

# Responsabilidade Social Corporativa e Estrutura de Capital

Paula Pontes de Campos-Rasera , Gabriela de Abreu Passos , Romualdo Douglas Colauto 

Universidade Federal do Paraná, Paraná, Curitiba, Brasil.



<sup>1</sup>paula.pontes.campos@gmail.com  
<sup>2</sup>gabriela.abreu.passos@gmail.com  
<sup>3</sup>rdcolauto.ufpr@gmail.com

**Editado por:**  
Diane Rossi Maximiano Reina

## Resumo

**Objetivo:** Analisamos os efeitos da influência da estrutura de capital no desempenho da responsabilidade social corporativa (RSC) representado pelo índice de ESG. Estudos anteriores investigaram distintos fatores para a adoção da RSC. No entanto, ainda não se alcançou convergência na literatura sobre RSC.

**Método:** Esse estudo utiliza uma abordagem de pesquisa quantitativa. A amostra é composta por empresas de capital aberto dos Estados Unidos da América, China, Japão, Alemanha, Índia, Reino Unido, França, Itália, Brasil e Canadá. Estimadores aplicados no modelo de regressão, OLS pooled, IV 2SLS e GMM 2SLS.

**Resultados:** Nossos achados indicam relação positiva e significativa entre Estrutura de Capital e RSC. A pesquisa avalia empiricamente o impacto da estrutura de capital de uma empresa nos ratings ESG de empresas listadas nas dez maiores economias do mundo. Os resultados são compatíveis com as previsões do modelo ao confirmar que um maior investimento na estrutura de capital afeta o desempenho ESG. Constatamos que empresas de nações com maior PIB necessitam de uma estrutura de capital mais significativa do que aquelas de nações com menor PIB, a fim de obter um índice de RSC positivo. Esse contraste pode ser devido ao tamanho das empresas e à cultura da nação.

**Contribuições:** Argumentamos que a estrutura de capital deve ser considerada para adoção da responsabilidade social corporativa. Nosso artigo contribui para a literatura que examina os efeitos da estrutura de capital nas práticas de RSC. Embora haja um rico corpo de trabalho teórico sobre o impacto da estrutura de capital na lucratividade, retornos de investimento, valor da empresa; nosso estudo acrescenta uma vertente de literatura relativamente recente que testa as previsões teóricas da estrutura de capital nas práticas de RSC, representadas por pontuações ESG. Especificamente, contribui para duas vertentes da literatura empírica. A primeira se refere ao trabalho empírico que investiga como os investimentos por meio da estrutura de capital em práticas de RSC afetam o rating ESG corporativo, e a segunda concerne a literatura que examina os efeitos da estrutura de capital nas pontuações ESG de diferentes países.

**Palavras-chave:** Responsabilidade Social Corporativa; Estrutura de Capital; Produto Internacional Bruto; Índice de ESG.

## Como Citar:

Campos-Rasera, P. P. de, Passos, G. de A., & Colauto, R. D. Responsabilidade Social Corporativa e Estrutura de Capital. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 182-196/197. <https://doi.org/10.14392/asaa.2023160207>

Submetido em: 9 de Novembro de 2022  
Revisões Requeridas em: 31 de Janeiro de 2023  
Aceito em: 31 de Julho de 2023

## Introdução

**I**nvestigamos os efeitos da estrutura de capital na responsabilidade social corporativa (RSC) das empresas de capital aberto presentes nas dez maiores economias classificadas em 2019-2020. Este estudo decorre da nossa inquietude quanto à necessidade de um consenso na literatura sobre os fatores que conduzem as empresas a adotarem práticas de RSC. Os termos RSC e ESG são considerados intercambiáveis nesse trabalho e, para tanto, a terminologia utilizada são as práticas de RSC e pontuações ESG. Estudos anteriores forneceram várias razões para as empresas implementarem práticas de responsabilidade social, quais sejam: redução do risco (Teixeira, Nossa & Funchal, 2011); valor agregado (Serveaes & Tamayo, 2013); redução da assimetria informacional (Cho, Lee & Pfeiffer Jr., 2013); e melhoria da reputação e imagem corporativa (Baraibar-Diez & Sotorrió, 2018; Le, 2022).

Embora diferentes temas tenham sido pesquisados, a maioria dos estudos busca explicar a relação entre a RSC e o desempenho financeiro corporativo (McWilliams & Siegel, 2000; Campbell, 2007; Carroll, 2008; Scholtens, 2008; Revelli & Viviani, 2015; Saeidi et al., 2015; Cantino et al., 2017; Xiao et al., 2018; Yang, He, Zhu & Li, 2018; Ben Saad & Belkacem, 2022). No entanto, os resultados dessas investigações diferem entre si.

Por um lado, a pesquisa de Rodriguez-Fernandes (2016), ao analisar empresas espanholas listadas na Bolsa de Madrid, encontrou uma correlação positiva e significativa entre RSC e o desempenho financeiro corporativo (DFC). Além disso, concluiu que políticas corporativas voltadas para ações sociais responsáveis impulsionam o retorno financeiro positivo, sendo os maiores investimentos frutos de organizações com maior retorno financeiro. De igual maneira, Wang e Sarkis (2017) descobriram que a implementação da gestão baseada em RSC gera resultados financeiros distintos, ao analisar as 500 principais empresas verdes dos EUA da Newsweek.

Por outro lado, resultados positivos e significativos da relação entre RSC e desempenho financeiro corporativo são confirmados empiricamente apenas algumas vezes (Cochrane & Wood, 1984; McWilliams & Siegel, 2000; Saeidi et al., 2015). Ao analisarem as empresas que compõem o índice S&P 500, Nollet, Filis e Mitrokostas (2016) demonstraram que, embora a RSC tenha um coeficiente positivo no DFC, não há significância estatística. Chen, Hung e Wang (2018) encontraram uma associação negativa em empresas chinesas, evidenciando que empresas com gastos em RSC diminuíram a lucratividade.

Conforme apontado por McWilliams e Siegel (2000), essas divergências nos resultados não surpreendem. Parte disso decorre das especificações dos modelos econométricos utilizados. Por sua vez, as divergências também se apre-

sentam na omissão teórica da RSC que gera atributos intangíveis para a empresa, como reputação, legitimidade e confiabilidade. Dessa forma, esses outros elementos sugerem que, quando abordada nos estudos, a relação entre RSC e DFC é mais complexa do que costuma ser e não ocorre diretamente (Saeidi et al., 2015).

Sob esse ponto de vista, pesquisadores argumentam que o DFC seria apenas uma consequência da associação entre RSC e a estrutura de capital (Teixeira et al., 2011; Almeida & Santos, 2016; Yang et al., 2018; Bae et al., 2011; Hamrouni, Boussaada & Toumi, 2019); concepção também apoiada por esta pesquisa. A relação entre RSC e estrutura de capital resulta de uma mudança de pensamento, em que influências políticas e comunitárias procuram a convergência entre objetivos financeiros e sociais (Campbell, 2007; Carroll, 2008; Prado-Lorenzo, Gallego-Alvarez & Garcia-Sanchez, 2009; Chen, Hung & Wang, 2018). O pensamento atual é que as empresas não devem apenas maximizar os retornos e defender os acionistas, mas também considerar todas as partes interessadas. (Al-Dah, Dah & Jazi, 2018; Baraibar-Diez & Sotorrió, 2018; Yang et al., 2018).

Nesse sentido, a disponibilidade de financiamento para as organizações por meio de capital próprio ou de terceiros impacta o envolvimento das organizações em ações socialmente responsáveis (Almeida & Santos, 2016; Yang et al., 2018; Hamrouni et al., 2019). Sob o prisma do patrimônio líquido, os atuais acionistas procuram organizações com práticas de RSC e, assim, investem mais recursos nessas empresas (Prado-Lorenzo et al., 2009; Teixeira et al., 2011). Em relação ao endividamento, as ações de RSC conduzem ao acesso mais fácil na contração de dívida, uma vez que esse comportamento aumenta a confiabilidade de terceiros na empresa (Almeida & Santos, 2016; Hamrouni et al., 2019).

As contradições existentes na literatura de RSC ainda permitem pesquisas, especialmente a presente sobre as razões que envolvem práticas sociais responsáveis e o efeito da estrutura de capital nas empresas. Esse estudo examina como a estrutura de capital de uma empresa afeta suas classificações ESG nas dez principais economias globais. Nossos achados se alinham com o modelo previsto, indicando que um investimento mais significativo na estrutura de capital conduz ao melhor desempenho dos índices de ESG. Além disso, observamos que, para alcançar uma classificação de RSC positiva, as empresas em países com PIBs mais altos exigem uma estrutura de capital mais substancial do que aquelas em nações com PIBs menores. Essa diferença pode ser atribuída ao tamanho da empresa e à cultura nacional (Cai, Pan & Statman, 2016).

