			Desvio padrão	2,82%	4,77%	9,13%	10,96%
Menção principal	115	49%	CAAR	-0,16%	-0,34%	-1,15%	-1,62%
			Desvio padrão	2,61%	4,94%	11,62%	13,63%
Menção lateral	122	51%	CAAR	-0,15%	-0,65%	-1,13%	-0,55%
			Desvio padrão	3,02%	4,62%	5,93%	7,66%
Sem menção no título nem no lide	159	67%	CAAR	-0,17%	-0,42%	-0,88%	-0,22%
			Desvio padrão	2,76%	4,03%	5,33%	6,69%
Menção no lide	16	7%	CAAR	0,02%	0,66%	-1,11%	-3,07%
			Desvio padrão	1,75%	4,76%	8,02%	12,39%
Menção no título	8	3%	CAAR	-0,97%	0,60%	1,93%	0,87%
			Desvio padrão	3,81%	4,34%	6,74%	8,01%
Menção no título e no lide	54	23%	CAAR	-0,03%	-1,25%	-2,36%	-3,27%
			Desvio padrão	3,15%	6,55%	16,10%	18,46%

Nota. A menção principal e a lateral são excludentes, logo, a sua somatória é igual ao total de observações na amostra (1.602). As quatro variáveis, ‘menção no título e lide’, ‘menção somente no lide’, ‘menção somente no título’ e ‘sem menção no título e no lide’ são as permutações possíveis das variáveis *dummy* ‘menção no título’ e ‘menção no lide’, todas correspondentes ao local em que o nome da companhia foi encontrado no texto.

*** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$.

Em ações de responsabilidade social, como mostram os resultados da Tabela 17, não houve significância estatística para nenhuma forma de menção da companhia no texto, alinhando-se aos resultados das análises anteriores onde os eventos de responsabilidade social para diferentes variáveis também encontraram poucas e esparsas significâncias estatísticas. Esse resultado aprofunda mais a conjectura de que o acionista pouco enxerga ou reage às ações de responsabilidade social.

A análise conforme ilustrado na Tabela 18, que apresenta a significância estatística encontrada para o retorno anormal acumulado médio pela menção da companhia na notícia, mas somente para ações de irresponsabilidade social, para as janelas [-1;+1], [-3;+3] e [-5;+5], além da data do evento.

Tabela 18

Retorno anormal acumulado médio (CAAR) pela menção da companhia na notícia em ações de irresponsabilidade social

Posição da empresa no texto	nº eventos	% total	Estatística descritiva	CAAR			
				CAAR evento	CAAR [-1;+1]	CAAR [-3;+3]	CAAR [-5;+5]
Total	1.365	100%	CAAR	-0,66%	-0,88%	-1,00%	-0,82%
			Desvio padrão	3,66%	5,15%	6,36%	8,01%
Menção principal	1.005	74%	CAAR	-0,81%	-0,91%	-1,09%	-1,00%
			Desvio padrão	3,89%	5,20%	6,43%	8,10%
Menção lateral	360	26%	CAAR	-0,24% **	-0,79%	-0,76%	-0,32%
			Desvio padrão	2,87%	5,02%	6,14%	7,76%
Sem menção no título nem no lide	592	43%	CAAR	-0,44%	-0,79%	-0,77%	-0,48%
			Desvio padrão	2,91%	4,62%	5,65%	7,38%
Menção no lide	118	9%	CAAR	-0,18%	-0,49%	-0,13%	-0,54%
			Desvio padrão	2,36%	3,30%	5,69%	6,78%
Menção no título	46	3%	CAAR	-0,44%	-0,37%	-1,26%	-0,68%
			Desvio padrão	1,67%	3,38%	4,56%	5,69%
Menção no título e no lide	609	45%	CAAR	-0,99% **	-1,09%	-1,38%	-1,21%
			Desvio padrão	4,50%	5,98%	7,18%	8,92%

Nota. A menção principal e a lateral são excludentes, logo, a sua somatória é igual ao total de observações na amostra (1.602). As quatro variáveis, ‘menção no título e lide’, ‘menção somente no lide’, ‘menção somente no título’ e ‘sem menção no título e no lide’ são as permutações possíveis das variáveis *dummy* ‘menção no título’ e ‘menção no lide’, todas correspondentes ao local em que o nome da companhia foi encontrado no texto. *** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$.

Os resultados encontrados são semelhantes à análise principal, que conta com todos os eventos de responsabilidade e irresponsabilidade social. Há significância para menção da companhia no título e no lide indicando retornos anormais mais expressivos nos eventos com essas características. Quando a menção é lateral, também há significância. Em ambos os casos a significância estatística ocorre na data do evento. Pode-se conjecturar que o retorno anormal acumulado em eventos onde a menção da empresa não é principal seja menor do que a média.

