



RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA: DOAÇÕES DURANTE A PANDEMIA DE COVID-19 E O VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS

Mestre/MSc. Polliany Lima Silva [ORCID iD](#), Doutor/Ph.D. Jorge de Souza Bispo [ORCID iD](#)
Universidade Federal da Bahia, Salvador, Bahia, Brazil

Mestre/MSc. Polliany Lima Silva

[0009-0001-1951-5720](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós Graduação em Contabilidade

Doutor/Ph.D. Jorge de Souza Bispo

[0000-0002-1845-2473](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós Graduação em Contabilidade

Resumo/Abstract

Este estudo tomou como objetivo investigar se, durante os dois primeiros anos da pandemia de Covid-19, as empresas doadoras obtiveram um valor de mercado maior do que as empresas não doadoras. A variável de interesse se mostrou negativa no período, sendo consistente com a literatura que reforça que os efeitos financeiros associados à RSC duram poucos dias em crises. Todavia, a rejeição da hipótese não anula os objetivos da pesquisa, uma vez que a mesma variável se mostrou positiva no período pré-pandemia. Também é importante ressaltar que as empresas doadoras durante a pandemia apresentaram resultados positivos na variável de retornos de ações, evidenciando que as doações tiveram um impacto positivo de curto prazo. Menciona-se como limitação o fato de que até o fim da coleta de dados da pesquisa (dezembro de 2022), a OMS ainda não havia declarado o fim da pandemia, não permitindo uma análise do pós-pandemia. Recomenda-se para pesquisas futuras o uso da mesma amostra de forma a controlar efeitos pandêmicos, tais como o anúncio de lockdown, o efeito da vacinação e as medidas econômicas adotadas pelo governo, entre outros. Em síntese, o objetivo do estudo e o problema de pesquisa foram atendidos, de forma a reforçar que o anúncio de doações isoladamente traz benefícios, mas não conseguindo provar esses efeitos durante a pandemia de maneira significativa.

Modalidade/Type

Artigo Científico / Scientific Paper

Área Temática/Research Area

Contabilidade Financeira e Finanças (CFF) / Financial Accounting and Finance



RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA: DOAÇÕES DURANTE A PANDEMIA DE COVID-19 E O VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS

RESUMO

Este estudo tomou como objetivo investigar se, durante os dois primeiros anos da pandemia de Covid-19, as empresas doadoras obtiveram um valor de mercado maior do que as empresas não doadoras. A variável de interesse se mostrou negativa no período, sendo consistente com a literatura que reforça que os efeitos financeiros associados à RSC duram poucos dias em crises. Todavia, a rejeição da hipótese não anula os objetivos da pesquisa, uma vez que a mesma variável se mostrou positiva no período pré-pandemia. Também é importante ressaltar que as empresas doadoras durante a pandemia apresentaram resultados positivos na variável de retornos de ações, evidenciando que as doações tiveram um impacto positivo de curto prazo. Menciona-se como limitação o fato de que até o fim da coleta de dados da pesquisa (dezembro de 2022), a OMS ainda não havia declarado o fim da pandemia, não permitindo uma análise do pós-pandemia. Recomenda-se para pesquisas futuras o uso da mesma amostra de forma a controlar efeitos pandêmicos, tais como o anúncio de lockdown, o efeito da vacinação e as medidas econômicas adotadas pelo governo, entre outros. Em síntese, o objetivo do estudo e o problema de pesquisa foram atendidos, de forma a reforçar que o anúncio de doações isoladamente traz benefícios, mas não conseguindo provar esses efeitos durante a pandemia de maneira significativa.

Palavras chave: Responsabilidade social. Doações. Pandemia de Covid-19. Tendências de pesquisa.

1 INTRODUÇÃO

Em março de 2020, a Organização Mundial da Saúde (OMS), declarou oficialmente que o mundo passava por uma pandemia decorrente da transmissão do vírus da COVID-19 (OMS, 2020). À medida que o número de pessoas infectadas e de mortes aumentava exponencialmente, os países declaravam estado de emergência, interrompendo muitos aspectos da vida econômica, política e social (Demers et al., 2021; Harjoto et al., 2021).

Evidências anteriores mostraram que eventos extremos como esses são capazes de desencadear sentimentos nos mercados financeiros e alterar as expectativas de risco e retorno (Qiu et al., 2021), tais como a crise financeira global (GFC) de 2008 que mudou a inter-relação entre os mercados financeiros globais (Nasir & Du, 2018), a crise do *subprime* e a do euro que alteraram a relação entre o mercado de petróleo e os setores subjacentes (Belhassine & Ben Bouzid, 2019).

Conforme Baker *et al* (2021), o surto de Covid-19 desencadeou movimentos de preços diários 24 vezes maiores do que a gripe espanhola. A vulnerabilidade social desencadeada sensibilizou muitas empresas a buscarem a responsabilidade social corporativa (RSC), através do engajamento em ações para mitigar os impactos nas comunidades, como doações milionárias e programas de ajuda específicos para combater a pandemia.



Para Patten (2008), Lins *et al* (2017), He e Harris (2020), em graves crises, as empresas anseiam que o capital social construído a longo prazo, trazido pela responsabilidade social, seja capaz de mitigar os impactos financeiros durante e no pós-crise. Através da cooperação das partes interessadas, que, na escassez de recursos, darão preferência as empresas com quem têm uma relação de confiança e emocionalmente construída. (Qiu *et al.*, 2021).

No entanto, no século XXI, diferentemente de décadas anteriores, a literatura em responsabilidade social começa a perceber que somente a divulgação social pura e simplesmente não será capaz de produzir efeitos nos retornos a longo prazo. Para Beaufort *et al* (2017). Acredita-se que a pandemia acelerou mudanças em curso, aumentando o debate sobre a necessidade de novas formas de comunicação com os *stakeholders* e novas formas de medição de retornos (Polaz, 2021). Com o aumento de usuários na internet durante o período de isolamento, empresas que construíram um bom relacionamento com esses potenciais clientes, foram capazes de resistir ao efeito adverso e transformar a crise em oportunidade ao fornecer soluções digitais para expandir seus negócios (Esquerda & Teres, 2021). Assim, acredita-se que uma empresa ou uma indústria com um ecossistema digital pré-existente foi digitalmente resiliente e pôde lidar com emergências e incutir confiança dos investidores tornando, os preços de suas ações resistentes à retração do mercado (Ding *et al.*, 2020).

Dessa forma, supõe-se, que, durante a pandemia, a lógica da RSC mudou de uma abordagem centrada no acionista para um foco no relacionamento recíproco com uma ampla gama de partes interessadas, reconhecendo que hoje, com o avanço da internet, as ações impactam um número maior de pessoas que possuem informações céleres e desenvolvem reivindicações legítimas sobre a corporação na mesma intensidade que as recebem (Esquerda & Teres, 2021). Para Polaz (2021), abandonou-se a antiga noção de ética e filantropia empresarial para uma nova abordagem chamada de 'sustentabilidade empresarial', que passa a abranger implicações econômicas, sociais e ambientais das atividades de uma corporação.

A internet permite que em casos onde a empresa se utiliza da RSC para mascarar um mal comportamento, o contra público crítico use as ferramentas de comunicação para exigir uma retratação (Ding *et al.*, 2020). As mensagens viajam através dos formatos de mídia e às vezes neutralizam a mídia de massa, substituindo facilmente os processos tradicionais jornalísticos de opinião primariamente formada que eram predominantes na era analógica (Liu *et al.*, 2020).

Diante do exposto, este estudo sugere que as empresas que doaram durante a pandemia obtiveram índices maiores de valor de mercado em comparação às empresas que não efetuaram doações, buscando responder a seguinte questão de pesquisa: **qual o efeito das doações no valor de mercado das empresas doadoras durante os dois primeiros anos da pandemia de Covid-19?** Ao mostrar a interação dos anúncios de doações com público, pretende-se fornecer informações sobre a aceitabilidade das políticas corporativas que buscam construir um mundo melhor, pautadas na colaboração social. Da mesma forma, este estudo, busca entender um novo público que se tornou mais engajado socialmente e digitalmente. Em um cenário caótico, os consumidores procuram transformar o mundo globalizado em um lugar melhor por meio de suas práticas de consumo. Eles buscam não somente se satisfazer funcional e emocionalmente, mas também espiritualmente por intermédio dos produtos que consomem e das empresas que se relacionam (Polaz, 2021).