Esse estudo contribui com a literatura ao explorar o im-

pacto da estrutura de capital nas práticas de RSC, aqui representadas explicitamente pelos índices de ESG. Ainda que estudos teóricos tenham se concentrado em relações entre estrutura de capital e lucratividade, retornos de investimento e valor da empresa (Ghardallou, 2022; Sari & Sedana, 2020), nossa investigação se respalda na recente literatura empírica que examina a relação entre estrutura de capital e práticas de RSC. Assim, essa pesquisa contribui para duas vertentes da literatura. Em primeiro lugar, investigamos como os investimentos na estrutura de capital em práticas de RSC influenciam os índices corporativos de ESG; e, em segundo, examinamos o impacto da estrutura de capital nos índices de ESG em diferentes países.

Com base nos achados, recomenda-se que os gestores invistam na estrutura de capital da empresa para aprimorar suas práticas de Responsabilidade Social Corporativa. Isso envolve a implementação de procedimentos para minimizar as emissões de carbono; melhorar as políticas trabalhistas; participar de um justo comércio; promover a diversidade; a equidade e a inclusão; engajar-se em doações globais de caridade; praticar voluntariado comunitário e virtual; implementar procedimentos corporativos que beneficiem o meio ambiente e tornar-se socialmente e ambientalmente conscientes. Essas práticas de baixo risco podem aumentar significativamente a reputação e o valor da empresa. Além disso, governo e reguladores precisam incentivar ativamente as empresas a priorizar o uso de capital gerado internamente e emitido externamente. Para tal fim, é possível introduzir impostos diferenciados para o lucro quando a empresa atinge e mantém um determinado nível de pontuação ESG.

## 1. Revisão de Literatura e Desenvolvimento de Hipóteses

A Responsabilidade Social Corporativa se apresentou teoricamente na Europa desde a década de 1950; no entanto, pode ser identificada como um longo processo que se originou no início do século XX nos Estados Unidos (Carroll, 2008). Embora não haja unanimidade sobre sua definição na literatura, entendemos como o comprometimento assumido pelas empresas em questões sociais e ambientais para além do aspecto financeiro (Gössling & Vocht, 2007).

O termo RSC tem sofrido alterações ao longo do tempo, o qual demonstra um aumento progressivo na responsabilidade das empresas para com a comunidade, uma vez que essas organizações são consideradas agentes sociais. Nesse sentido, as organizações assumem a responsabilidade de afetar a sociedade enquanto perseguem seus objetivos financeiros (Low, 2016). Devido ao seu impacto econômico-local, as empresas assumem responsabilidades intrínsecas com o local e ambiente onde estão localizadas (Cosenza et al., 2018).

Segundo Gillan, Koch e Starks (2021), ESG é um acrônimo

que se originou de uma solicitação feita por Kofi Anon, secretário-geral das Nações Unidas, a 20 instituições financeiras em 2004. ESG significa “ambiental, social e governança” e envolve a integração dessas preocupações nos modelos de negócios de uma empresa por corporações e investidores. Por sua vez, a RSC tradicionalmente se refere aos esforços de uma empresa para ser mais socialmente responsável e melhor cidadã corporativa. No entanto, o ESG inclui explicitamente a governança, ao passo que a RSC aborda indiretamente questões de governança relacionadas a considerações ambientais e sociais. ESG, portanto, é um conceito mais abrangente do que RSC. Para entender as conexões entre a estrutura de governança de uma empresa e suas iniciativas ambientais e sociais, focamos nos aspectos ambientais e sociais das práticas de RSC e nas classificações ESG sem nos aprofundar na vasta literatura sobre governança corporativa

Para Ullmann (1985), três aspectos levam as empresas a se engajarem em ações socialmente responsáveis: o poder dos stakeholders, a postura estratégica da empresa e o desempenho econômico. O primeiro aspecto interfere na legitimação da empresa devido à importância dada por seus stakeholders aos fatores sociais e ambientais, o que, dependendo do poder de exercício, conduz a uma maior ou não adoção de práticas de RSC (Prado-Lorenzo et al., 2009; Hamrouni et al., 2019). O segundo é usado para promover uma boa imagem, reputação e credibilidade da empresa, ganhando aceitação de suas atividades perante a sociedade (McWilliams & Siegel, 2000; Al-Dah et al., 2018; Hamrouni et al., 2019; Le, 2022). Por fim, o terceiro aspecto permite que a organização estimule ações de cunho social para atingir seus objetivos (Al-Dah et al., 2018).

Campbell (2007) atribui relevância aos stakeholders da empresa, pois o comportamento empresarial é considerado socialmente responsável quando atende às expectativas dos atores sobre o que seria adequado e aceitável. Embora as opiniões sobre o que é aceitável possam variar (Cho et al. 2013), normalmente é aceito que as ações empreendedoras se enquadrem no âmbito da Responsabilidade Social Corporativa da comunidade.

Como fenômeno global, a RSC marca uma mudança no pensamento sobre quais interesses as empresas devem abordar (Carroll, 2008; Pfaifar et al., 2022). Isso ocorre porque a gestão focada exclusivamente nos interesses dos acionistas apresenta problemas, visto que os demais stakeholders da empresa, importantes para o seu funcionamento, precisam ser observados, como Governo, Fornecedores e Clientes (Teixeira et al., 2011). Consequentemente, a mudança de perspectiva dos acionistas para os stakeholders reforça a visão das práticas de RSC de que todas as partes da organização são essenciais e necessitam que suas expectativas sejam atendidas (Barraibar-Diez & Sotorrió, 2018; Yang et al., 2018; Garcia,

Mendes-da-Silva & Orsato, 2019; Lu et al., 2021).

Pela sua importância, empresas conscientes evitam ações que possam prejudicar seus stakeholders. Por sua vez, caso isso ocorra, essas tentam corrigir o incidente e recuperar o dano (Campbell, 2007) devido ao impacto de outras partes na entidade. Contudo, o objetivo das empresas continua a ser maximizar a riqueza dos acionistas (Carroll & Shabana, 2010), mesmo quando enfrentam crescentes pressões externas para atender às expectativas sociais (Al-Dah et al., 2018). A dualidade entre os objetivos dos acionistas e dos stakeholders, desse modo, tende a não cessar.

Vale ressaltar que, apenas algumas empresas estão no mesmo nível de comportamento e assimilação de práticas sociais responsáveis. Carroll (1979) apontou diferenças nos níveis de RSC de setor para setor, conforme as responsabilidades se alteram. Na visão de McWilliams, Siegel e Wright (2006), as demandas de RSC variam por país, região e indústria. Da mesma forma, Garcia et al. (2019) consideram que essas diferenças dependem das características econômicas em que as empresas estão inseridas e dos diferentes estágios de desenvolvimento econômico

Ademais, Hamrouni et al. (2019) destacam que a implementação de políticas de RSC nas organizações envolve aspectos éticos, legais, de sustentabilidade e de reputação. Por isso, e seguindo McWilliams, Siegel e Wright (2006), a alta direção das empresas pondera sobre a implementação das práticas de RSC, dando importância aos distintos aspectos e consequências da adoção dessas práticas.

Nessa linha argumentativa e considerando diversos stakeholders nas empresas, Almeida e Santos (2016) argumentam que práticas sociais responsáveis são consideradas pelas empresas. Como o financiamento das atividades operacionais provém da contratação de dívidas externas, as organizações decidem entre terceiros ou patrimônio líquido. De acordo com Yang e cols. (2018), a estrutura de capital afeta a tomada de decisão sobre estratégias de RSC, uma vez que a adoção dessa prática corporativa melhora o ambiente e reduz parte dos riscos inerentes ao negócio.

Nesse contexto, Křištofík, Medzihorský e Musawe (2022) pesquisaram a relação entre a estrutura de capital e seus determinantes e o papel mediador da Responsabilidade Social Corporativa (RSC). Eles examinaram uma amostra de grandes empresas europeias e descobriram que as empresas RSC têm maior alavancagem do que as empresas que não apresentam práticas de RSC. Além disso, a influência da taxa de imposto de renda, depreciação e amortização na alavancagem não foi significativamente diferente entre empresas RSC e não-RSC. Do mesmo modo, incentivos fiscais não impactaram significativamente as empresas de RSC.