Na Tabela 19, são apresentados resultados das relações entre CAR de cada evento, na data do evento e na janela [-1;+1], e as variáveis de interesse: menção no título, no lide e *stakeholder*, utilizando eventos de responsabilidade social. As variáveis consumidores, meio ambiente, fornecedores, concorrência, instituições, trabalhadores e não-*stakeholders* se referem à classificação realizada para todos os eventos. Foram utilizadas iterações das variáveis correspondentes aos *stakeholders* com a menção no título e a menção no lide. Essa

iteração é útil para salientar na regressão eventos que potencialmente deram mais visibilidade para a empresa analisada.

Tabela 19

Coefficientes de regressão por mínimos quadrados ordinários (MQO) em ações de responsabilidade social

Variáveis	Variável dependente: CAR com janela de estimação de 120 pregões			
	Variáveis de interesse: menção no título, menção do lide, <i>stakeholder</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	CAR [0]	CAR [-1;+1]	CAR [0]	CAR [-1;+1]
Constante	-0.0019	-0.0744	-0.0056	-0.0075
	0.0261	0.1687	0.0019	0.0035
Consumidores	0.0225 **	0.0337	0.0235 **	0.0366 ***
	0.0093	0.0135	0.0094	0.0139
Fornecedores	0.0192 ***	0.0042	0.0207 ***	0.0031
	0.0063	0.0122	0.0024	0.0076
Concorrência	-	-	-	-
Instituições	-0.0008	-0.0011	0.0037	-0.0018
	0.0128	0.0209	0.0132	0.0205
Meio ambiente	0.0058	0.0058	0.0049	0.0035
	0.0051	0.0079	0.0046	0.0068
Trabalhadores	0.0024	0.0050	0.0050	0.0058
	0.0076	0.0114	0.0070	0.0107
Não- <i>stakeholder</i>	0.0151	0.0299 *	0.0007	0.0158
	0.0088	0.0160	0.0047	0.0105
Comunidade e sociedade	-	-	-	-
Consumidores*Título *Lide	-0.0083	-0.0164	-0.0133	-0.0503 *
	0.0171	0.0164	0.0154	0.0259
Fornecedores*Título *Lide	-	-	-	-
Concorrência*Título *Lide	-	-	-	-
Instituições*Título *Lide	-0.0003	0.0085	-0.0023	0.0119
	0.0130	0.0245	0.0136	0.0228
Meio Ambiente*Título *Lide	0.0143 *	-0.0028	0.0089	-0.0057

Continua

Conclusão				
Variável dependente: CAR com janela de estimação de 120 pregões				
Variáveis de interesse: menção no título, menção do lide, <i>stakeholder</i>				
Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
	CAR [0]	CAR [-1;+1]	CAR [0]	CAR [-1;+1]
	0.0079	0.0192	0.0071	0.0169
Trabalhadores*Título	0.0159 *	0.0234	0.0049	0.0174
*Lide	0.0085	0.0257	0.0083	0.0193
Não- <i>stakeholder</i> *Título	-0.0186	-0.0457 **	-0.0064	-0.0353 ***
*Lide	0.0157	0.0176	0.0051	0.0133
Comunidade/Sociedade	0.0110	0.0140	0.0073	0.0107
*Título*Lide	0.0100	0.0147	0.0099	0.0123
Dummy (ano)	Sim	Sim	Não	Não
Dummy (setor)	Sim	Sim	Não	Não
Observações	271	271	271	271
R-quadrado	0.1639	0.2829	0.0411	0.0473
<i>Nota.</i> *** = p < 0,01; ** = p < 0,05; * = p < 0,10.				
Variáveis comunidade e sociedade omitida por colinearidade; fornecedores*título*lide e concorrência*título*lide omitidos por falta de observações.				
Trabalhadores*Título	0.0159 *	0.0234	0.0049	0.0174
*Lide	0.0085	0.0257	0.0083	0.0193
Não- <i>stakeholder</i> *Título	-0.0186	-0.0457 **	-0.0064	-0.0353 ***
*Lide	0.0157	0.0176	0.0051	0.0133
Comunidade/Sociedade	0.0110	0.0140	0.0073	0.0107
*Título*Lide	0.0100	0.0147	0.0099	0.0123
Dummy (ano)	Sim	Sim	Não	Não
Dummy (setor)	Sim	Sim	Não	Não
Observações	271	271	271	271
R-quadrado	0.1639	0.2829	0.0411	0.0473
<i>Nota.</i> *** = p < 0,01; ** = p < 0,05; * = p < 0,10.				
Variáveis comunidade e sociedade omitida por colinearidade; fornecedores*título*lide e concorrência*título*lide omitidos por falta de observações.				