Espera-se também que os resultados aqui encontrados sejam úteis para entender a dinâmica do mercado e da RSC durante a pandemia, e como a sociedade e as empresas se moldaram após o período. Conforme Nascimento e Bortoletto (2021), em alguns países, as contribuições ativas da RSC diante da Covid-19 afetaram a avaliação de impostos corporativos e o acesso a outros sistemas de apoio estaduais. Tem-se, com isso, uma compreensão de que as



estratégias de RSC podem ter sido uma ferramenta útil e eficaz para enfrentar os problemas globais da pandemia; e que as medidas adotadas foram estendidas e incorporadas, criando novas formas de gerenciamento corporativo; alterando a maneira pela qual as empresas enxergam e aplicam conceitos de RSC na prática.

Dessa forma, a vulnerabilidade provocada pela Covid-19 e suas crises adjacentes, e a comunicação célere mediando o relacionamento com os *stakeholders*, não deixa claro se assim como em outras crises, a RSC conduzida durante ou após a pandemia pode afetar positivamente as intenções dos investidores, consumidores e demais agentes em relação à compra de ações (Tong *et al.*, 2021). Com vistas a testar a relação entre essas variáveis, e atuando em um campo pouco explorado como a pesquisa sobre retorno financeiro provindo de doações corporativas no Brasil, se torna relevante para o campo acadêmico estudar as estruturas do contrato social e como estar visível para o *stakeholder* se reflete em maiores valores de mercado neste período de crise.

O trabalho está dividido em cinco seções, juntamente as referências. A primeira é reservada a introdução, e apresenta conceitos iniciais como contextualização, problemas de pesquisa, justificativas e contribuições e a estrutura do trabalho. Na segunda seções, encontra-se o referencial teórico. Assim como, na mesma seção encontra-se a hipótese que embasa a pesquisa. No terceiro capítulo, encontram-se os procedimentos metodológicos. Onde o método adotado na presente pesquisa para se alcançar os objetivos propostos é conhecido como “diferenças em diferenças”, sendo amplamente aplicado para pesquisas cujos dados provêm de algum experimento natural (ou quase-experimento). Na quarta seção, apresentam-se os principais resultados e análise dos dados levantados, onde a fonte de dados proposta e as variáveis buscarão solucionar a resposta para as hipóteses e questões levantadas. Por fim, a quinta seção é referente às considerações finais do estudo, onde os principais resultados serão apresentados e novas propostas de pesquisa para os debates levantados.

2. REFERENCIAL

2.1. TEORIA DOS CONTRATOS

O conceito do contrato social, difundido por Rousseau (1712-1778), estabelece a superioridade do bem coletivo sobre o indivíduo, um ato de associação que substitui instantaneamente o status de pessoa individual de cada contratante por um corpo moral e coletivo (Capriotti, 2017). O estabelecimento da vontade geral implica tanto um sacrifício como uma mudança; o indivíduo, através do contrato social, deixa de ser um único indivíduo e torna-se cidadão como parte de uma comunidade, sacrificando assim suas preocupações puramente individualistas e utilitárias.

No século XIX, houve o entendimento de que as companhias estavam inseridas em um ambiente complexo, onde suas atividades influenciam ou têm impacto sobre diversos agentes sociais, comunidade e sociedade (Kim *et al.*, 2013). Conseqüentemente, a orientação do negócio visando atender apenas os interesses dos acionistas tornou-se insuficiente, sendo necessária à incorporação de objetivos sociais no plano de negócios, como forma de integrar as companhias à sociedade (Deegan, 2019).

Em continua, nos séculos seguintes, o desenvolvimento das tecnologias digitais mudou a forma como as pessoas e as empresas interagem umas com as outras (Ding *et al.*, 2020). A interação entre pessoas no ambiente online acaba estabelecendo regras para o contrato social



com mais frequência do que a própria lei aplicável e, geralmente, com muito mais eficácia (Esquerda & Teres, 2021).

O desenvolvimento da comunicação de RSC não é incentivado apenas pelas expectativas dos cidadãos de estarem mais informados sobre as atividades das empresas, mas também pela necessidade de equilibrar os interesses dos diferentes *stakeholders* (Ding et al., 2020). Uma dessas partes interessadas que ganhou força com a revolução da internet foram os movimentos sociais, que têm um potencial de influenciar a comunidade empresarial em vários níveis (Liu et al., 2020). Os movimentos sociais, juntamente com os interesses mais amplos da sociedade civil e da comunidade que representam, constituem claramente um elemento importante e cada vez mais influente do ambiente institucional (Capriotti, 2017). Além de aceitar a ascensão do poder de tais atores que conglomeram principalmente grupos de consumidores, ambientalistas e cidadãos, o mundo corporativo também precisa aceitar uma abordagem mais colaborativa de interação baseada na troca de opiniões e na informação mútua (Capriotti, 2017).

O século XXI, pressupõe que a governança corporativa precisa se adaptar a uma comunicação socioresponsável que não sirva apenas para informar, mas também para envolver e deliberar entendimentos comuns sobre os fatos relacionados à RSC e sua implementação (Beaufort et al., 2017). Assim, é fundamental que se aceite a importância da comunicação como um processo que contribui para equilibrar diferentes interesses e alcançar um entendimento mútuo sobre a relevância e aplicação de certas normas e direções relacionadas à RSC (Capriotti, 2017).

Esquerda e Teres (2021) sugerem que, decorrente da pandemia de Covid-19, é imperativo um estudo aprofundado sobre um novo contrato social implícito entre as corporações e a sociedade, sendo necessário questionar se esse caráter implícito ainda é válido para a nossa comunidade atual e, sobretudo, se é útil para enfrentar os desafios futuros. Os valores profissionais exigidos, decorrentes da mudança social foram redefinidos pelo compromisso social, afetividade, empatia, compromisso com a saúde pública, compromisso com o meio ambiente, avanços da ciência, transferência de conhecimentos, habilidades e atitudes (Esquerda & Teres, 2021). Os negócios assumem o papel de contribuir para o “florescimento humano” em vez de “mero consumismo” (Sama *et al.*, 2022).

Os veículos de imprensa tiveram um papel importante em dar visibilidade às iniciativas da sociedade civil organizada durante a pandemia, o que serviu para retroalimentar o fluxo de doações (Polaz, 2021). Se faz relevante estudar a continuidade do contrato social através da comunicação online, onde as empresas alcançam cada vez públicos mais amplos. E como o conteúdo socioresponsável direcionado às partes interessadas certas também pode se traduzir em benefícios para retorno maior de ações reputação da empresa, imagem de marca, fidelidade do cliente e confiança do investidor, entre outros benefícios (Sama *et al.*, 2022).

Acredita-se que esta pesquisa - que tem como objetivo geral investigar se durante os dois primeiros anos da pandemia de Covid-19, as empresas doadoras obtiveram um valor de mercado maior do que as empresas não doadoras - tem como aliada a teoria dos contratos; pois, conforme discutido anteriormente, períodos de crise são uma oportunidade para as organizações demonstrarem através de ações que o contrato social segue vigente e ativo.

Deegan (2019) relembra o caráter dinâmico da legitimidade, onde uma organização pode não ser considerada legítima por vários motivos, entre eles, as mudanças de expectativas dos conceitos da sociedade. À luz da teoria da legitimidade, os gestores têm o papel fundamental em perceber como a sociedade vê a organização (Deegan, 2019). Espera-se que esta pesquisa contribua para o estudo e esclarecimento das novas formas do contrato social



formadas durante e após a pandemia, tendo como mediadora a percepção corporativa e social sobre as doações corporativas no período.

2.1. TEORIA INSTITUCIONAL

A teoria institucional examina as formas organizacionais e busca explicar os motivos as características homogêneas em organizações que operam no mesmo mercado, postulando que o contexto social em que as empresas operam é fortemente influenciado por processos sociais, normas e expectativas, que exercem pressão no sentido de conformidade (Akbar & Deegan, 2021). Essa teoria tem sido usada para explicar como as mudanças e as pressões que emanam de fatores sociais, políticos e econômicos influenciam as estratégias e a tomada de decisões das empresas em relação à legitimação de suas práticas da perspectiva de seus *stakeholders* (Andrew & Baker, 2020).

Os elementos de pressão e influência institucional da RSC podem estar ancorados em regulamentações (o que o governo espera), valores corporativos e institucionais (interesses dos acionistas, gerentes e funcionários), autorregulação da indústria (estar em conformidade com as expectativas do setor) e o discurso público (o que a sociedade espera) (Akbar & Deegan, 2021).