Sob essa perspectiva, Madison e Schiehl (2021) estudaram o impacto da materialidade financeira das questões ambientais, sociais e de governança (ESG) nos índices de desempenho ESG das empresas. Seus achados revelaram que a incorporação da materialidade financeira altera significativamente as pontuações de desempenho ESG das empresas. Com base em seus resultados, os autores argumentam que considerar a materialidade financeira pode orientar melhor as decisões de investimento com base no desempenho ESG.

Dada a relevância do financiamento para os negócios de uma empresa, Alakent, Goktanb e Khouryc (2020) investigaram as práticas de responsabilidade social corporativa de empresas com diferentes históricos de propriedade, especificamente aquelas que recebem financiamento de capital de risco. Os autores demonstraram que empresas apoiadas por capital de risco têm práticas de RSC mais fracas, que melhoram com o tempo, embora mais lentamente do que as empresas não apoiadas por capital de risco. Quando essas empresas recebem financiamento de empresas de capital de risco com uma orientação de investimento responsável e uma perspectiva mais ampla das partes interessadas, suas práticas de RSC melhoram significativamente.

Por outro lado, Yeh et al. (2020) investigaram a relação entre a responsabilidade social corporativa (RSC) e os custos de capital próprio e de dívida das empresas chinesas. Isso poderia revelar que as empresas com alto desempenho de RSC não experimentam reduções significativas em seu custo de capital próprio em comparação com os países desenvolvidos. Contudo, esses autores descobriram que as empresas com melhor desempenho de RSC poderiam reduzir rapidamente seu custo de capital de terceiros. Curiosamente, seus resultados mostram que a estrutura de capital não modera a relação entre a RSC e o custo de capital. Esse estudo sugere que as empresas chinesas investem em RSC nos níveis legal e complacente. No entanto, isso pode conduzir à assimetria de informação e a menor eficiência de mercado. Em suma, esses achados ressaltam a importância dos investimentos em RSC para as empresas e contribuem para compreensão da relação entre RSC e estrutura de capital no país.

As empresas usam estratégias de RSC para reduzir os riscos e garantir o sucesso futuro. Os acionistas veem as divulgações de RSC como um sinal de que a empresa está se comportando conforme o esperado (Cho et al., 2013), o que pode atrair novos investidores e manter os atuais (Dhaliwal, Li, Tsang & Yang, 2011; Lopatta, Jaeschke & Chen, 2017). Adicionalmente, as práticas de RSC são valorizadas pelos investidores como forma de reduzir o risco (Lu et al., 2021). Do ponto de vista dos credores, a RSC aumenta a confiança entre a empresa e as partes interessadas, facilitando o acesso ao capital. Níveis mais altos

de RSC também podem conduzir a maiores recompensas para empresas que buscam investimentos de terceiros (Hamrouni et al., 2019).

A sobrevivência de uma empresa depende de investimentos de longo prazo que envolvam ações socialmente responsáveis para garantir um futuro produtivo e de sucesso. Por isso, a estrutura de capital de uma empresa impacta práticas socialmente responsáveis que podem ser planejadas e executadas com o apoio de recursos de terceiros ou acionistas. Ademais, a estrutura de capital impacta o desempenho ESG, principalmente em sua divulgação. Uma divulgação transparente de informações ESG pode melhorar a reputação de uma empresa e a satisfação das partes interessadas. Isso implicaria o envolvimento mais ativo dos stakeholders, pois reconhecem o compromisso da empresa com a sociedade e o meio ambiente (Al Amosh et al., 2022).

Embora pouco investigado na literatura, pesquisadores de diferentes países encontraram significância na relação entre a RSC e a estrutura de capital das empresas. Um estudo realizado por Teixeira et al. (2011) no Brasil revelou que as organizações que dependem principalmente do patrimônio líquido para financiamento tendem a se associar negativamente com a RSC devido aos seus altos níveis de endividamento. Por outro lado, Campos-Rasera, Passos e Colauto (2021) descobriram uma correlação positiva entre as práticas de RSC e o patrimônio líquido, ao mesmo tempo em que confirmaram a relação negativa entre RSC e dívida destacada por Teixeira et al. (2011). Yang et al. (2018) analisaram empresas listadas nas bolsas de valores de Xangai e Shenzhen e observaram que empresas que utilizam estratégias de RSC possuem maior alavancagem na estrutura de capital. O caso francês, investigado por Hamrouni et al. (2019), mostrou uma relação positiva e significativa entre a divulgação de RSC e o acesso a dívidas de curto e longo prazo. Do seu ponto de vista, as empresas que divulgam um alto volume de informações de RSC fornecem sinais positivos para avaliação de riscos e avaliação corporativa, que não são cobertos pelas demonstrações financeiras.

Diante do exposto, formulamos a seguinte hipótese de pesquisa:

$H_{(1)}$ : *A Estrutura de Capital Corporativo influencia positivamente a Responsabilidade Social Corporativa de uma empresa.*

## 2. Amostra e Dados

As empresas listadas dos dez países com maior PIB em 2019, com índice de RSC representado pela pontuação ESG (ambiente, social e governança) fornecida pelo banco

de dados Thomson Reuters® para o período 2010-2018, representam nossa amostra para o estudo. Segundo a lista divulgada pelo Fundo Monetário Internacional (FMI, 2019), os dez países classificados globalmente com maior PIB são Estados Unidos da América (US\$ 21,439 bilhões), China (US\$ 14,140 bilhões), Japão (US\$ 5,154 bilhões), Alemanha (US\$ 3,863 bilhões), Índia (US\$ 2,963 bilhões), Reino Unido (US\$ 2,744 bilhões), França (US\$ 2,707 bilhões), Itália (US\$ 1,989 bilhão), Brasil (US\$ 1,847 bilhão) e Canadá (US\$ 1.731 bilhões).

Adotamos o corte de 2010 devido à disponibilização do índice de desempenho ESG na plataforma Eikon (base de dados da Thomson Reuters) para empresas de capital aberto e exclusão de empresas do setor financeiro, resultando em um total de 1.660 empresas. Desse total de 1.660, excluímos as empresas com patrimônio líquido negativo, totalizando 1.642 empresas representadas por 14.370 observações na amostra final.

A amostra de 1.642 empresas é composta por dez setores econômicos: industrial (331), consumo discricionário (265), materiais (201), tecnologia da informação (171), energia (135), consumo básico (117), imobiliário (116), saúde (111), serviços de comunicação (98) e serviços públicos (97), distribuídos entre os dez países com maior PIB de 2019: Estados Unidos da América (632), China (78), Japão (338), Alemanha (60), Índia (42), Reino Unido (201), França (73), Itália (21), Brasil (27) e Canadá (170).

## 3. Desenho de Pesquisa

### 3.1 Variáveis principais

#### *Responsabilidade Social Corporativa*

Para mensurar o desempenho da Responsabilidade Social Corporativa (RSC) utilizamos o índice de ESG da Thomson & Reuters. A pontuação ESG é um índice obtido pela ponderação de três pilares da sustentabilidade: 34% correspondem ao pilar ambiental, 35,5% o pilar social e 30,5% o pilar de governança. Cerca de 400 métricas ESG são calculadas por meio da captura de dados em nível empresarial, das quais um subconjunto de 178 medidas setoriais comparáveis e relevantes foi selecionado. Posteriormente, essas medidas são classificadas em dez categorias, que, por sua vez, são ponderadas em seus respectivos pilares (ambiental, social e governança) e, por fim, constituem o índice ESG final. Assim, a pontuação ESG reflete o desempenho de Responsabilidade Social Corporativa da empresa com base em informações divulgadas publicamente. A Tabela 1 apresenta a ponderação do índice de desempenho ESG de acordo com os três pilares da sustentabilidade: ambiental, social e governança.

Tabela 1  
Ponderação do Índice de ESG

Pilares	Categoria	Nº de Indicadores	Peso	Ponderação
	Uso de recursos	19	11%	
Ambiental	Emissões	22	12%	(11%+12%+11%) 34%
	Inovação	20	11%	
	Trabalhadores	29	16%	
Social	Direitos Humanos	8	4.5%	(16%+4.5%+8%+7%) 35.5%
	Comunidade	14	8%	
	Responsabilidade produto	12	7%	
	Gestão	34	19%	
Governança	Acionistas	12	7%	(19%+7%+4.5%) 30.5%
	Estratégias de RSC	8	4.5%	
Total		178	100%	

Fonte. Thomson & Reuters (2020).