As regressões (1) e (2) foram feitas com as variáveis *dummy* de controle para setor e ano, enquanto as regressões (3) e (4) não utilizaram. A variável consumidor, sem qualquer iteração, teve significância na regressão sem variáveis de controle *dummy*, com coeficientes de 2,35% e 3,66% na data do evento e na janela [-1;+1], respectivamente. Com as variáveis de controle *dummy*, houve significância somente na data do evento, com coeficiente de 2,25%. A variável fornecedores, também sem qualquer efeito de iteração, teve significância

estatística na data do evento, com coeficiente de 2,35%, sem variáveis de controle *dummy*, e de 2,25 com as variáveis. A iteração da variável não-*stakeholder* com menção no título e menção no lide teve significância na janela [-1;+1] para ambas regressões. Na regressão com variáveis de controle *dummy*, o coeficiente foi de -4,57% e de -3,53%, com e sem as variáveis, respectivamente. Foram encontradas significância estatísticas em outras variáveis, mas sem alinhamento entre as regressões com e sem variáveis de controle.

Na Tabela 20 são apresentados os coeficientes das mesmas relações apresentadas na Tabela 19, porém, neste caso, foram utilizadas somente ações de irresponsabilidade social.

Tabela 20

**Coefficientes de regressão por mínimos quadrados ordinários (MQO)
em ações de irresponsabilidade social**

Variáveis	Variável dependente: CAR com janela de estimação de 120 pregões			
	Variáveis de interesse: menção no título, menção do lide, <i>stakeholder</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	CAR [0]	CAR [-1;+1]	CAR [0]	CAR [-1;+1]
Constante	0,0035	0,0007	-0,0026	-0,0077
	0,0075	0,0169	0,0036	0,0065
Consumidores	-0,0015	-0,0018	-0.0076 *	-0,0044
	0,0045	0,0098	0,0042	0,0071
Fornecedores	0,0089	0,0075	0.0114 **	0,0146
	0,0061	0,0138	0,0053	0,0107
Concorrência	-0,0006	0,0004	-0,0030	-0,0006
	0,0051	0,0110	0,0048	0,0082
Instituições	0,0032	0,0054	-0,0016	0,0022
	0,0039	0,0094	0,0038	0,0069
Meio Ambiente	0.0084 *	0,0093	0,0056	0,0062
	0,0048	0,0109	0,0044	0,0076
Trabalhadores	0,0023	0,0043	0,0018	0,0052
	0,0045	0,0108	0,0042	0,0073
Não- <i>stakeholder</i>	-0,0001	-0,0146	0,0006	-0,0119
	0,0050	0,0147	0,0050	0,0135
Comunidade e Sociedade	0,0023	-0,0001	-0,0060	-0,0056
	0,0058	0,0120	0,0055	0,0092
Consumidores*Título *Lide	-0,0054	-0,0040	0,0002	0,0004
	0,0038	0,0052	0,0032	0,0044
Fornecedores*Título *Lide	-0,0080	-0,0112	-0.0197 *	-0.0253 *
	0,0111	0,0169	0,0105	0,0141

Continua Conclusão				
Variável dependente: CAR com janela de estimação de 120 pregões				
Variáveis de interesse: menção no título, menção do lide, <i>stakeholder</i>				
Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
	CAR [0]	CAR [-1;+1]	CAR [0]	CAR [-1;+1]
	0,0111	0,0169	0,0105	0,0141
Fornecedores*Título	-0,0080	-0,0112	-0.0197 *	-0.0253 *
*Lide	0,0111	0,0169	0,0105	0,0141
Concorrência*Título	0,0033	0.0451 ***	0,0021	0.0418 **
*Lide	0,0068	0,0138	0,0075	0,0192
Instituições*Título	-0,0033	-0,0018	-0,0015	-0,0016
*Lide	0,0031	0,0048	0,0028	0,0046
Meio Ambiente*Título	-0.0226 ***	-0.0223 ***	-0.0322 ***	-0.0314 ***
*Lide	0,0064	0,0079	0,0071	0,0078
	0,0048	0,0074	0,0049	0,0060
Não- <i>stakeholder</i> *Título	-0,0094	0,0222	-0,0179	0,0134
*Lide	0,0138	0,0173	0,0149	0,0204
Comunidade/Sociedade	-0.0283 **	-0.0267 **	-0.0319 **	-0.0328 **
*Título*Lide	0,0130	0,0112	0,0137	0,0156
Dummy (ano)	Sim	Sim	Não	Não
Dummy (setor)	Sim	Sim	Não	Não
Observações	1.886	1.886	1.886	1.886
R-quadrado	0,1153	0,0865	0,0470	0,0379

Nota. *** = $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$.

As regressões (1) e (2) foram feitas com variáveis *dummy* de controle para setor e ano, enquanto as regressões (3) e (4) foram feitas sem estas variáveis.