As pesquisas em teoria institucional tentaram resumir esse caráter solidário em três pontos: isomorfismo institucional, legitimidade organizacional e pilares institucionais (Akbar & Deegan, 2021). O isomorfismo institucional, diz respeito a pressões de forças econômicas e institucionais que exigem que as empresas se adaptem estrategicamente a diferentes contextos institucionais e reflitam as mudanças mundiais nas práticas de RSC (Kim et al., 2013). Essas coações seriam pressões regulatórias suaves ou fortes sobre o comportamento da empresa, como os programas internacionais de padronização (Akbar & Deegan, 2021), a exemplo da Global Reporting Initiative (GRI) (Kim et al., 2013).

Como parte integrante da teoria institucional, a legitimidade organizacional é amplamente definida como uma percepção generalizada ou suposição de que as ações de uma entidade são desejáveis, adequadas ou apropriadas dentro de algum sistema socialmente construído de normas, valores, crenças e definições (Suchman, 1995). A ideia de legitimidade está relacionada ao conceito do contrato social. Especificamente, a sobrevivência de uma organização está ameaçada se a sociedade percebe a violação desse contrato (Deegan, 2019). Essa ideia fica evidenciada quando os consumidores reduzem a demanda por produtos ou negócios da organização (Deegan, 2019).

Quando se trata dos pilares institucionais, a teoria institucional sugere três influências: as reguladoras, as normativas e as cognitivas (Kim et al., 2013). O componente regulador enfatiza os aspectos que disciplinam as instituições, como as regras básicas da sociedade, incluído regras formais, como as leis; e as regras informais, como normas de comportamento (Kim et al., 2013). De forma similar, o componente normativo aborda as ações e convenções que são legítimas para as pessoas, sendo aquilo que elas esperam e consideram apropriado e moralmente correto (Flammer, 2013). E por fim, o componente cognitivo reflete o conhecimento social compartilhado daquilo que as pessoas consideram natural com base em suas culturas organizacionais; representando, em suma, as regras sociais que influenciam o comportamento organizacional interno (Deegan, 2019).

Com base nos pilares institucionais, o estudo das regras sociais implícitas demonstra que o bem-estar de clientes e funcionários é necessário para que uma empresa se mantenha em operação. Como o COVID-19 se tornou uma preocupação global que afetou a vida de todos, a



importação da legitimação por parte da comunidade se torna significativamente maior nesse contexto (He & Harris, 2020). É esperado que a preocupação com a saúde da comunidade afete diretamente as operações financeiras das empresas, através do compromisso com as ações anti-crise que atrairão significativa atenção da mídia; e serão capazes de gerar uma imagem pública boa, reforçando a confiança dos potenciais investidores (Flammer, 2013).

Em 2020, a realidade que se descortinou, dentro da pandemia e nos meses que se seguiram, exigiu um posicionamento proativo por parte das empresas, tanto na exigência de uma atuação ética como no que se refere às ações filantrópicas (Jaén *et al*, 2020). Nesse contexto, conceitos como função social e responsabilidade social corporativa vêm à tona e propõem à sociedade o questionamento acerca do papel que a empresa exerce na sociedade (Qiu *et al.*, 2021). Por conseguinte, a demanda por valores sociais na atividade empresarial tem crescido consideravelmente, e a pauta tem se apresentado cada vez mais relevante. Dessa forma, é válido lembrar que, conforme Gray *et al* (1996) e Deegan (2019) é a sociedade “quem legitima a empresa a existir”.

Durante a pandemia, para suprir a insuficiência dos poderes públicos na oferta de máscaras, presenciou-se a proliferação de atitudes e invenções solidárias, com produções alternativas por parte de empresas reconvertidas, confecção artesanal ou doméstica; também notou-se a união de produtores locais, entregas gratuitas em domicílio, ajuda entre vizinhos, fornecimento de refeições gratuitas ao sem-teto, guarda de crianças, contatos mantidos nas piores condições entre professores e alunos (Qiu *et al.*, 2021).

Em resumo, a teoria institucional é largamente adotada como base para estudos empíricos e tem sido explorada sob as vertentes política, econômica e sociológica, oferecendo subsídios para o entendimento de fenômenos e mudanças sociais. Supõe-se válido que a teoria institucional sirva como base para entender os fenômenos corporativos e sociais ocasionados pela Covid-19, tendo em vista as características da doença, a disseminação mundial e a duração.

Assim como, os engajamentos sociais corporativos também estão enraizados na teoria institucional, pois as empresas são capazes de se alinhar e buscar um comportamento isomórfico à medida que outras empresas tornam a responsabilidade social uma estratégia. Seguindo esse raciocínio, é ávido para este estudo, analisar as estratégias sociais corporativas ocorridas durante o surto de covid-19 à luz da teoria institucional, pois essa pode auxiliar na compreensão do comportamento das organizações diante de uma situação de crise, como é o caso de uma pandemia.

2.3 ESTUDOS ANTERIORES

A relação entre RSC e a pandemia de Covid-19 tem sido estudada ao redor do mundo, com diversas pesquisas direcionadas a entender como a responsabilidade social imunizou estas empresas de sofrerem um choque ainda maior em suas ações (Demers *et al.*, 2021). Entretanto, pouca atenção tem sido dada a estudar o anúncio das doações durante o período e se eles trazem retornos positivos. Qiu *et al* (2021) estudaram doações feitas por empresas de hospitalidade durante a pandemia de COVID-19 e descobriu que o efeito positivo do RSC nos retornos das ações ocorre em cinco dias e pode durar até 50 dias. Além disso, a atenção das partes interessadas às empresas aumenta significativamente depois dos anúncios, juntamente com retornos anormais positivos das ações.

No entanto, embora haja evidências consideráveis de que a filantropia corporativa leva a reações positivas dos *stakeholders* (Li *et al.*, 2021), poucos estudos testam essas relações empiricamente. Um dos maiores obstáculos a essas pesquisas, conforme observado por Patten



(2008), é que as empresas não são obrigadas a relatar publicamente suas contribuições de caridade. E apesar de que algumas empresas optem por destacar suas atividades filantrópicas por meio de comunicados à imprensa, divulgações de relatórios anuais e outros meios, ainda há poucos estudos publicados que examinem se os anúncios de doações corporativas de caridade impactam os retornos das ações (Qiu *et al.*, 2021). Com vistas a demonstrar a divergência em estudos anteriores, utilizou-se o quadro I para exemplificar alguns dos principais estudos sobre o assunto:

Quadro 1 – Principais Estudos Anteriores

Evento	Pesquisa	Descoberta	Autores
Crise Financeira global de 2008	Investigaram se durante a crise financeira de 2008–2009, as empresas com alto capital social, medido pela intensidade da responsabilidade social corporativa, tiveram retornos de ações mais elevados do que as empresas com baixo capital social.	As empresas estudadas obtiveram de quatro a sete pontos percentuais a mais do que empresas com baixo capital social. Assim como, tiveram maior lucratividade, crescimento e vendas por funcionário em relação às empresas com baixa RSC.	(Lins <i>et al.</i> , 2017)
Terremoto de Wenchuan (2008)	Investigaram se as empresas sob alta pressão institucional doam mais em situações de calamidade do que as empresas sob baixa pressão institucional.	A pesquisa descobriu que grandes empresas e empresas que têm laços políticos doam muito mais nestas situações do que empresas menores e empresas que não têm laços políticos.	(Gao, 2011)
	Estudaram as reações do mercado às doações filantrópicas corporativas em resposta ao terremoto de Wenchuan	Os resultados indicaram um aumento anormal cumulativo significativo e positivo de sete dias nos preços das ações das empresas que fizeram doações em comparação com aquelas que não fizeram doações.	(Song <i>et al.</i> , 2012)
	Examinou o impacto da conexão política nas doações de empresas de controle familiar em relação ao terremoto de Wenchuan de 2008 na China e as reações dos preços das ações a essas atividades usando 542 empresas chinesas.	Descobriu-se que as empresas com conexão política são mais propensas a doar. No entanto, os resultados da indicaram que, embora as empresas familiares com conexão política sejam mais propensas a doar, suas atividades não geram tanto efeito positivo no preço das ações quanto suas contrapartes sem conexão política.	(Zhang <i>et al.</i> , 2012)
	Estudaram 454 empresas chinesas de capital aberto que doaram durante os esforços de socorro às vítimas do terremoto de Wenchuan em 2008;	Os ativos totais da empresa, o grau de contato com os clientes, as percepções dos <i>stakeholders</i> , a cobertura da mídia e até o tempo que os altos executivos ocupam seus cargos podem influenciar o nível da ajuda que as empresas fornecem.	(Zhao <i>et al.</i> , 2015)
	Investigou como as características dos diretores executivos (CEOs) afetaram as estratégias de doações corporativas no mercado chinês em resposta ao terremoto de Wenchuan de 2008.	Há relações entre as características dos CEOs (por exemplo, mandato, educação, conexão política, status de celebridade) e diferentes aspectos estratégicos das doações: incluindo o valor da doação, tempestividade e divulgação.	(Wei <i>et al.</i> , 2018)