O Pilar Ambiental foi obtido por meio de uso de recursos, emissões e inovação. O uso de recursos mede o desempenho e a capacidade de uma empresa em reduzir o uso de materiais, energia e água; as emissões representam o compromisso e o esforço da empresa para reduzir efetivamente as emissões de suas operações, enquanto a inovação corresponde a novas técnicas, processos ou produtos ecologicamente corretos (Thomson & Reuters, 2020). Estudos empíricos revelam que as indústrias poluidoras enfrentam pressão pública mais significativa, forçando-as a se envolver estrategicamente em atividades de RSC para aprimorar sua reputação e valor da empresa (Cai, Jo & Pan, 2012).

Quatro categorias derivam do Pilar Social: trabalhadores, direitos humanos, comunidade e responsabilidade pelo produto. A categoria trabalhadores se refere à eficácia da empresa em garantir saúde e segurança, satisfação no trabalho, diversidade e igualdade; os direitos humanos refletem o respeito da firma por eles; a comunidade consiste no compromisso da empresa com a cidadania e padrões éticos, bem como na proteção à saúde pública; e, por último, a responsabilidade pelo produto corresponde à capacidade da empresa de produzir bens e serviços seguros e de qualidade que não infrinjam a integridade ou a privacidade (Thomson Reuters, 2020).

O Pilar Governança envolve gestão, acionistas e estratégia de RSC. As melhores práticas de governança corporativa representam a gestão; a categoria acionista se refere à equidade de tratamento aos acionistas e medidas anti-takeover; e a estratégia de RSC corresponde à comunicação e integração da empresa com as dimensões econômica, social e ambiental em suas operações diárias.

### Estrutura Capital

Desde os trabalhos de Durand (1952) e Modigliani e

Miller (1958), as discussões sobre estrutura de capital se multiplicaram. Segundo Myers (2003), as teorias existentes tentam explicar as proporções de capital próprio e capital de terceiros das empresas, porém diferem entre si pela sua ênfase nos fatores que afetam as escolhas entre dívida e capital próprio.

De acordo com a *Pecking Order*, os custos de seleção adversa são o fator dominante na estrutura de capital, de tal forma que, as empresas que enfrentam altos custos de seleção adversa nos mercados de dívida tendem a preferir o financiamento de capital ao financiamento de dívida e vice-versa (Goldstein, Ju & Leland 2001; Lemmon & Zender 2010). Ainda nesse contexto, considerando o trade-off, os custos entre financiamento de terceiros e capital próprio adquirem relevância ao influenciar a variação da estrutura de capital (Viswanath, 1993; Chang & Dasgupta, 2003). Sob a ótica da Teoria da Agência, a dívida atua como ferramenta de monitoramento das ações dos gestores em situações de assimetria informacional. Assim, em uma empresa lucrativa, o aumento do índice de endividamento da empresa sinaliza uma gestão financeira de qualidade e uma redução do custo de capital da agência (Jensen & Meckling, 1976).

Como medida de estrutura de capital, estudos anteriores utilizam diversas variáveis. Da mesma forma, essa tendência não é diferente na relação entre estrutura de capital e RSC. É possível perceber duas linhas de escolhas metodológicas. A primeira se refere aos estudos que estimam a estrutura de capital com base no capital de terceiros, e o enfoque da segunda corresponde às variáveis que representam o patrimônio líquido.

Pertencentes à primeira linha (capital de terceiros), Teixeira et al. (2011) utilizam o logaritmo natural da soma da dívida de curto e longo prazo. Almeida e Santos (2016) e Yang et al. (2018) empregam a alavancagem obtida pela razão entre a dívida total e os ativos da empresa para representar a estrutura de capital. Hamrouni et al. (2019) adotam tanto dívida total (longo prazo mais curto prazo) quanto alavancagem (longo prazo). Sob a segunda linha (patrimônio líquido), em relação ao patrimônio líquido, Ghoul et al. (2011) e Ahmed, Eliwa e Power (2019) utilizam o lucro futuro por ação e crescimento da empresa. Dhaliwal et al. (2011) e Xu, Liu e Huang (2015) consideram os modelos baseados no desconto de dividendos e diferem em padrões para a hipótese de crescimento futuro.

Apesar das diferentes proxies utilizadas na pesquisa para representar a estrutura de capital, Kochhar (1997) explica que as decisões de estrutura de capital envolvem uma combinação – não isolada – de financiamento por dívida e capital próprio. Essas decisões correspondem a um conjunto proporcional de recursos únicos e regulares, ou seja, o nível de ativos específicos aumenta à medida

que a proporção do outro cresce. Assim, as políticas de estrutura de capital são essenciais para que uma empresa obtenha a receita gerada por seus ativos.

Na linha de pensamento de Kochhar (1997) e Khan e Quaddus (2020), entendemos a estrutura de capital corporativa como uma composição de capital determinada pela empresa para realizar investimentos, envolvendo tanto o patrimônio líquido quanto o capital de terceiros. Dessa forma, no presente trabalho, como variável de estrutura de capital, utilizamos a soma da dívida de longo prazo (capital de terceiros) com o patrimônio líquido (capital próprio) dividido pelo ativo total. Nesse contexto, também é importante destacar que estamos investigando a influência da estrutura de capital na RSC e não determinando os fatores que influenciam a estrutura. Este ponto é diferente do assunto de nossa discussão.

### 3.2 Variáveis de Controle

As grandes corporações são propensas à diversificação na escolha da estrutura de capital e, portanto, apresentam menores riscos de falência, além da vantagem do acessível mercado de crédito se comparadas a empresas menores (Rajan & Zingales, 1995). Outra análise se refere à propriedade e controle de grandes empresas; ou seja, diluem a propriedade e têm menos controle sobre as decisões gerenciais, de modo que o Conselho de Administração prefere dívidas mais significativas ao controle gerencial (Bartholdy & Mateus, 2006). Em relação aos índices de ESG, o tamanho da empresa e o tempo de constituição têm uma relação positiva com o desempenho de tais índices, pois determinam principalmente a disponibilidade e recursos para obter dados e informações, e, assim, medir o desempenho de sustentabilidade de uma empresa (Drempetic, Klein & Zwergel, 2019). Nesse estudo, usamos o log natural da Receita Total [ln (RT)] como proxy do tamanho da empresa e [IPO\_data], o tempo desde a oferta pública inicial (IPO), como proxy da idade da empresa.

Ao discutir a relação entre responsabilidade social corporativa e valor de mercado corporativo, Aouadi e Marsat (2018) revelam que um alto índice ESG afeta o valor de mercado de grandes empresas e impacta direto e negativamente os fluxos de caixa operacionais, aumentando os custos ou diminuindo as receitas, reduzindo, portanto, o desempenho. Os autores demonstram o resultado alcançado por meio da visibilidade desenvolvida pelas empresas. Logo, mensuramos o Valor de Mercado (VM) de uma empresa multiplicando suas ações em circulação pelo seu preço de mercado atual e usamos como proxy para o índice de fluxo de caixa operacional (FCO), fluxo de caixa operacional dividido pelo passivo circulante. Dessa forma, acreditamos que um alto desempenho da RSC aumenta o valor de mercado e diminui o fluxo de caixa operacional.

O mercado valoriza positiva e significativamente as práticas ambientais de empresas não relacionadas a setores ambientalmente sensíveis. Em contraponto, o mercado valoriza positiva e significativamente as práticas de governança social e corporativa realizadas por empresas pertencentes a esses setores sensíveis. Os resultados revelam que os acionistas de setores sensíveis estão especialmente preocupados com as práticas ambientais, apesar de isso já estar sinalizado nos preços das ações. Por outro lado, informações inesperadas sobre práticas de RSC geram valor agregado significativo (Miralles-Quirós et al., 2019). Usamos o valor contábil por ação ordinária (VCAO) para calcular o valor por ação de uma empresa com base no patrimônio líquido da empresa.

A teoria do *trade-off* sugere que as empresas usam ativos tangíveis como garantia para fornecer segurança aos credores em caso de dificuldades financeiras. Jensen e Meckling (1976) sustentam que as garantias protegem os credores do problema do moral *hazard* causado pelo conflito entre acionistas e credores. Williamson (1988) argumenta que o financiamento de capital depende da tangibilidade dos ativos, uma vez que consiste em garantias de dívidas, o que geralmente reduz o risco do credor. Titman e Wessels (1988), Rajan e Zingales (1995) e Chen (2004) relataram relações positivas significativas entre a tangibilidade de ativos e a estrutura de capital de uma empresa. Definimos a tangibilidade dos ativos como a razão entre os ativos fixos e os ativos totais.