A iteração da concorrência com menção no título e no lide teve significância estatística na janela [-1;+1], com coeficiente de 4,18% com variáveis *dummy* e de 4,51% sem variáveis. A iteração da variável comunidade e sociedade com menção no título e no lide teve significância em todas as regressões, com ou sem variáveis *dummy* de controle. Com as variáveis *dummy*, o coeficiente foi de -2,83% e 2,67% para data do evento e janela [-1;+1], respectivamente. Sem *dummies*, o coeficiente foi de -3,19% e de -3,28% para data do evento e janela [-1;+1], respectivamente.

O mesmo efeito foi encontrado com a iteração de meio ambiente com menção no título e no lide. Houve significância estatística com e sem variáveis *dummy* de controle e nas

duas janelas de evento analisadas. Os coeficientes dessa variável com *dummies* de controle foram de -2,26% e de 2,23% para data do evento e janela [-1;+1], respectivamente. Já sem as variáveis *dummy*, os coeficientes foram de -3,22% e de -3,14%, para data do evento e janela [-1;+1], respectivamente.

A iteração da variável trabalhadores com menção no título e no lide teve significância estatística sem as variáveis *dummy* de controle na data do evento e na janela [-1;+1], com coeficientes de -1,49% e de -1,27%, respectivamente. Com a inclusão de variáveis *dummy* de controle, houve somente significância estatística na data do evento, indicando -1,44%.

Os resultados das regressões realizadas na base de responsabilidade social indicam que há uma apreciação do preço da ação quando os *stakeholders* afetados são consumidores e fornecedores. Interessante notar que os coeficientes positivos encontrados para esses dois *stakeholders* não foram iterados com a menção da empresa no texto. É possível dizer que o preço da ação se aprecia mais acentuadamente quando ações de responsabilidade social afetam esses dois *stakeholders*.

É também interessante perceber os coeficientes negativos de -3,5%, sem variáveis *dummy* de controle, e de -4,6%, com as variáveis, para ações de responsabilidade social para o não-*stakeholder*. Considerando que, na média, o acionista já pune ações de responsabilidade, para ações que afetam o não-*stakeholder* – conforme mostrado na Tabela 8 –, a depreciação é ainda mais intensa. Isso mostra que há uma diferença estatisticamente significativa no comportamento do acionista quando uma ação de responsabilidade social afeta um não-*stakeholder*.

Importante reforçar que o fato de um grupo ser não-*stakeholder* não significa que a empresa tenha liberdade para agir de forma socialmente irresponsável perante estes (Phillips, 1997). Pelo contrário, a mesma poderia se esforçar para agir de forma socialmente responsável observando preceitos da responsabilidade social corporativa. A evidência mostra, porém, que o acionista pune tais ações de responsabilidade social. De fato, não é incomum que grupos de não-*stakeholders* tenham que encontrar subterfúgios para se tornarem *stakeholders*, para que então tenham influência e poder de pressão sobre a companhia (Olabisi, Kwesiga, Juma, & Tang, 2019; Valente, 2019).

Analisando os resultados das regressões sobre a base de irresponsabilidade social é possível perceber que a depreciação no preço das ações é mais intensa para os *stakeholders* meio ambiente e comunidade e sociedade quando há destaque na notícia para a empresa que atuou de forma socialmente irresponsável. Esse resultado se alinha aos testes de significância estatística realizados anteriormente, mostrando a maior sensibilidade do acionista em relação

a esses *stakeholders*. A evidência também mostra que há alguma preferência do acionista pelo *stakeholder* trabalhadores, embora o coeficiente da regressão seja bem inferior aos encontrados nos *stakeholders* anteriormente mencionados.

É interessante também notar a apreciação no preço das ações quando a companhia realiza uma ação de irresponsabilidade social que afeta a concorrência. Os coeficientes encontrados são muito expressivos (4,51% com variáveis *dummy* de controle e 4,18% sem as variáveis) e, em módulo, surpreendentemente, são ainda superiores aos coeficientes dos *stakeholders* meio ambiente e comunidade e sociedade.

Foi feita uma breve análise das observações que compõem essa amostra para encontrar alguma explicação para esse efeito. Há, contudo, vários eventos que corroboram essa evidência. Por exemplo, em maio de 2016, uma associação de produtores (vinculada a Gerdau) trabalhou para impedir a importação de aço através de abuso do direito processual (*sham litigation*). Segundo a matéria, “[o instituto] abriu quarenta ações judiciais contra importações de vergalhões, usando mecanismo conhecido como ‘*sham litigation*’”, em que o executor da estratégia não baseada em preços cria dificuldades à livre concorrência ao limitar ou impedir acesso de novas empresas ao mercado” (Reuters, 2016). O retorno anormal na data do evento foi de 1,96%.

Em outro exemplo, em maio de 2017, foi publicada uma matéria informando que a BR Foods iria à justiça contra a JBS por subornar seus ex-conselheiros. O presidente da JBS reconheceu, em delação premiada, que havia subornado os ex-conselheiros da concorrência (Carneiro & Wiziack, 2017). As ações da JBS, empresa que realizou o suborno, tiveram retorno anormal de 1,43% no dia do evento. Há muitos casos também de lobby para obtenção de linhas privilegiadas de empréstimo, inacessíveis para os concorrentes.