Pandemia de Covid-19 em 2020	Estudaram o movimento do preço das ações de empresas de hospitalidade após a adoção da atividade de RSC durante a crise do Covid-19	O envolvimento em atividades de RSC das empresas de hospitalidade pode aumentar os retornos das ações e a atenção das partes interessadas das empresas de hospitalidade durante a pandemia.	(Qiu <i>et al.</i> , 2021)
	Testou se o desempenho <i>ESG</i> recorrente foi um fator de resiliência do preço das ações durante a pandemia de COVID-19.	A <i>ESG</i> não foi uma "vacina de capital" contra a queda dos preços das ações no período da crise.	(Demers <i>et al.</i> , 2021)
	Examinou a relação entre ações de responsabilidade social corporativa e retornos do mercado de ações durante a pandemia de COVID-19 e a recuperação das empresas no período após o pico.	A ações de RSC durante a pandemia não tiveram um efeito significativo nos retornos das ações, e nem demonstrou efeitos na recuperação dos setores	(Bae <i>et al.</i> , 2021)
	Estudaram o impacto do envolvimento da responsabilidade social corporativa das empresas chinesas nos retornos de suas ações durante a crise do COVID-19.	As empresas com mais engajamento de RSC pré-crise têm piores retornos de ações no período de crise. O efeito é maior para empresas com mais problemas de agência, menos acesso a financiamento externo ou piores condições financeiras pré-crise. As empresas com mais engajamento de RSC pré-crise também apresentam desempenho operacional pós-crise pior.	(Yi <i>et al.</i> , 2022)

Fonte: Elaborada pelos autores (2023)

Os resultados dos principais estudos indicam, em geral, que o mercado reage aos comunicados de imprensa anunciando doações em momentos de crise, indicando retornos anormais cumulativo estatisticamente significativo e positivos (Lins *et al.*, 2017; Qiu *et al.*, 2021; Song *et al.*, 2012). Assim como, há um destaque considerável das variáveis financeiras das empresas que fizeram doações em comparação com aquelas que não fizeram doações em momentos de calamidade.

No entanto, é válido destacar que no estudo de YI *et al* (2022) houve uma relação significativamente negativa entre as empresas com pontuações altas de RSC e o desempenho financeiro durante a crise do COVID-19, existindo evidências de que a pandemia levou à respostas diferentes das empresas, o que não deixou claro a existência de um comportamento homogêneo dos investidores ao dar ou não credibilidade as atividades de RSC. Assim, o efeito da responsabilidade social no valor de mercado durante a pandemia é uma questão empírica onde ainda há uma lacuna importante a ser preenchida pelos mais diversos ângulos e variáveis.

As diferenças de resultados encontradas no contexto da pandemia é um dos propulsores desta pesquisa, como por exemplo, nos achados de Demers *et al* (2021), a responsabilidade social não foi uma "vacina de capital" contra a queda dos preços das. Em vez disso, indicadores baseados em liquidez, desempenho financeiro, gestão da cadeia de suprimentos e ativos intangíveis desenvolvidos internamente, foram os principais determinantes da resiliência de uma empresa durante os períodos de crise.

Da mesma forma, Bae *et al* (2021) examinaram a relação entre ações de responsabilidade social corporativa e retornos do mercado de ações durante a pandemia e a influência dessas ações no período de recuperação após o pico de quebra financeira, não



encontrando evidências de que a RSC foi influente nos retornos das ações. Concluindo também que a RSC pré-crise não foi eficaz em proteger a riqueza dos acionistas dos efeitos adversos da pandemia. Em divergência, Qiu *et al* (2021), Zhang e Zhang (2021) descobriram que os comunicados à imprensa sobre RSC durante a pandemia reduziram a persistência da volatilidade, a iliquidez das ações e retornaram efeitos positivos nas ações em até 5 dias após o anúncio.

Com o objetivo de contribuir para elucidar os efeitos da divergência literária sobre retornos financeiros para empresas socialmente responsáveis na pandemia, formula-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H₁: *Ceteris paribus*, durante os dois primeiros anos da pandemia de Covid-19, as empresas doadoras obtiveram um valor de mercado maior do que as empresas não doadoras.

Esses estudos conflitantes deixam espaço para os pesquisadores reexaminarem se a RSC é capaz de proteger o valor da empresa, principalmente em uma situação de caráter similar como pandemias e desastres.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O objetivo geral dessa pesquisa é investigar se, durante os dois primeiros anos da pandemia de Covid-19, as empresas doadoras obtiveram um valor de mercado e um crescimento maior do que as empresas não doadoras, definiu-se como população deste estudo as companhias abertas listadas na Bolsa de Valores Brasileira. Como o problema de pesquisa envolve a o período pandêmico, o tempo de coleta foi restringindo a dados trimestrais de 2018 a 2021. Mais especificamente, dois anos antes da pandemia (2018 e 2019), e dois anos de dados disponíveis durante a pandemia (2020 e 2021). Dessa forma, considerando o total de empresas que divulgaram seus relatórios financeiros para o órgão regulador competente, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), tal como os anos em que tais informações estão disponíveis no site da B3 tem-se como população o total de 492 empresas, configurando-se num intervalo de tempo de quatro anos.

Dessas empresas, 161 tiveram que ser removidas devido à ausência de informação, inviabilizando a coleta dos indicadores financeiros e de mercado. Sendo assim, obteve-se ao final uma amostra total de 289 organizações. A separação da amostra entre o grupo de tratamento e controle foi construída a partir da análise detalhada dos demonstrativos financeiros e notas explicativas disponíveis no site da BMF&FBOVESPA, em busca de menções a doações. As empresas que citaram terem realizado doações no período pré-pandêmico e durante a pandemia foram alocadas para o grupo de tratamento, sendo ao todo 128; as demais, foram alocadas para o grupo de controle: 161 empresas. Ressalta-se que a base de dados foi coletada do *software* Economática, que fornece valores da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da BOVESPA. O painel balanceado foi composto de 4.624 observações, com média de 16 observações para cada empresa entre os trimestres de 2018 a 2021.

3.3. DESCRIÇÃO DO MODELO ECONOMETRICO

O método adotado na presente pesquisa para se alcançar os objetivos propostos é conhecido como “diferenças em diferenças” Também conhecido como DD ou Dif em Dif, é



amplamente aplicado para pesquisas cujos dados provêm de algum experimento natural (ou quase-experimento) (Carvalho et al., 2018).

Para Carvalho *et al* (2018) esse método é baseado no cálculo de uma dupla subtração: a primeira se refere à diferença das médias da variável de resultado entre os períodos anterior e posterior ao programa, para o grupo de tratamento e para o de controle, e a segunda se refere à diferença da primeira diferença calculada entre esses dois grupos. De forma geral, o método consiste na comparação da diferença de resultados antes e após a intervenção para o grupo afetado com a diferença, e antes e após a intervenção para o grupo não afetado/controle. Essa técnica de análise permite isolar o efeito de interesse, que neste estudo consiste nas empresas que fizeram doações para mitigar os impactos da Covid-19 com os dados disponíveis de 2020 e 2021, possibilitando a comparação com o grupo de controle formado pelas empresas que não realizaram doações. Para atender ao propósito, foram selecionadas as seguintes variáveis de controle, conforme o quadro 3, onde adicionalmente há a especificação das variáveis dependentes também:

Quadro 2 - Descrição das variáveis

Nome	Descrição	Definição Operacional	Observação	Referência
Valor_Mercado	Valor pelo qual uma empresa poderia ser liquidada em um dado momento	O número de ações emitidas multiplicado pelo preço das ações	Variável Dependente	(Ni & Zhang, 2019; Yi et al., 2022)
Retorno_Ações	A cotação média das ações no trimestre	Varição percentual entre o preço do último negócio e o fechamento do pregão anterior	Variável Dependente de robustez	(Shakil, 2021)
¹ Tratamento	<i>Dummy</i> com empresas que doaram e que não doaram	Dummy com o n° 1 indicando que a empresa relatou doações; 0 para empresas que não relataram doações e se encaixam no grupo de controle	<i>Estimador inerente ao modelo</i>	(Ni & Zhang, 2019; Yi et al., 2022)
¹ Pandemia	<i>Dummy</i> de tempo	Dummy com o n° 0 indicando se o período é pré-pandemia (2018-2019); e 1 para o período durante a pandemia (2020 e 2021);	<i>Estimador inerente ao modelo</i>	(Ni & Zhang, 2019; Yi et al., 2022)
¹ Tratamento#Pandemia	Dummy de interação	O efeito do grupo de tratamento quando há o período 'pandemia'.	<i>Estimador inerente ao modelo</i>	(Ni & Zhang, 2019; Yi et al., 2022)
² Indice_transp	Índice de transparência quanto a doação	Índice indicando o n° 0 para o relatório financeiro trimestral com a ausência de doação; 1 para relatórios com doação, sem indicação de valores; e 2 para doação com indicação de valores.	Variável de Controle	Elaborada Pelos autores (2023)
² Tipo_doação	Diferença entre o tipo de doação	<i>Dummies</i> separadas por tipo de doação. Sendo 1 para Doação em dinheiro, doação de outros (comida, equipamento etc...), doação de dinheiro + outros; e 0 para a não existência de doação.	Variável de Controle	Elaborada Pelos autores (2023)