Diversos estudos analisaram a relação entre responsabilidade social corporativa e desempenho. Embora esses estudos indiquem uma relação positiva, os achados específicos são contraditórios, revelando posições negativas ou sem sentido e várias causalidades. Wu (2006) explica que esses resultados heterogêneos se originam de diversas medidas de responsabilidade corporativa e variáveis de desempenho. A RSC pode ser mensurada por vários indicadores, como relatórios integrados, *Global Reporting Initiative* (GRI) e índice de ESG. Paralelamente, as variáveis contábeis ROA, ROE ou Q de Tobin baseado no mercado podem representar o desempenho corporativo. Nesse estudo, utilizamos o ROE calculado pela relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido além do ROA.

Um dos aspectos essenciais a considerar na estimação de modelos econométricos entre RSC e DFC é incluir intervalos de tempo entre regressores de pelo menos um ano, uma vez que a responsabilidade social empresarial não afetará o desempenho da empresa de uma só vez. Além disso, incluímos uma análise de causa e efeito no modelo, pois a RSC e a estrutura de capital podem ter uma causalidade reversa.

### 3.3 Modelo econométrico

Com base na revisão da literatura, a análise da relação entre estrutura de capital e responsabilidade

social corporativa se desenvolve por meio do modelo econométrico evidenciado na equação (1):

$$RSC_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Estrutura de Capital}_{i,t} + \beta_2 \text{Instrumental}_{i,t-1} + \sum_{k=1}^{11} \alpha_k \text{Controle}_{k,t} + \beta_{12} \text{Setor}_{i,t} + \beta_{13} \text{País}_{i,t} + \mu_{i,t}$$

(eq. 1)

O ESG representa o índice de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) (ambiental, social e de governança) calculado pela Thomson & Reuters conforme Tabela 1; Estrutura de capital evidenciada por capital de terceiros (dívida de longo prazo) e patrimônio líquido (patrimônio líquido); Variável instrumental representada pela defasagem de dois períodos da estrutura de capital dada a questão relacionada à presença de endogeneidade; variáveis de controle (tamanho, idade, valor de mercado, fluxo de caixa operacional, tangibilidade, retorno sobre ativos, retorno sobre patrimônio líquido e valor patrimonial por ação); e, variáveis dummies para setor e país.

Considerando um painel curto, onde  $T < N$ , Fávero (2013) relata que uma estimativa robusta de erro padrão agrupado é alcançada observando a suposição de que os erros são independentes entre os indivíduos e que  $N \rightarrow \infty$ , ou seja, que  $(\epsilon_{i,t}, \epsilon_{j,s}) = 0$  para  $i \neq j$ , que  $E(\epsilon_{i,t}, \epsilon_{j,s})$  não é restrito e que  $\epsilon_{i,t}$  é heterocedástico. O passo inicial para a aplicação de um modelo de dados em painel, segundo Cameron e Trivedi (2009), é a aplicação de um modelo pooled ordinária de mínimos quadrados (POLS), que assume os regressores exógenos e o termo de erro  $\mu_{i,t}$  em vez da decomposição  $\alpha_i + \epsilon_{i,t}$ , conforme mostrado na equação (2):

$$y_{i,t} = \beta_0 + x'_{i,t} \beta_1 + \mu_{i,t}$$

(eq. 2)

Os parâmetros deste modelo são estimados usando OLS. No entanto, a inferência requer um controle de correlação dentro do erro  $\mu$  (i, t) para um determinado indivíduo; um é construído usando erros padrão robustos ou agrupados no nível individual. Nesse contexto, a suposição de exogeneidade entre variáveis é fundamental para inferências sobre a relação causal. Todavia, além da dificuldade de verificação nas finanças corporativas, esse é um problema improvável, uma vez que dados secundários de empresas são usados nessa área de conhecimento (Barros et al., 2010).

Devido à invalidade da premissa de não correlação, um ou mais regressores são endógenos, causando vies nos estimadores e inferências equivocadas. Problemas de endogeneidade surgem por três razões: variáveis omitidas, erros de medição do regressor e simultaneidade (Ketokivi & McIntosh, 2017). Por exemplo, Antonakis et al. (2010) realizaram uma revisão metodológica em uma amostra de 110 artigos de ciências sociais aplicadas

publicados em periódicos importantes nos últimos dez anos. A análise revelou que os pesquisadores falham em pelo menos 66% a 90% ao abordar modelos e condições de estimativa, invalidando inferências causais.

O objetivo deste estudo foi examinar a relação entre Responsabilidade Social Corporativa e Estrutura de Capital usando um estimador de painel dinâmico (GMM), que elimina as fontes primárias de endogeneidade inerentes à estimativa da relação proposta, de acordo com os estudos de Wintoki, Linck e Netter (2012). Estudos seminais sobre esse estimador foram preparados por Blundell e Bond (1998), Arellano e Bover (1995) e Arellano e Bond (1991), fornecendo especificações econômicas para gerenciar os problemas de endogeneidade que provavelmente estarão presentes no relacionamento que o estudo investiga.

## 4. Análise de Resultados

Seguindo as estimativas do modelo apresentadas na equação (1) e os seguintes procedimentos para o painel curto, realiza-se a primeira aplicação utilizando o estimador POLS. Observado pelos testes aplicados após a regressão, não houve colinearidade (VIF 1,56); no entanto, os resíduos foram identificados com heterocedasticidade. Assim, foi utilizado o estimador POLS com erros padrão agrupados robustos para correção de heterocedasticidade.

A análise das estatísticas descritivas (1) é fornecida na Tabela 2.

Tabela 2  
Estatística Descritiva

Variáveis	Obs.	Mediana	Coef. Var.	Desv. Pad.	[95% intervalo de confiança]	
ESG Score	14.370	56,519	0,322	17,842	55,051	55,635
EC	14.370	0,708	0,230	0,159	0,690	0,695
Tamanho	14.370	22,195	0,070	1,546	22,183	22,233
Idade	14.370	8,459	0,743	8,259	10,974	11,244
VM	14.370	0,776	1,527	1,771	1,131	1,189
FCO	14.370	0,020	6,640	0,090	0,012	0,015
Tangibilidade	14.370	0,639	0,344	0,218	0,630	0,637
ROA	14.370	0,110	0,788	0,096	0,121	0,124
ROE	14.370	0,276	7,213	3,480	0,425	0,539
VCA	14.370	12,334	9,572	279,032	24,587	33,712

Fonte. Dados da Pesquisa (2022).

Notas. EC (Estrutura de Capital); VM (Valor de Mercado); FCO (Fluxo de Caixa Operacional); ROA (Retorno sobre Ativos); ROE (Retorno sobre Patrimônio); VCA (Valor Contábil por Ação); Obs. (Observações); Coef. Var. (Coeficiente de Variação); Desv. Pad. (Desvio Padrão).

Contudo, considerando que a variável dependente, índice de ESG, apresenta continuidade no tempo, ou seja, valores passados explicam valores presentes e futuros, é necessário encontrar um método que resolva a questão da endogeneidade. Conseqüentemente, adotamos as variáveis instrumentais no modelo, operacionalizando na variável estrutura de capital a defasagem de um e dois períodos na especificação dinâmica.

Como uma proposta eficiente para resolver, ou pelo menos reduzir, problemas de endogeneidade, utilizou-se estimadores conhecidos como GMM. Segundo

Baum, Schaffer e Stillman (2007) e Roodman (2009),

esse método é o mais adequado para inferências sobre relacionamentos entre variáveis de interesse ao usar dados em painel. Principalmente nos casos em que se verifica o painel curto, ou seja, amostra numérica sobre o período analisado, variáveis dependentes, efeitos fixos, endogeneidade e heterocedasticidade em unidades individuais. Assim, o método dos momentos generalizados torna-se uma alternativa indiscutível para uma estabilidade dos parâmetros. Os resultados da equação (1) apresentam-se na Tabela 3.