Os resultados encontrados parecem mostrar que o acionista pune seletivamente ações de irresponsabilidade social, mas tem um comportamento mais ou menos neutro quando percebe ações de responsabilidade social.

Essas evidências são importantes para colocar sob perspectiva estudos como o de Marsat et al. (2013), que encontra evidências diametralmente opostas a essa, indicando que o investidor premia a ética e é neutro para a irresponsabilidade social. Mais ainda, a evidência de que comunidade e sociedade são observadas com distinção pelo acionista se alinha às pesquisas mais recentes, que mostram papel mais ativo do investidor por uma melhor gestão deste *stakeholder* em diferentes frentes e de diferentes formas (Alda, 2019; Barko, Cremers, & Renneboog, 2021; Flammer, Toffel, & Viswanathan, 2021).

Outro ponto importante é reforçar pesquisas como as de Akhtar et al. (2012), Lee e Mykland (2008), Fedyk (2018) e Kim e Willett (2014) com as evidências de que, sim, a forma como uma notícia é publicada é um fator que deve ser levado em consideração em trabalhos que utilizam publicação de notícias para medir efeito no preço de ações. Neste estudo, os coeficientes das regressões das Tabelas 19 e 20 foram estatisticamente significantes, em boa parte dos casos, exatamente quando o efeito do posicionamento do texto foi utilizado.

Ressalta-se também a evidência da apreciação do preço da ação quando a empresa age com irresponsabilidade social em relação à concorrência. Embora a estratégia competitiva (Porter, 1980) possa explicar essa apreciação no preço, é interessante observar que a estratégia competitiva parece ser um impulso mais forte para o acionista do que agir de forma socialmente responsável.

Por fim, a depreciação do preço da ação quando a companhia realiza ações de responsabilidade social para não-*stakeholders* é uma contribuição nova para a literatura. A conceituação do *stakeholder*, segundo Freeman (1984), é “qualquer grupo ou indivíduo que afeta ou é afetado pela busca dos objetivos da firma”. Com essa conceituação, em tese, não haveria a figura do não-*stakeholder*. Contudo, a classificação de *stakeholders* proposta por Mitchell, Agle e Wood (1997) estabelece que o *stakeholder* deve ter ao menos um dos atributos de influência, legitimidade e urgência. Se um grupo ou indivíduo é afetado pelos objetivos da companhia, mas não possui ao menos um destes atributos, logo, ele é um não-*stakeholder*. Embora essa classificação exista há décadas, não existe literatura ampla investigando o ponto de vista do não-*stakeholder*.

6 Conclusões

Este trabalho teve como objetivo analisar como o acionista reage em relação a ações de responsabilidade e irresponsabilidade social realizadas pelas suas empresas que afetam os demais *stakeholders*. Foram pesquisadas, em um grande veículo de imprensa, as notícias publicadas sobre responsabilidade e irresponsabilidade social de todas as empresas listadas no índice Ibovespa em agosto de 2021. Utilizando sistemas computacionais escritos especificamente para este estudo, foram analisadas e lidas mais de 64 mil notícias, publicadas entre os anos 2000 e 2021, coletando-se, após todos os filtros e tratamentos, 1.602 eventos de responsabilidade ou irresponsabilidade social. Os eventos foram então enriquecidos com informações sobre *stakeholders*, assuntos, posicionamento da empresa na organização do texto, entre outros. Utilizando-se a metodologia de estudo de eventos, cada

um desses eventos teve calculado o retorno anormal acumulado (CAR), em diferentes janelas, e o retorno anormal acumulado médio (CAAR), agrupado por diferentes variáveis, a fim de se estudar os efeitos destas variáveis sobre os retornos anormais.

O principal foco do estudo foi entender como o acionista percebe os demais *stakeholders* em relação ao resultado social de sua companhia. Neste contexto, evidências apontam que, de forma geral, não há sensibilidade do acionista para ações de responsabilidade social direcionadas para algum *stakeholder* em particular, excetuando-se o *stakeholder* consumidor. É oportuno mencionar que foi encontrada evidência, com significância estatística, de que o acionista pune ações de responsabilidade social que afetam o não-*stakeholder*.

Quando analisamos os eventos de irresponsabilidade social, as evidências mostram que o acionista é influenciado por ações que afetam meio ambiente, comunidade e sociedade e seus trabalhadores, tendo sido encontrada significância estatística nos testes realizados para essas três variáveis. Além disso, evidenciou-se que o acionista premia ações de irresponsabilidade social que afetam a concorrência.