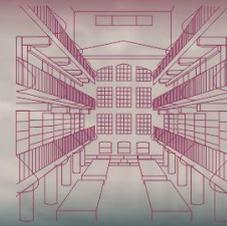
Nome	Descrição	Definição Operacional	Observação	Referência
Z-Score	Risco de Falência de Altman (1968). Obs.: Quanto menor a pontuação do Z-Score de Altman, maiores são as chances de uma empresa apresentar um quadro de dificuldades financeiras.	$^{(1)}Z\text{-SCORE} = 1,2 + \left(\frac{\text{CAPITAL CIRCULANTE}}{\text{ATIVO}} \right) + 1,4 \left(\frac{\text{LUCROS RETIDOS}}{\text{ATIVO}} \right) + 3,3 \left(\frac{\text{EBIT}}{\text{ATIVO}} \right) + 0,6 \left(\frac{\text{VALOR DE MERCADO}}{\text{PASSIVO}} \right) + 1 \left(\frac{\text{RECEITA}}{\text{ATIVO}} \right)$	Variável de Controle	(Huang et al., 2020)
ROA	Retorno sobre o Ativo	Lucro Operacional (antes Desp. Financeiras) dividido pelo Ativo total	Variável de Controle	(Huang et al., 2020)
Size	Tamanho da Empresa	Logaritmo natural do Ativo total	Variável de Controle	(Qiu et al., 2021)
Leverage	Endividamento da Empresa	Passivo Total dividido pelo PL	Variável de Controle	(Qiu et al., 2021; Shakil, 2021)
Dividendos	Os dividendos pagos pela empresa	Dividendos pagos divididos pelo total de ações	Variável de Controle	(Ni & Zhang, 2019)
Market to Book	Índice de Mercado	Valor de mercado dividido pelo valor contábil	Variável de Controle	(Shakil, 2021)
Liquidity	Liquidez da Empresa	Ativo Circulante dividido pelo Passivo Circulante	Variável de Controle	(Ni & Zhang, 2019)
CCE	Índice de Caixa	Caixa e equivalentes de caixa sobre o ativo total	Variável de Controle	(Ni & Zhang, 2019)

Fonte: Dados da Pesquisa. Elaborada pelos autores (2023).

¹O estimador de diferenças-em-diferenças requer primeiro: Uma *dummy* que diferencie o grupo dos tratados e controles; em segundo, uma *dummy* que as particione em pelo menos, dois períodos de tempo – antes e depois do programa. A principal hipótese requerida pelo modelo é que a trajetória dos resultados entre tratados e controles evolua paralelamente antes do tratamento. Assim, qualquer efeito do tratamento seria capturado pela diferença da diferença dos resultados antes e após o tratamento. Denotando t=1 como o período posterior ao programa e t=0 como o anterior; formalizando o estimador de diferenças-em-diferenças.

²Variáveis de elaboração própria.

O modelo principal do método de diferenças-em-diferenças através das regressões é representado por:



$$Valor_Mercado = B_0 + B_1 Tratamento * Pandemia_{i,t} + \varphi Controle_{i,t} + Empresa_i + Ano_i + \epsilon_{i,t}$$

$$Ret = B_0 + B_1 Tratamento * Pandemia_{i,t} + \varphi Controle_{i,t} + Empresa_{i,t} + Ano_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$Empresa_i$ e Ano_i são controles de efeito fixo; i e t fixam a empresa e o ano. $Tratamento * Pandemia$ é variável de interação do grupo de tratamento quando aplicado o ‘efeito pandemia’, sendo essa variável explicativa de interesse principal. Enquanto $Controle$ representa o grupo de variáveis: *Índice de transparência, Tipo de doação, Z-Score, ROA, Size, Leverage, Dividendos, Market to Book, Liquidity, CCE*.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1. VALIDAÇÃO DO MODELO

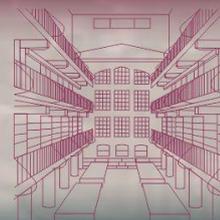
Na validação do modelo de regressão linear, notou-se que durante a análise multicolinearidade, as variáveis mais influentes no modelo foram INDICE_TRANSP, DOA_DINHE, DOA_DINHE_OUTROS. Com essa observação, realizou-se um teste por amostragem, retirando as três variáveis individualmente e observando seus efeitos.

Todas as três variáveis, fora do modelo, individualmente, retornaram resultados positivos quanto à ausência da inflação da variância. Dessa forma, optou-se por retirar a variável DOA_DINHE_OUTROS por considerar que a variável DOA_DINHEIRO e a variável DOA_OUTROS são capazes, sozinhas, de responder se o nível de transparência no relatório de doação é positivamente proporcional ao crescimento nas tendências de pesquisa. Notou-se, após a retirada da variável, que não havia mais inconstâncias na variância.

Quanto as hipóteses de normalidade, homoscedasticidade e o de ausência de auto correlação, rejeitou-se a hipótese nula de que os seus parâmetros não afetam o modelo, dessa forma optou-se pela correção dos pressupostos não atendidos.

Considera-se para minimização dos problemas apresentados, a execução de duas regressões robustas. O primeiro modelo robusto a ser utilizado é o método dos mínimos quadrados robustos de Huber-White (White's heteroscedastic-consistent standard errors) que corrige para heterocedasticidade. O procedimento é baseado no trabalho de White (1980) que segue o trabalho de Huber (1967), sendo aplicado para que os erros padrão de uma OLS sejam corrigidos na presença de heterocedasticidade, quando sua forma não é conhecida e não se pode precisar o valor dos pesos das observações.

Para teste de robustez, optou-se por utilizar um modelo de regressão extra chamado de M de Hubber de máxima verossimilhança, que serve para a correção da ausência de distribuição normal e corrige para a presença de outliers (Huber, 1996). Sendo o objetivo do método reduzir a influência de pontos discrepantes que afetam a qualidade da estimação dos parâmetros do modelo de regressão (Huber, 1996). Em complemento, optou-se pela linearização da variável Valor de Mercado, transformado a mesma em *logaritmo*. Acredita-se que as soluções propostas em conjunto sejam úteis para controlar os efeitos de forma confiável e robusta na análise das diferenças em diferenças.



4.3. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.3.1. ANÁLISE DESCRITIVA

Na Tabela 1 são apresentadas as estatísticas descritivas das 289 companhias que compuseram a amostra. O objetivo desta análise é inferir sobre as principais medidas de tendência central e dispersão quanto a situação de seus valores de mercado, retorno de ações, sobre a visibilidade da empresa e demais variáveis financeiras.

Tabela 1 - Análise Descritiva

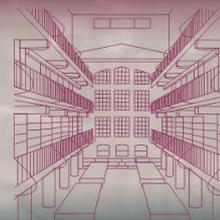
Variável	Obs	Média	Desvio-P.	Min	Max
Vmercado	4.624	15.246.170	46.870.295	1.146,08	634.000.000
Ret	4.624	0	0	-0,011	0,012
Logsize	4.624	15,35	1,942	9,056	20,91
Roa	4.624	1,051	25,878	-1.459,89	380,84
Liquidez	4.624	2,244	3,967	0	113,47
Ebit	4624	1.408.449,4	8.525.533,8	-54.121.317	219.500.000
Logstkhhd	4624	11,86	2,057	4,91	16,57
Divac	4624	0,27	1,28	0	35,43
Leverage	4624	1,95	16,72	-241,13	492,18
Market to book	4624	2,25	9,39	-166,22	367,03
Z_score	4624	2,69	12,71	-68,47	298,65
CCE	4624	0,078	0,094	0	0,99
DOA DINHE	4624	0,095	0,294	0	1
DOA OUTROS	4624	0,08	0,272	0	1
DOA DINHE OUTROS	4624	0,086	0,281	0	1

Fonte: Dados da Pesquisa. Elaborada pelos autores (2023).