Tabela 3  
Resultados das estimações em OLS pooled, IV 2SLS, and GMM 2SLS

Variável Dependente Estimador	ESG_Score OLS pooled		ESG_Score IVregress 2SLS		ESG_Score GMM 2SLS	
	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor
Estrutura do Capital	2,705 *** (0,823) <i>(err. pad.)</i>	0,001	7,883 *** (2,192)	0,000	8,219 *** (2,173)	0,000
Tamanho	6,502 *** (0,114) <i>(err. pad.)</i>	0,000	6,679 *** (0,132)	0,000	6,693 *** (0,132)	0,000
Idade	4,148 *** (0,217) <i>(err. pad.)</i>	0,000	4,141 *** (0,216)	0,000	4,140 *** (0,217)	0,000
Valor de Mercado	1,103 *** (0,170) <i>(err. pad.)</i>	0,000	1,109 *** (0,169)	0,000	1,110 *** (0,169)	0,000
FCO	-5,732 *** (1,762) <i>(err. pad.)</i>	0,001	-6,126 *** (1,795)	0,001	-6,144 *** (1,797)	0,001
Tangibilidade	1,523 ** (0,742) <i>(err. pad.)</i>	0,040	0,224 (0,894)	0,802	0,142 (0,891)	0,873
ROA	-7,729 *** (2,939) <i>(err. pad.)</i>	0,009	-7,976 *** (3,011)	0,008	-7,996 *** (3,017)	0,008
ROE	-0,057 ** (0,026) <i>(err. pad.)</i>	0,031	-0,044 * (0,255)	0,086	-0,043 * (0,025)	0,091
Valor Contábil por Ação	-0,001 (0,001) <i>(err. pad.)</i>	0,128	-0,001 (0,001)	0,113	-0,001 (0,001)	0,113
_intercepto	-133,77 ***	0,000	-140,14 ***	0,000	-140,59 ***	0,000
EUA						
CHINA	-13,039 ***	0,000	-13,139 ***	0,000	-13,146 ***	0,000
JAPÃO	-5,532 ***	0,000	-5,803 ***	0,000	-5,823 ***	0,000
ALEMANHA	6,215 ***	0,000	6,493 ***	0,000	6,512 ***	0,000
ÍNDIA	3,006 ***	0,000	2,776 ***	0,000	2,763 ***	0,000
REINO UNIDO	10,233 ***	0,000	10,495 ***	0,000	10,510 ***	0,000
FRANÇA	9,967 ***	0,000	10,109 ***	0,000	10,116 ***	0,000
ITÁLIA	12,354 ***	0,000	12,516 ***	0,000	12,522 ***	0,000
BRASIL	8,124 ***	0,000	7,890 ***	0,000	7,843 ***	0,000
CANADÁ	3,926 ***	0,000	3,965 ***	0,000	3,972 ***	0,000
Sector						
Comunicações						
Consumo cíclico	0,056	0,923	-0,131	0,824	-0,151	0,797
Consumo não cíclico	0,616	0,363	0,414	0,545	0,395	0,563
Energia	4,014 ***	0,000	3,711 ***	0,000	3,686 ***	0,000
Saúde	4,643 ***	0,000	4,229 ***	0,000	4,202 ***	0,000
Bens Industriais	0,320	0,577	0,292	0,612	0,288	0,616
Tecnologia da Informação	7,298 ***	0,000	6,956 ***	0,000	6,930 ***	0,000
Materiais básicos	3,948 ***	0,000	3,629 ***	0,000	3,603 ***	0,000
Imobiliário	11,195 ***	0,000	10,708 ***	0,000	10,668 ***	0,000
Utilidade pública	-0,022	0,974	0,002	0,998	-0,001	0,999
Prob > F =	0,000		0,000		0,000	
R-quadrado =	0,3631		0,3617		0,3615	
Estatística de						
Superidentificação de Sargan						
Chi-sq(1) P-val =			0,103		0,265	

Fonte: Dados da Pesquisa (2022).

Notas. \*\*\*, \*\*, \* indicam níveis de significância estatística a 1%, 5%, e 10%, respectivamente. FCO (fluxo de caixa operacional); ROA (retorno sobre ativos); ROE (retorno sobre patrimônio líquido).

Três estimadores foram aplicados no modelo de regressão (eq. 1). Os resultados da estimação POLS apresentados na Tabela 3, representados por seus coeficientes e valores de significância, diferem daqueles com variáveis instrumentais 2SLS e GMM 2SLS. Os resultados encontrados para os parâmetros das variáveis e relevância do p-valor são semelhantes nesses dois últimos estimadores.

Portanto, consideramos os resultados derivados do estimador GMM 2SLS, pois ele possui resultados mais confiáveis em termos de coeficientes de estrutura de capital e erros padrão em comparação com os outros estimadores. Os resultados mostram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre RSC (ESG\_score) e estrutura de capital, bem como para as variáveis de controle: tamanho, idade e valor de mercado da empresa. Esses achados são consistentes com os estudos de Yang et al. (2018) e Hamrouni et al. (2019). Enquanto o fluxo de caixa operacional e o ROA são estatisticamente significativos ao nível de 1%, seus parâmetros são negativos. O resultado do parâmetro ROE é negativo e estatisticamente significativo a 10%. Este modelo não apresentou resultados estatísticos significativos entre RSC (ESG\_score) e variáveis de controle, tangibilidade e valor contábil por ação.

Em particular, notamos a correlação negativa entre RSC (ESG\_score) e as variáveis de desempenho, ROA e ROE. Esses resultados são semelhantes ao estudo de Xiao et al. (2018). Os autores argumentam que, geralmente, as empresas de países com alto desempenho de sustentabilidade têm mais dificuldade em capitalizar a RSC do que aquelas de países com níveis relativamente baixos de RSC. Esta é provavelmente uma das explicações para os resultados heterogêneos em outros estudos que investigaram a relação entre CSP e o índice RSC.

Ao verificar os resultados do sinal para as variáveis de controle do fluxo de caixa operacional (negativo), ROA (negativo) e valor de mercado (positivo), esses achados são consistentes com o estudo de Aouadi e Marsat (2018). Seu estudo revelou que grandes empresas com visibilidade ampliada e altos índices ESG se correlacionam positivamente com o valor de mercado e afetam negativamente os fluxos de caixa operacionais, aumentando os custos ou diminuindo as receitas e conduzindo a um menor desempenho operacional.

Além disso, os coeficientes têm uma interpretação percentual e um arranjo ceteris paribus. Especificamente, o coeficiente de estrutura de capital de 8,219 sugere que, mantendo constantes fatores como tamanho, idade, valor

de mercado, fluxo de caixa operacional, tangibilidade, ROA, ROE e valor contábil por ação, um aumento na estrutura de capital resultaria previsivelmente em um aumento de 8,219 no ESG Score. Esse aumento representa aproximadamente 821,9% [100(8,219)] em ESG. Para todos os dez países, os resultados revelam significância estatística ao nível de 1%, enquanto apenas os setores de energia, saúde, tecnologia da informação, materiais e imóveis são estatisticamente significativos para os setores econômicos. Da mesma forma, o modelo desenvolvido por Allouche e Laroche (2005), ao realizar uma metanálise em estudos sobre os efeitos da RSC no DFC, demonstra a relevância da identificação de setores econômicos e países. Igualmente, McWilliams, Siegel e Wright (2006) revelam a importância da qualificação do país, região e ramo de negócios das empresas em modelos com o tema RSC.

Observando a constante, podemos notar que o valor do intercepto (-140,59) na abcissa (Y) é negativo e zero na ordenada (X). Ao valor dessa constante, somamos os parâmetros já multiplicados pelas respectivas dummies dos países e setores econômicos para verificar suas diferenças. O coeficiente angular (8,219x) da regressão linear é o mesmo para todos os países. Consequentemente, a inclinação da linha não muda. O valor constante se altera de acordo com o país e setor econômico. Por exemplo, considerando o setor de energia na China e na Itália, o intercepto da China resulta em (-140,59) + (-13,146) + 3,686 = -150,05, enquanto para a Itália, o valor corresponde a (-140,59) + 12,522 + 3,686 = -124,38. Em suma, ao observar a linha de regressão, verificamos que as empresas de energia chinesas precisam de uma estrutura de capital mais significativa para atingir um índice de RSC específico do que as empresas italianas.

Na Figura 1, o gráfico mostra a análise do setor de energia para empresas na China e na Itália.

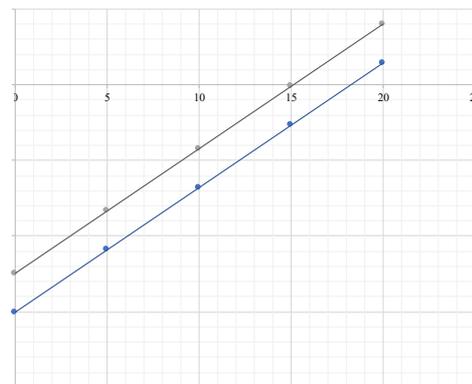


Figura 1. Desempenho da RSC e Estrutura de Capital das empresas chinesas e italianas do setor de energia. Fonte: dados da pesquisa.