Embora existam estudos que evidenciem a ligação entre performance social da empresa e performance financeira futura (Orlitzky, Schmidt, & Rynes, 2003; Waddock & Graves, 1997), as evidências encontradas neste estudo sugerem que o acionista não percebe essa relação e, conseqüentemente, não há associação direta entre ações de responsabilidade social e apreciação no preço da ação. Por outro lado, há evidência de que a irresponsabilidade social é punida quando afeta alguns *stakeholders* selecionados. Isso confirma alguns estudos que verificam a tendência do acionista em punir o comportamento socialmente irresponsável (Flammer, 2013).

Embora a base de dados construída para esse estudo seja bastante rica e seu volume tenha sido decisivo para encontrar as evidências já relatadas, uma limitação importante deste estudo é sua incapacidade de entender a motivação do acionista. Quando um acionista decide punir um comportamento socialmente irresponsável que, por exemplo, afeta o meio ambiente, sua decisão de desinvestimento pode estar ancorada em não obter retornos através de uma companhia que age de maneira irresponsável ou, por outro lado, pode ser simplesmente fruto dos efeitos que tal ação irresponsável causará no fluxo de caixa da empresa.

O mesmo questionamento pode ser feito quando ocorre apreciação do preço da ação quando ações de responsabilidade social afetam consumidores: o acionista pode considerar o resultado social da empresa, compreendendo que o consumidor é um *stakeholder* que deve

ter suas necessidades atendidas (Branco & Rodrigues, 2007), ou pode também observar a ação de responsabilidade social voltada para os consumidores como uma medida para alavancar valor e aumentar a receita futura da companhia.

Com isso em mente, esse trabalho abre possibilidades para novos estudos, principalmente qualitativos, para obter evidências sobre a motivação do acionista em um conjunto menor de eventos de responsabilidade ou irresponsabilidade social.

Outra possibilidade de estudos futuros é a de concentrar eventos sobre o mesmo fato noticioso, estudando como o desdobramento de uma mesma notícia ao longo de semanas ou meses pode erodir ou apreciar o preço da companhia, utilizando técnicas computacionais mais avançadas do que aquelas utilizadas neste estudo, como *Bag of Words* (BoW) e análise semântica, para obter um conjunto de dados para análise ainda mais robusto. Por fim, há ainda a possibilidade de estudar como o comportamento do acionista se modifica ao longo do tempo, comparando o retorno anormal acumulado médio de anos mais recentes com de anos anteriores.

Referências

- Abilio, L. C. (2019). Uberização: do empreendedorismo para o autogerenciamento subordinado. *Psicoperspectivas*, 18(3), 41-51.
- Akhtar, S., Faff, R., Oliver, B., & Subrahmanyam, A. (2012). Stock salience and the asymmetric market effect of consumer sentiment news. *Journal of Banking & Finance*, 36(12), 3289-3301.
- Alda, M. (2019). Corporate sustainability and institutional shareholders: the pressure of social responsible pension funds on environmental firm practices. *Business Strategy and the Environment*, 28(6), 1060-1071.
- Antunes, R., & Druck, G. (2015). A terceirização sem limites: a precarização do trabalho como regra. *O Social em Questão*, 18(34), 19-40. ISSN: 1415-1804.
- Barko, T., Cremers, M., & Renneboog, L. (2021). Shareholder engagement on environmental, social, and governance performance. *Journal of Business Ethics*, 1-36.
- Bateson, G. (1972). The logical categories of learning and communication. *Steps to an Ecology of Mind*, 279-308.
- Berman, S. L., Wicks, A. C., Kotha, S., & Jones, T. M. (1999). Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, 42(5), 488-506.
- Bertoncello, S. L. T., & Chang, J., Jr. (2007). A importância da responsabilidade social corporativa como fator de diferenciação. *FACOM - Revista da Faculdade de Comunicação da FAAP*, (17), 70-76.
- Bertoni, E. (2015, julho 04). Bancária diz a Procuradoria que foi forçada a trabalhar após aborto. Folha de São Paulo, Mercado, A17.
- Branco, M. C., & Rodrigues, L. L. (2007). Positioning stakeholder theory within the debate on corporate social responsibility. *Electronic Journal of Business Ethics and Organization Studies*, 12(1), 5-15.
- Brovelli, M. A., Sun, Y., & Yordanov, V. (2020). monitoring forest change in the Amazon using multi-temporal remote sensing data and machine learning classification on Google Earth Engine. *ISPRS International Journal of Geo-Information*, 9(10), 580. doi: <http://dx.doi.org/10.3390/ijgi9100580>
- Brown, J. A., & Forster, W. R. (2013). CSR and stakeholder theory: A tale of Adam Smith. *Journal of business ethics*, 112(2), 301-312.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of financial economics*, 8(3), 205-258.
- Campbell, J. L. (2007). Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility. *Academy of management Review*, 32(3), 946-967.