Na tabela 1, tem-se a análise resumida dos dados que demonstra o valor mínimo e máximo de cada variável, bem como a média e o desvio padrão. Apesar de demonstrarem os dados em forma bruta, é possível tomar algumas notas sobre as variáveis da pesquisa, que demonstram a diversidade entre as empresas estudadas. O valor de mercado da amostra variou entre R\$ 1.146,08 a R\$ 634.000.000. Segundo Niyama (2014), o Valor de Mercado é a quantia estimada, sob a ótica de mercado ativo e organizado, pela qual se espera trocar um ativo na data da avaliação. Na linguagem mercadológica, é o quanto uma empresa está valendo para o mercado, conforme a lei de oferta e demanda com base na razão entre número de ações emitidas e o preço das ações.

4.3.1. ANÁLISE ECONOMETRICA

No modelo de regressão 1, o método a ser utilizado para validação é o Modelo de método dos mínimos quadrados robustos de Huber-White onde o *Log* do Valor de Mercado e a variável financeira alternativa (*Ret*) são regredidas para as três variáveis principais de interesse: *Tratamento*, *Pandemia*, *Tratamento#Pandemia* - que representam respectivamente o ‘grupo

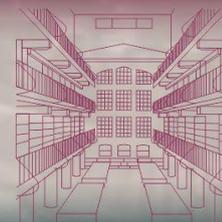


de empresas que realizaram doações’, ‘o efeito pandemia isolado’ e o ‘efeito do grupo de tratamento e de controle quando aplicado o efeito pandemia’. Regride-se também para demais variáveis financeiras de controle.

No modelo de regressão 2, para confirmação de robustez e confiabilidade do modelo, regride-se as variáveis por meio do método M de Hubber de máxima verossimilhança. Os resultados podem ser encontrados na tabela 7:

Tabela 2 - Regressão variáveis de mercado e financeiras

Regressão	(1) – Regressão de validação do modelo		(2) – Regressão de robustez	
Modelo	Modelo Huber-White		Modelo de M de Hubber	
Variáveis	Logvmercado	Ret	Logvmercado	Ret
<i>Tratamento</i>	0,180*** (0,0439)	-0,000529** (0,000236)	0,0649*** (0,0170)	0,00000344 (0,000678)
<i>Pandemia</i>	0,00534 (0,0401)	-0,000742** (0,0000302)	-0,0183 (0,0162)	-0,0000134** (0,000654)
<i>Tratamento#Pandemia</i>	-0,127** (0,0522)	0,000773*** (0,000298)	0,00349 (0,0235)	-0,0000088 (0,0000937)
Logsize	0,649*** (0,0201)	-0,0000113 (0,000011)	0,952*** (0,00661)	0,00000284 (0,00264)
Roa	0,0164*** (0,00357)	-0,00000104* (0,000608)	0,00515*** (0,000850)	-0,0000255 (0,0000376)
Liquidez	0,0206*** (0,00599)	0,000802** (0,000381)	0,0340*** (0,00197)	0,000546*** (0,0000107)
Ebit	0,0000296*** (0,0000813)	0 (0)	-0,0000295 (0,000491)	0 (0)
Logstkhd	0,291*** (0,0198)	0,00000718 (0,000741)	0,0467*** (0,00620)	-0,000000308 (0,0000245)
Divac	0,00635 (0,0146)	0,0000022 (0,0000134)	0,0365*** (0,00351)	0,0000247* (0,000014)
Leverage	-0,0290*** (0,00628)	0,00000931 (0,0000015)	-0,272*** (0,000702)	0,0000516** (0,000213)
Market_to_book	0,131*** (0,0148)	-0,0000859 (0,000106)	0,399*** (0,00197)	-0,00000108 (0,000000755)
Cce	1,007*** (0,169)	-0,000165 (0,000122)	0,431*** (0,0738)	0,00000388 (0,000299)
Z_score	-0,0000112 (0,0000798)	-0 (0)	0,000613*** (0,0000168)	-0 (0)
Indice_transparência	0,0988*** (0,0236)	0,0000035* (0,00000202)	0,0627*** (0,0138)	0,0000582 (0,00000544)
Doa_dinhe	-0,0565 (0,0414)	0,0000175 (0,000554)	-0,111*** (0,0250)	-0,0000000496 (0,0000988)



Doa_dinhe_outras	-0,201*** (0,0463)	0,0000014 (0,00000367)	-0,217*** (0,0257)	-0,000000129 (0,00000101)
Constant	0,971*** (0,167)	0,000143 (0,000116)	-0,726*** (0,0609)	0,000000031 (0,00000248)
Observations	2,337	2,337	2,337	2,337
R-squared	0,887	0,011	0,990	0,029

Erro padrão em parênteses

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

Fonte: Dados da Pesquisa. Elaborada pelos autores (2023).

Os resultados positivos para a variável *Tratamento#Pandemia* em *Ret* se aproximam dos achados de Patten (2008), Song *et al* (2012), Lins *et al* (2017) e Qiu *et al* (2021). Patten (2008) investigou a reação do mercado aos comunicados de imprensa de 79 empresas anunciando doações para o socorro após o tsunami de 2004, onde os resultados indicaram um retorno anormal cumulativo estatisticamente significativo e positivo dentro de cinco dias após o desastre. Os achados da presente pesquisa reforçam que as doações trazem um retorno de ações imediato em períodos de calamidade logo após o anúncio de doações.

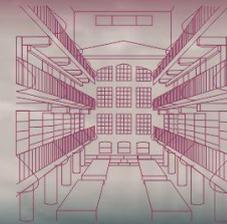
Em contraste, os resultados negativos encontrados para a variável *Tratamento#Pandemia* em *Valor de Mercado* são consistentes com os resultados que reforçam que os efeitos financeiros associados as pontuações de RSC duram poucos dias, não se mantendo a longo prazo em períodos de calamidade (Patten, 2008; Qiu *et al.*, 2021) - sendo a pandemia de covid-19 um agravante ainda maior desse efeito (Yi *et al.*, 2022).

Patten (2008) e Qiu *et al* (2021) encontraram apenas uma média de 5 dias pós doações no retorno das ações. Na pandemia, nos achados de Yi *et al* (2022), houve uma relação significativamente negativa entre as empresas com pontuações altas de RSC e o desempenho financeiro durante a crise do COVID-19. Quando a pandemia do COVID-19 estourou inesperadamente, os superinvestimentos colocaram as empresas em situações financeiras desfavoráveis, o que impediu as operações das empresas durante a crise e no período de recuperação, o que pauta a dificuldade das pontuações em RSC em se destacarem a longo prazo no período (Yi *et al.*, 2022).

Bae *et al* (2021) e Demers *et al* (2021) encontraram evidências anedóticas que a pandemia levou a respostas diferentes das empresas, o que não deixou claro a existência de um comportamento homogêneo dos investidores ao dar ou não credibilidade às atividades de RSC. Assim, o efeito da responsabilidade social no valor de mercado durante a pandemia continua sendo uma questão empírica, que carece de mais variáveis. Em resumo, a pontuação de RSC não amorteceu os efeitos negativos a longo prazo durante a crise do covid-19 (Yi *et al.*, 2022).

Por outro lado, a variável de valor de mercado se mostrou positiva considerando o período completo (incluindo a não existência da pandemia). Esses achados validam os estudos sobre desempenho financeiro a longo prazo associado a pontuações de RSC quando se trata de períodos normais na economia. Consistentes com a teoria contratual, a forma como o público em geral enxerga a empresa foi capaz de influenciar as atitudes dos consumidores em relação às empresas e suas iniciativas sociais (Beaufort *et al.*, 2017).

Os resultados encontrados para a variável *Valor de Mercado* também foram positivos para a teoria institucional. De forma que os resultados encontrados, indicam que a filantropia corporativa impulsionada pelas doações ajuda as empresas a alcançarem a legitimidade pública. Os resultados positivos encontrados quando não há o efeito pandemia, indicam que a aceitação das partes interessadas não significa, por si só, ter uma influência direta nas variáveis



financeiras, mas sim de construção de capital social de reputação a longo prazo (Wang & Qian, 2011).