Na Tabela 4, destacamos que para a China atingir um índice de RSC positivo, a contribuição necessária para a estrutura de capital de suas empresas públicas é maior em comparação com outros países. Proporcionalmente, é composto por mais de 20% do que a Itália, 18% do que o Reino Unido e a França, 16% do que o Brasil, 15% do que a Alemanha, 13% do que o Canadá, 12% do que a Índia, 9% do que os Estados Unidos da América e 5% do que o Japão. Além disso, o setor imobiliário é o setor econômico das empresas chinesas com a maior diferença na estrutura de capital em relação a outros países. Enquanto, a menor diferença se encontra no setor de consumo discricionário.

**Tabela 4**  
*Comparativo entre a Estrutura de Capital de empresas chinesas, americanas, japonesas e brasileiras com empresas das dez maiores economias, para um desempenho positivo de ESG.*

	ITA	UK	FRA	BRA	GER	CAN	IND	USA	JAP	CHI
CHI	0.20	0.18	0.18	0.16	0.15	0.13	0.09	0.05	0.05	—
USA	0.10	0.08	0.08	0.06	0.05	0.03	0.02	0.02	0.04	0.09
JAP	0.15	0.13	0.12	0.10	0.09	0.07	0.06	0.04	0.04	0.05
BRA	0.04	0.02	0.02	—	0.01	0.04	0.03	0.06	0.09	0.14

Fonte. Dados da Pesquisa.

Notas. USA – Estados Unidos da América, CHI – China, JAP – Japão, GER – Alemanha, IND – Índia, UK – Reino Unido, FRA – França, ITA – Itália, BRA – Brasil, and CAN – Canadá.

No que diz respeito aos Estados Unidos da América, primeiro classificado no PIB 2019, há necessidade de uma estrutura de capital maior para que as empresas de capital aberto alcancem um índice de RSC positivo. Proporcionalmente, é mais de 10% do que a Itália, 8% do que o Reino Unido e a França, 6% do que o Brasil, 5% do que a Alemanha, 3% do que o Canadá e 2% do que a Índia, conforme mostra a Tabela 4. As empresas públicas americanas precisam de estrutura de capital menor que as empresas japonesas e chinesas, 4% e 9% respectivamente.

Por sua vez, o Japão, em relação às empresas de capital aberto, precisa de uma estrutura de capital maior para atingir um índice de RSC positivo do que as empresas italianas, inglesas, francesas, brasileiras, alemãs, canadenses, indianas e americanas, 15%, 13%, 12%, 10%, 9%, 7%, 6% e 4%, respectivamente. Como contraparte, as empresas japonesas precisam de menos estrutura de capital do que 5% das empresas chinesas, conforme Tabela 4.

Nesse contexto, para que as empresas de capital aberto no Brasil (nono colocado no PIB 2019) alcancem um índice de RSC positivo, essas necessitam de uma estrutura de capital maior apenas para as italianas (4%), inglesas (2%) e francesas (2%), conforme Tabela 4. Por sua vez, a estrutura de capital exigida é menor em relação às empresas de capital aberto da Alemanha (1%), Índia (4%), Canadá (3%), Estados Unidos da América (6%), Japão (9%) e China (14%).

Complementarmente, notamos que o país que alcança o índice de RSC positivo com a menor estrutura de capital são as empresas de capital aberto da Itália (oitava no ranking do PIB de 2019).

## 5. Considerações Finais

Nos últimos anos, acompanhando um movimento global, as sociedades passaram a dar maior importância às ações sociais responsáveis das empresas. Diante disso, defendemos que o nível de RSC é estimulado pela influência de todos os seus stakeholders, o que pode ser verificado pela estrutura de capital das empresas. Neste artigo, somos guiados pela seguinte questão de pesquisa: A estrutura de capital influencia o desempenho da responsabilidade social corporativa?

Conforme demonstrado, nenhuma evidência nos conduziu a rejeitar nossa hipótese e, portanto, nossos resultados revelam que a estrutura de capital se correlaciona positivamente com o desempenho de RSC. É fundamental destacar que as variações encontradas entre os países, decorrem principalmente de empresas de nações com maior PIB, as quais necessitam de uma estrutura de capital mais significativa do que as menores para obter um índice de RSC positivo. Acreditamos que esse contraste se deve ao tamanho das empresas, pois são maiores do que aquelas apresentadas em países com menor PIB. Consequentemente, as empresas dos países com maior PIB precisam de uma estrutura de capital mais significativa para financiar todas as suas atividades operacionais e ações de RSC. No entanto, nossa posição precisa ser melhor investigada, pois outros elementos podem levar a uma estrutura de capital mais significativa além do tamanho das empresas.

Além disso, outros resultados merecem atenção. Primeiramente, ressaltamos que as variáveis de desempenho financeiro do modelo apresentaram coeficientes negativos, o que indica que os gastos incorridos para aumentar o desempenho de RSC não geram retorno. Apontamos essa observação devido ao curto período de tempo analisado neste estudo. Também enfatizamos que a RSC afeta a reputação da empresa. Isso, por sua vez, está diretamente relacionado ao desempenho financeiro. Contudo, é necessário notar que a reputação corporativa não deriva de um processo de curto prazo – razão fundamental para inferir que o desempenho financeiro corporativo ocorre no longo prazo. Encorajamos mais pesquisas para verificar tais relações em um período de tempo maior.

Em segundo lugar, os achados apontam divergência entre os sinais dos parâmetros do valor de mercado da empresa e o valor patrimonial por ação e sua significância, presente apenas no valor de mercado. Esses resultados não são surpreendentes tendo em vista as diferentes

finalidades de cada variável, quais sejam, o valor atribuído pelo mercado à organização e o valor contábil da empresa. Entendemos que os achados positivos e estatisticamente significativos na relação entre valor de mercado e índice de RSC se devem ao fato de a RSC ter em sua constituição um ativo intangível: a reputação corporativa. Com efeito, o mercado pondera as ações de RSC e julga se elas devem ser aceitas. O resultado converge para a aceitação dessas práticas, geradoras de valor para a firma, justificando a associação positiva e significativa.

Por seu turno, os resultados estão intimamente relacionados ao índice de ESG utilizado como um proxy para RSC, o que consideramos uma limitação do estudo. Apesar de ser uma escolha metodológica, existem vários indicadores de RSC com diferentes elementos e pesos. Assim, os resultados podem diferir entre si. Para consolidar os resultados apresentados nesta pesquisa, encorajamos novas pesquisas com diferentes indicadores de RSC.

Ademais, refletimos se empresas com estrutura de capital alavancada são mais sustentáveis ou disseminam melhor as estratégias de RSC? Assim como a maioria dos índices de RSC, a pontuação ESG também é baseada em divulgações sociais, ambientais e de governança. Quais são as informações de ESG divulgadas por empresas que adotam práticas de RSC? Existe um gerenciamento dessas informações para atender às demandas e diminuir as pressões externas da sociedade? As respostas para essas perguntas podem ser encontradas em estudos que investigam a conduta interna das empresas.

Esperamos contribuir com a literatura a partir dos resultados obtidos e discussão teórica realizada. Buscamos fomentar novas discussões sobre as questões que envolvem a adoção de práticas socialmente responsáveis por empresas de diversas localidades da economia global. Entendemos que o debate não se encerra neste artigo, necessitando de novas vozes e evidências, pois vivemos em uma sociedade em constante mudança e, cada vez mais, novos fatores têm influenciado as organizações.

## Referências

Ahmed, A. H., Eliwa, Y., & Power, D. M. (2019). The impact of corporate social and environmental practices on the cost of equity capital: UK evidence. *International Journal of Accounting & Information Management*, 27(3), 425–441. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-11-2017-0141>.

Al Amosh, H., Khatib, S. F., Alkurdi, A., & Bazhair, A. H. (2022). Capital structure decisions and environmental, social and governance performance: Insights from Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. <https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2021-0453>

Al-Dah, B., Dah, M., & Jizi, M. (2018). Is CSR reporting always favorable?. *Management Decision*, 56(7), 1506–1525. <https://doi.org/10.1108/MD-05-2017-0540>.