- Campbell, J. Y., Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (2012). The econometrics of financial markets. *Macroeconomic Dynamics*, 2(04).
- Carneiro, M., & Wiziack, J. (2017, maio 25). BRF avalia ir à Justiça contra rival JBS por suborno de ex-conselheiros. *Folha de São Paulo*, Mercado, A21.
- Carroll, A. B. (1999). Corporate social responsibility: evolution of a definitional construct. *Business & Society*, 38(3), 268-295.
- Clarkson, M. E. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of management review*, 20(1), 92-117.
- Cochran, P. L., & Wood, R. A. (1984). Corporate social responsibility and financial performance. *Academy of management Journal*, 27(1), 42-56.
- Compa, L. (2008). Corporate social responsibility and workers' rights. *Comp. Lab. L. & Pol'y J.* 30, 1.
- Cornett, M. M., Erhemjamts, O., & Tehranian, H. (2016). Greed or good deeds: an examination of the relation between corporate social responsibility and the financial performance of US commercial banks around the financial crisis. *Journal of Banking & Finance*, 70, 137-159.
- Cristóvão, A. (2012). O leitor e o jornalista como interlocutores dos projetos editoriais da Folha de S. Paulo. *CASA: Cadernos de Semiótica Aplicada*, 10(1).
- Crouch, C. (2006). Modelling the firm in its market and organizational environment: Methodologies for studying corporate social responsibility. *Organization studies*, 27(10), 1533-1551.
- DesJardins, J. (1998). Corporate environmental responsibility. *Journal of business ethics*, 17(8), 825-838.
- Donaldson, T., & Dunfee, T. W. (1999). When ethics travel: The promise and peril of global business ethics. *California Management Review*, 41(4), 45-63.
- Elshendy, M., Colladon, A. F., Battistoni, E., & Gloor, P. A. (2018). Using four different online media sources to forecast the crude oil price. *Journal of Information Science*, 44(3), 408-421.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International economic review*, 10(1), 1-21.
- Fedyk, A. (2018). *Front page news: The effect of news positioning on financial markets* (Working Paper). Recuperado de <https://scholar.harvard.edu/fedyk/publications/front-page-news-effect-news-positioning-financial-markets>
- Flammer, C. (2013). Corporate social responsibility and shareholder reaction: the environmental awareness of investors. *Academy of Management journal*, 56(3), 758-781.
- Flammer, C., Toffel, M. W., & Viswanathan, K. (2021). Shareholder activism and firms' voluntary disclosure of climate change risks. *Strategic Management Journal*, 42(10), 1850-1879.

- Fletcher, R., & Nielsen, R. K. (2018). Are people incidentally exposed to news on social media? A comparative analysis. *New media & society*, 20(7), 2450-2468.
- Freeman, R. E. (1984). Strategic management: a stakeholder approach. *Business Ethics Quarterly*, 1, 53-73.
- Freeman, R. E. E., & McVea, J. (2001). A Stakeholder Approach to strategic management, (Working Paper No. 01-02). Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=263511
- Freeman, R. E., & Dmytriyev, S. (2017). Corporate social responsibility and stakeholder theory: learning from each other. *Symphonya*, 1, 7-15.
- 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.
- Gardberg, N. A., & Fombrun, C. J. (2006). Corporate citizenship: Creating intangible assets across institutional environments. *Academy of management Review*, 31(2), 329-346.
- Gonçalves, R. J. D. A. F. (2016). Capitalismo extrativista na América Latina e as contradições da mineração em grande escala no Brasil. *Brazilian Journal of Latin American Studies*, 15(29), 38-55.
- Haidt, J., & Bjorklund, F. (2008). Social intuitionists answer six questions about morality. *MORAL PSYCHOLOGY*, W. Sinnott-Armstrong, ed., Oxford University Press, Forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=855164>.
- Hamilton, J. B., & Hoch, D. (1997). Ethical standards for business lobbying: some practical suggestions. *Business Ethics Quarterly*, 7(3), 117-129.
- Jain, T., & Jamali, D. (2016). Looking inside the black box: the effect of corporate governance on corporate social responsibility. *Corporate governance: An International Review*, 24(3), 253-273.
- Jones, E. E., & Davis, K. E. (1965). From acts to dispositions the attribution process in person perception. In *Advances in experimental social psychology* (Vol. 2, pp. 219-266). Academic Press.
- Kim, Y., & Willett, T. D. (2014). News and the behavior of the Korean stock market during the global financial crisis. *Korea and the World Economy*, 15(3), 395-419.
- Lange, D., & Washburn, N. T. (2012). Understanding attributions of corporate social irresponsibility. *Academy of management review*, 37(2), 300-326.
- Lee, S. S., & Mykland, P. A. (2008). Jumps in financial markets: a new nonparametric test and jump dynamics. *The Review of Financial Studies*, 21(6), 2535-2563.
- Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2006). Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. *Journal of Marketing*, 70(4), 1-18. doi:10.1509/jmkg.70. 4.001