Considerando que para rejeitar, ou não, a hipótese de pesquisa, neste estudo deve-se considerar a variável de interação *Tratamento#Pandemia*, acredita-se que há razões para a rejeição de H_1 . A rejeição de H_1 para valor de mercado é consistente com os resultados que reforçam que os efeitos financeiros associados as pontuações de RSC duram poucos dias, não se mantendo a longo prazo em períodos de grave crise. Sendo a quebra financeira inigualável causada pela pandemia um agravante ainda maior desse efeito, conforme os achados de Yi *et al* (2022).

Bae *et al* (2021) e Demers *et al* (2021) encontraram evidências anedóticas que a pandemia de covid-19 levou a respostas diferentes das empresas, o que não deixou claro a existência de um comportamento homogêneo dos investidores ao dar ou não credibilidade as atividades de RSC. Os achados em geral, indicam uma tendência de que a filantropia corporativa, impulsionada pelas doações, em geral, ajudam as empresas a alcançarem a legitimidade pública, ter mais visibilidade e desempenho financeiro. No entanto, o efeito severo da pandemia de covid-19 não permitiu a absorção do retorno financeiro a longo prazo. Em resumo, a pontuação de RSC não amorteceu os efeitos negativos a longo prazo durante a crise do covid-19. Em resumo, a pontuação de RSC não amorteceu os efeitos negativos a longo prazo durante a crise do covid-19 (Yi *et al.*, 2022).

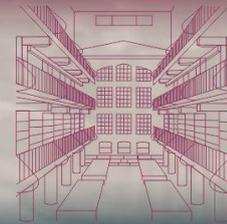
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo tomou como objetivo geral investigar se durante os dois primeiros anos da pandemia de Covid-19, as empresas doadoras obtiveram um valor de mercado maior do que as empresas não doadoras.

Inicialmente, a variável *Valor de Mercado* se mostrou negativa no período, sendo consistente com a literatura que reforça que os efeitos financeiros associados as pontuações de RSC duram poucos dias, não se mantendo a longo prazo em períodos de grave crise. Sendo a quebra financeira inigualável causada pela pandemia um agravante ainda maior desse efeito. Assim, tem-se suporte para rejeição de H_1 onde diz-se que: ***Ceteris paribus, durante os dois primeiros anos da pandemia de Covid-19, as empresas doadoras obtiveram um valor de mercado maior do que as empresas não doadoras.***

Por outro lado, a rejeição da hipótese principal não invalida a realização dos objetivos da pesquisa, uma vez que a variável de valor de mercado se mostrou positiva considerando o período completo (incluindo o período sem a pandemia). Isso valida estudos que relacionam a pontuação de RSC com o desempenho financeiro a longo prazo em períodos normais da economia. Esses estudos são apoiados pelas vertentes da teoria dos stakeholders, da responsabilidade social e da legitimidade, que defendem que o desempenho de RSC ajuda a maximizar a riqueza dos acionistas a longo prazo ao gerar capital reputacional. Além disso, é importante destacar que a variável de robustez para retornos de ações foi positiva para as empresas que anunciaram doações durante a pandemia, o que indica que as doações produzem efeitos, ainda que de curto prazo.

De maneira geral, os resultados apontam para uma tendência de que a filantropia corporativa, impulsionada pelas doações, ajuda as empresas a obterem legitimidade pública, aumentar sua visibilidade e melhorar seu desempenho financeiro. Além disso, o aumento das doações durante a pandemia reforça a teoria do isomorfismo mercadológico, que, de acordo com a teoria institucional, ocorre quando as empresas se alinham com as tendências sociais e adotam comportamentos socialmente desejáveis.



No entanto, em contraste, os resultados divergentes encontrados para as variáveis de valor de mercado e retorno de ações - quando aplicado o efeito pandemia – favorecem o crescimento dos retornos em ações em detrimento ao valor de mercado, o que é consistente com os resultados que reforçam que os efeitos financeiros associados as pontuações de RSC duram poucos dias, não se mantendo a longo prazo em períodos de calamidade, sendo a pandemia um possível agravante ainda maior dessa questão.

De forma geral, constatou-se que o impacto significativo da pandemia impediu a absorção do retorno financeiro e da visibilidade a longo prazo, o que corrobora com pesquisas que evidenciaram que a pandemia levou a diferentes respostas das empresas, não permitindo a identificação de um comportamento homogêneo dos investidores em relação à credibilidade das atividades de Responsabilidade Social Corporativa (RSC). Dessa forma, o efeito da RSC no valor de mercado durante a pandemia ainda é uma questão empírica que requer mais variáveis para análise. Em resumo, a pontuação da RSC não foi capaz de atenuar os efeitos negativos a longo prazo durante a crise da Covid-19.

Esta pesquisa contribui com a literatura ao expandir a literatura contábil discutindo temas como relatórios e novas formas de divulgação contábil, e a expansão da legislação e regulamentos para atender as doações e demais formas de responsabilidade social, com vistas a aumentar a transparência e fomentar uma cultura de doação de maneira que as empresas mantenham ativo o seu contrato social e beneficiem a sociedade.

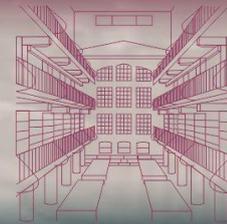
Menciona-se como limitação, primeiramente, a indisponibilidade de dados sobre doações, não existindo obrigação estrutural em relatórios financeiros e nem padronização; sendo a doação um mecanismo encontrado em notas explicativas, diversas empresas não relatam valores ou não especificam o tipo de doação. Segundo, até o fim da coleta de dados para a presente pesquisa (dezembro de 2022), a OMS não havia declarado o fim da pandemia, não permitindo uma análise do ‘pós-pandemia’, apenas dois anos após a declaração do estado de emergência (2020-2021). Terceiro, as medidas de pico da pandemia são enviesadas por terem acontecido de forma imprevisível e com oscilações no mesmo período, não permitindo para o modelo escolhido, o controle de todos os fatores econômicos e sociais que ocorreram no período. Quarto, visando uma análise exploratória das oscilações de mercado como um todo, este estudo não controlou as empresas por setor.

Sugere-se para futuras pesquisas, a utilização de novas variáveis capazes de controlar os diferentes picos da pandemia, tais como: o anúncio do *lockdown*, efeito vacina, efeito internação, anúncio de medidas econômicas adotadas pelo governo, entre outros. Assim como, propõe-se que a mesma pesquisa seja realizada controlando as empresas por setor de forma a analisar separadamente os seus efeitos.

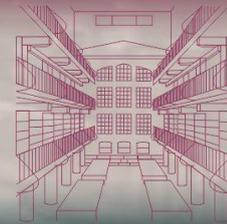
Em síntese, o objetivo do estudo e o problema de pesquisa foram atendidos, reforçando que a responsabilidade social e o anúncio de doações em geral de forma isolada trazem benefícios financeiros, mas não conseguindo provar esses efeitos durante a pandemia de maneira significativa. O resultado reforça a indicação de que a filantropia corporativa impulsionada pelas doações ajuda as empresas a alcançarem a legitimidade pública, que é obtida quando o público em geral, incluindo também acionistas e funcionários, aceita uma empresa como apropriada e correta em termos de normas sociais e leis existentes.

REFERÊNCIAS

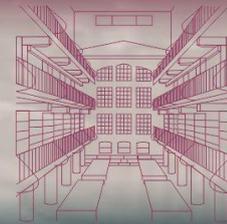
- Akbar, S., & Deegan, C. (2021). Analysis of corporate social disclosures of the apparel industry following crisis: an institutional approach. *Accounting and Finance*, 61(2), 3565–3600. <https://doi.org/10.1111/acfi.12712>