- Mainardes, E. W., Alves, H., & Raposo, M. (2012). A model for stakeholder classification and stakeholder relationships. *Management Decision*, 50(10), 1861–1879. <https://doi.org/10.1108/00251741211279648>
- Maragno, L. M. D., Knupp, P. S., & Borba, J. A. (2019). Corrupção, lavagem de dinheiro e conluio no Brasil: evidências empíricas dos vínculos entre fraudadores e cofraudadores no caso Lava Jato. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 13, 5-18. doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2019.158510
- Margolis, J. D., & Walsh, J. P. (2001). *People and profits? The search for a link between a company's social and financial performance*. Nova Jersey: Lawrence Erlbaum Associates.
- Marsat, S., Pijourlet, G., & Williams, B. (2013). Is there an ethical premium? Experimental evidence. *SSRN Electronic Journal*.
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts. *Academy of management review*, 22(4), 853-886.
- Olabisi, J., Kwesiga, E., Juma, N., & Tang, Z. (2019). Stakeholder transformation process: The journey of an indigenous community. *Journal of Business Ethics*, 159, 1-21.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: a meta-analysis. *Organization studies*, 24(3), 403-441.
- Paraguassu, L., & Baczynska, G. (2019, august 23). *As EU threatens trade retaliation, Brazil sends army to fight Amazon fires*. Recuperado de <https://www.reuters.com/article/us-brazil-politics-idUSKCN1VD19T>
- Phillips, R. A. (1997). *Stakeholder theory, organizational ethics and a principle of stakeholder fairness* (Dissertação de Mestrado). University of Virginia, Virginia, Estados Unidos.
- Porter, M. E. (1980). Industry structure and competitive strategy: keys to profitability. *Financial analysts journal*, 36(4), 30-41.
- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds. *Journal of corporate finance*, 14(3), 302-322.
- Reuters, (2016.) *Associação nega acusações de tentar barrar importações de aço*. Recuperado de <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2016/05/1774944-associacao-nega-acusacoes-de-tentar-barrar-importacoes-de-aco.shtml>
- Sambuichi, R. H. R., Oliveira, M. Â. C., Silva, A. P. M., & Luedemann, G. (2012). A sustentabilidade ambiental da agropecuária brasileira: impactos, políticas públicas e desafios. *Texto para discussão*, n. 1782. Rio de Janeiro: IPEA.
- Scholtens, B., & Zhou, Y. (2008). Stakeholder relations and financial performance. *Sustainable Development*, 16(3), 213-232.
- Smith, V., & Langford, P. (2009). Evaluating the impact of corporate social responsibility programs on consumers. *Journal of Management & Organization*, 15(1), 97-109.

- Soares, R. O., Rostagno, L. M., & Soares, K. T. C. (2002, setembro). Estudo de evento: O método e as formas de cálculo do retorno anormal. *XXVI Encontro Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração*, Porto Alegre, Rio Grande do Sul, Brasil, 27. Recuperado de https://scholar.google.com.br/citations?view_op=view_citation&hl=pt-BR&user=g5G-jHIAAAAJ&citation_for_view=g5G-jHIAAAAJ:qxL8FJ1GzNcC
- Thanetsunthorn, N. (2022). Corruption and social trust: the role of corporate social responsibility. *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, 31(1), 49-79.
- Turker, D. (2009). Measuring corporate social responsibility: a scale development study. *Journal of business ethics*, 85, 411-427.
- Uadiale, O. M., & Fagbemi, T. O. (2016). Corporate social responsibility and corporate financial performance in developing economies: the Nigerian experience. *NG-Journal of Social Development*, 5(4), 92-112.
- Ucar, E., & Staer, A. (2020). Local corruption and corporate social responsibility. *Journal of Business Research*, 116, 266-282.
- Valente, R. (2019). Índios compram ações e viram acionistas de ferrovia para denunciar empresa. *Folha de São Paulo*, Mercado, A31.
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance–financial performance link. *Strategic management Journal*, 18(4), 303-319.
- Wei, P., & Wang, N. (2016). Wikipedia and Stock Return. Wikipedia usage pattern helps to predict the individual stock movement. *Proceedings of the International Conference Companion on World Wide Web Companion*, Montréal Québec Canada, 25. Recuperado de <https://dl.acm.org/doi/proceedings/10.5555/2872518>
- Wood, D. J. (1991). Corporate social performance revisited. *Academy of management review*, 16(4), 691-718.
- Wood, D. J., & Jones, R. E. (1995). Stakeholder mismatching: A theoretical problem in empirical research on corporate social performance. *The International Journal of Organizational Analysis*, 3(3), 229-267.
- Zhao, X., & Murrell, A. (2021). Does A virtuous circle really exist? Revisiting the causal linkage between CSP and CFP. *Journal of Business Ethics*, 1-20.