- Andrew, J., & Baker, M. (2020). Corporate Social Responsibility Reporting: The Last 40 Years and a Path to Sharing Future Insights. *Abacus*, 56(1), 35–65. <https://doi.org/10.1111/abac.12181>
- Bae, K.-H., El Ghouli, S., Gong, Z. (Jason), & Guedhami, O. (2021). Does CSR matter in times of crisis? Evidence from the COVID-19 pandemic. *Journal of Corporate Finance*, 67, 101876. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101876>
- Baker, H., Chang, M., & Ho, C. Y. (2021). Value of dividend signaling in uncertain times. *International Review of Finance*, 21(4), 1419–1440. <https://doi.org/10.1111/irfi.12334>
- Beaufort, M., Eberwein, T., & Seethaler, J. (2017). CSR and Political Communication. In *CSR, Sustainability, Ethics and Governance* (pp. 413–431). https://doi.org/10.1007/978-3-319-44700-1_23
- Belhassine, O., & Ben Bouzid, A. (2019). Further insights into the oil and equity market relationship. *Studies in Economics and Finance*, 36(2), 291–310. <https://doi.org/10.1108/SEF-12-2017-0349>
- Capriotti, P. (2017). *The World Wide Web and the Social Media as Tools of CSR Communication* (pp. 193–210). https://doi.org/10.1007/978-3-319-44700-1_11
- Carvalho, M. R., Rufino Gomes, D. F., & Oliveira, M. L. (2018). Avaliação Econômica de Projetos Sociais. *Revista Gestão & Políticas Públicas*, 6(1), 140–145. <https://doi.org/10.11606/issn.2237-1095.v6p140-145>
- Deegan, C. M. (2019). Legitimacy theory: Despite its enduring popularity and contribution, time is right for a necessary makeover. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 32(8), 2307–2329. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-08-2018-3638>
- Demers, E., Hendrikse, J., Joos, P., & Lev, B. (2021). ESG did not immunize stocks during the COVID-19 crisis, but investments in intangible assets did. *Journal of Business Finance and Accounting*, 48(3–4), 433–462. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12523>
- Ding, D., Guan, C., Chan, C. M. L., & Liu, W. (2020). Building stock market resilience through digital transformation: using Google trends to analyze the impact of COVID-19 pandemic. *Frontiers of Business Research in China*, 14(1), 21. <https://doi.org/10.1186/s11782-020-00089-z>
- Esquerda, M., & Teres, J. (2021). COVID-19 pandemic, professionalism, and the social contract. *Revista Clínica Española (English Edition)*, 221(8), 494–495. <https://doi.org/10.1016/j.rceng.2021.04.003>
- Flammer, C. (2013). Corporate social responsibility and shareholder reaction: The environmental awareness of investors. *Academy of Management Journal*, 56(3), 758–781. <https://doi.org/10.5465/amj.2011.0744>
- Gao, Y. (2011). Philanthropic disaster relief giving as a response to institutional pressure: Evidence from China. *Journal of Business Research*, 64(12), 1377–1382. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2010.12.003>
- Gray, R. (1996). *Accounting and accountability : changes and challenges in corporate social and environmental reporting*. Prentice Hall.
- Harjoto, M. A., Rossi, F., Lee, R., & Sergi, B. S. (2021). How do equity markets react to COVID-19? Evidence from emerging and developed countries. *Journal of Economics and Business*, 115, 105966. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2020.105966>
- He, H., & Harris, L. (2020). The impact of Covid-19 pandemic on corporate social responsibility and marketing philosophy. *Journal of Business Research*, 116, 176–182. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.05.030>
- Huang, W., Chen, S., & Nguyen, L. T. (2020). Corporate social responsibility and organizational resilience to COVID-19 crisis: An empirical study of Chinese firms.



- Sustainability (Switzerland)*, 12(21), 1–19. <https://doi.org/10.3390/su12218970>
- Huber, P. J. (1967). The behavior of maximum likelihood estimates under nonstandard conditions. In *Berkeley Symp. on Math. Statist. and Prob.* (5.1, pp. 221–233).
- Huber, P. J. (1996). *Robust Statistical Procedures*. Society for Industrial and Applied Mathematics. <https://doi.org/10.1137/1.9781611970036>
- Kim, C. H., Amaeshi, K., Harris, S., & Suh, C. J. (2013). CSR and the national institutional context: The case of South Korea. *Journal of Business Research*, 66(12), 2581–2591. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2012.05.015>
- Li, X., Li, C., Wang, Z., Jiao, W., & Pang, Y. (2021). The effect of corporate philanthropy on corporate performance of Chinese family firms: The moderating role of religious atmosphere. *Emerging Markets Review*, 49, 100757. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100757>
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis. *Journal of Finance*, 72(4), 1785–1824. <https://doi.org/10.1111/jofi.12505>
- Liu, Y., Peng, G., Hu, L., Dong, J., & Zhang, Q. (2020). Using Google Trends and Baidu Index to analyze the impacts of disaster events on company stock prices. *Industrial Management and Data Systems*, 120(2), 350–365. <https://doi.org/10.1108/IMDS-03-2019-0190>
- Nascimento, A. C., & Bortoletto, W. W. (2021). Uma Resposta Bibliométrica Da Relação Entre A Responsabilidade Social Corporativa E A Covid-19. *Revista Tecnológica Da FATEC Americana*, 09(02), 01–24. <https://doi.org/10.47283/244670492021090202>
- Nasir, M. A., & Du, M. (2018). Integration of Financial Markets in Post Global Financial Crises and Implications for British Financial Sector: Analysis Based on A Panel VAR Model. *Journal of Quantitative Economics*, 16(2), 363–388. <https://doi.org/10.1007/s40953-017-0087-2>
- Ni, X., & Zhang, H. (2019). Mandatory corporate social responsibility disclosure and dividend payouts: evidence from a quasi-natural experiment. *Accounting and Finance*, 58(5), 1581–1612. <https://doi.org/10.1111/acfi.12438>
- Niyama, J. K. (2014). *TEORIA AVANÇADA DA CONTABILIDADE* (Vol. 1). Atlas.
- Patten, D. M. (2008). Does the market value corporate philanthropy? Evidence from the response to the 2004 tsunami relief effort. *Journal of Business Ethics*, 81(3), 599–607. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9534-x>
- Polaz, K. (2021). Filantropia e investimento social na pandemia: respostas, aprendizados e reflexões sobre o futuro. In *Filantropia e investimento social na pandemia: respostas, aprendizados e reflexões sobre o futuro*. GIFE. <https://doi.org/10.33816/978-65-86701-10-4>
- Qiu, S. (Charles), Jiang, J., Liu, X., Chen, M. H., & Yuan, X. (2021). Can corporate social responsibility protect firm value during the COVID-19 pandemic? *International Journal of Hospitality Management*, 93, 102759. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2020.102759>
- Sama, L. M., Stefanidis, A., & Casselman, R. M. (2022). Rethinking corporate governance in the digital economy: The role of stewardship. *Business Horizons*, 65(5), 535–546. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2021.08.001>
- Santos, J., Tornel, M., & Gracia, M. (2020). Repercusiones sobre las empresas de sus actuaciones socialmente responsables ante la pandemia generada por el COVID-19. *Revista La Razón Histórica*, 46, 1–11. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=7369900>
- Shakil, M. H. (2021). Environmental, social and governance performance and financial risk:



- Moderating role of ESG controversies and board gender diversity. *Resources Policy*, 72, 102144. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2021.102144>
- Song, L., Wang, J., Yao, S., & Chen, J. (2012). Market Reactions and Corporate Philanthropy: a case study of the Wenchuan earthquake in China. *Journal of Contemporary China*, 21(74), 299–315. <https://doi.org/10.1080/10670564.2012.635932>
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *The Academy of Management Review*, 20(3), 571. <https://doi.org/10.2307/258788>
- Tong, Z., Xie, Y., & Xiao, H. (2021). Effect of CSR contribution timing during COVID-19 pandemic on consumers' prepayment purchase intentions: Evidence from hospitality industry in China. *International Journal of Hospitality Management*, 97, 102997. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2021.102997>
- Wang, H., & Qian, C. (2011). Corporate philanthropy and corporate financial performance: The roles of stakeholder response and political access. *Academy of Management Journal*, 54(6), 1159–1181. <https://doi.org/10.5465/amj.2009.0548>
- Wei, J., Ouyang, Z., & Chen, H. (Allan). (2018). CEO characteristics and corporate philanthropic giving in an emerging market: The case of China. *Journal of Business Research*, 87, 1–11. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.02.018>
- White, H. (1980). A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity. *Econometrica*, 48(4), 817. <https://doi.org/10.2307/1912934>
- Yi, Y., Zhang, Z., & Xiang, C. (2022). The value of CSR during the COVID-19 crisis: Evidence from Chinese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 74, 101795. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101795>
- Zhang, J., & Zhang, Z. (2021). CSR, Media and Stock Illiquidity: Evidence from Chinese Listed Financial Firms. *Finance Research Letters*, 41, 101809. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101809>
- Zhang, Z., Ran, M.-S., Li, Y.-H., Ou, G.-J., Gong, R.-R., Li, R.-H., Fan, M., Jiang, Z., & Fang, D.-Z. (2012). Prevalence of post-traumatic stress disorder among adolescents after the Wenchuan earthquake in China. *Psychological Medicine*, 42(8), 1687–1693. <https://doi.org/10.1017/S0033291711002844>
- Zhao, M., Wang, F., Zhao, D., & Wei, J. (2015). Using CSR Theory to Examine Disaster Aid Response to the Wenchuan Earthquake. *Global Business and Organizational Excellence*, 34(4), 50–59. <https://doi.org/10.1002/joe.21614>