Alakent, E., Goktan, M. S., & Khoury, T. A. (2020). Is venture

capital socially responsible? Exploring the imprinting effect of VC funding on CSR practices. *Journal of Business Venturing*, 35(3), 106005. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2020.106005>

Allouche, J., & Laroche, P. (2005). A meta-analytical investigation of the relationship between corporate social and financial performance. *Revue de Gestion des Ressources Humaines*. pp. 18. N°. hal-00923906. <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00923906/>.

Almeida, M. A., & Santos, J. F. (2016). Capital structure and voluntary disclosure of information on corporate social responsibility in Brazilian companies. *Revista de Ciências da Administração*, 109-127. <https://link.gale.com/apps/doc/A466519995/E?u=anon~9706ab40&sid=googleScholar&xid=fe48aff5>

Antonakis, J., Bendahan, S., Jacquart, P., & Lalive, R. (2010). On making causal claims: A review and recommendations. *The Leadership Quarterly*, 21(6), 1086–1120. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2010.10.010>.

Aouadi, A., & Marsat, S. (2018). Do ESG controversies matter for firm value? Evidence from international data. *Journal of Business Ethics*, 151(4), 1027–1047. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3213-8>.

Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297. <https://doi.org/10.2307/2297968>.

Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29–51. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(94\)01642-D](https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01642-D).

Bae, K. H., El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Zheng, Y. (2019). Does corporate social responsibility reduce the costs of high leverage? Evidence from capital structure and product market interactions. *Journal of Banking & Finance*, 100, 135–150. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.11.007>.

Baraibar-Diez, E., & Sotorrío, L. L. (2018). O efeito mediador da transparência na relação entre responsabilidade social corporativa e reputação corporativa. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 20(1), 05–21. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v20i1.3600>.

Barros, L. A. B. D. C., Castro, F. H., Di Miceli da Silveira, A., & Bergmann, D. R. (2010). Endogeneity in Corporate Finance Empirical Research (In Portuguese). Available at SSRN 1593187. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1593187>.

Bartholdy, J., & Mateus, C. (2006). Debt and Taxes: Evidence from bank-financed unlisted firms. Aarhus School of Business, Finance Research Group, Working paper F-2006, 2.

- Baum, C. F., Schaffer, M. E., & Stillman, S. (2007). Enhanced routines for instrumental variables/generalized method of moments estimation and testing. *The Stata Journal*, 7(4), 465-506. <https://doi.org/10.1177/1536867X0800700402>.
- Ben Saad, S., & Belkacem, L. (2022). How does corporate social responsibility influence firm financial performance?. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 22(1), 1-22. <https://doi.org/10.1108/CG-10-2020-0467>
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8).
- Cai, Y., Jo, H., & Pan, C. (2012). Doing well while doing bad? CSR in controversial industry sectors. *Journal of Business Ethics*, 108(4), 467-480. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-1103-7>.
- Cai, Y., Pan, C. H., & Statman, M. (2016). Why do countries matter so much in corporate social performance?. *Journal of Corporate Finance*, 41, 591-609. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.09.004>
- Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (2009). *Microeconometrics with STATA*. College Station, TX: StataCorp LP.
- 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. <https://doi.org/10.5465/amr.2007.25275684>.
- Campos-Rasera, P. P., de Abreu Passos, G., & Colauto, R. D. (2021). Does capital structure influence the performance of corporate social responsibility? An analysis in companies of the world's largest economies. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 15, e174007-e174007. <http://dx.doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2021.174007>
- Cantino, V., Devalle, A., & Fiandrino, S. (2017). ESG Sustainability and Financial Capital Structure: Where they Stand Nowadays. *International Journal of Business and Social Science*, 8(5), 116-126. <http://hdl.handle.net/2318/1650869>.
- Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of Management Review*, 4(4), 497-505. <https://doi.org/10.5465/amr.1979.4498296>.
- Carroll, A. B. (2008). A History of Corporate Social Responsibility: Concepts and Practices. In Crane, A., McWilliams, A., Matten, D., Moon, J., & Siegel, D. (eds.) *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*. Oxford University Press, 19-46.
- Carroll, A. B., & Shabana, K. M. (2010). The business case for corporate social responsibility: A review of concepts, research, and practice. *International Journal of Management Reviews*, 12(1), 85-105. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2009.00275.x>.
- Chang, X., & Dasgupta, S. (2003). Financing the deficit: Debt capacity, information asymmetry, and the debt-equity choice. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.431460>
- Chen, J. J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, 57(12), 1341-1351. [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(03\)00070-5](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(03)00070-5).
- Chen, Y. C., Hung, M., & Wang, Y. (2018). The effect of mandatory CSR disclosure on firm profitability and social externalities: Evidence from China. *Journal of Accounting and Economics*, 65(1), 169-190. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2017.11.009>.
- Cho, S. Y., Lee, C., & Pfeiffer Jr, R. J. (2013). Corporate social responsibility performance and information asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 71-83. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2012.10.005>.
- Cochran, P. L., & Wood, R. A. (1984). Corporate social responsibility and financial performance. *Academy of Management Journal*, 27(1), 42-56. <https://doi.org/10.5465/255956>.
- Cosenza, J. P., Ribeiro, C. M. A., Levy, A., & Dios, S. A. (2018). CSR Sensemaking on the collapse of the Samarco's tailings dam. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 12(1), 1-16. <http://dx.doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2018.151356>.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A. & Yang, Y. G. (2011). Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100. <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>.
- Drempetic, S., Klein, C., & Zwergel, B. (2019). The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review. *Journal of Business Ethics*, 1-28. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04164-1>.
- Durand, D. (1952). Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems in Measurement. In: NBER BOOKS. *Conference on Research in Business Finance*. New York: National Bureau of Economic Research, 215-262. <http://www.nber.org/chapters/c4790>.
- Fávero, L. P. L. (2013). Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. *BBR-Brazilian Business Review*, 10(1), 131-156. <https://www.redalyc.org/pdf/1230/123025719006.pdf>.
- Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2019). Corporate Sustainability, Capital Markets, and ESG Performance. In *Individual Behaviors and Technologies for Financial Innovations* (287-309). Springer, Cham.

- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Ghoul, S. E., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388–2406. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.02.007>
- Goldstein, R., Ju, N., & Leland, H. (2001). An EBIT-based model of dynamic capital structure. *The Journal of Business*, 74(4), 483-512. <https://doi.org/10.1086/322893>
- Gössling, T., & Vocht, C. (2007). Social role conceptions and CSR policy success. *Journal of Business Ethics*, 74(4), 363-372. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9512-3>
- Ghardallou, W. (2022). Capital structure decisions and corporate performance: does firm's profitability matter?. *Journal of Scientific & Industrial Research*, 81(08), 859-865. <https://doi.org/10.56042/jsir.v81i08.59697>
- Hamrouni, A., Boussaada, R., & Ben Farhat Toumi, N. (2019). Corporate social responsibility disclosure and debt financing. *Journal of Applied Accounting Research*, 20(4), 394-415. <https://doi.org/10.1108/JAAR-01-2018-0020>
- IMF (2019) – International Monetary Funds. Retrieved from: [https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO\\_WORLD](https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO_WORLD)
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Ketokivi, M., & McIntosh, C. N. (2017). Addressing the endogeneity dilemma in operations management research: Theoretical, empirical, and pragmatic considerations. *Journal of Operations Management*, 52, 1–14. <https://doi.org/10.1016/j.jom.2017.05.001>
- Khan, E.A. and Quaddus, M. (2020). Financial bootstrapping of informal micro-entrepreneurs in the financial environment: A moderated mediation analysis. *International Journal of Sociology and Social Policy*, 40(11/12), 1533-1550. <https://doi.org/10.1108/IJSSP-07-2019-0138>
- Kochhar, R. (1997). Strategic assets, capital structure, and firm performance. *Journal of Financial and Strategic decisions*, 10(3), 23–36.
- Křišťofík, P., Medzihorský, J., & Musa, H. (2022). Capital Structure and Its Determinants: A Comparison of European Top-Rated CSR and Other Companies. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(8), 325. <https://doi.org/10.3390/jrfm15080325>
- Le, T. T. (2022). Corporate social responsibility and SMEs' performance: mediating role of corporate image, corporate reputation and customer loyalty. *International Journal of Emerging Markets*, ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-07-2021-1164>
- Lemmon, M. L., & Zender, J. F. (2010). Debt capacity and tests of capital structure theories. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(5), 1161-1187. <https://doi.org/10.1017/S0022109010000499>
- Lopatta, K., Jaeschke, R., & Chen, C. (2017). Stakeholder engagement and corporate social responsibility (CSR) performance: International evidence. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(3), 199-209. <https://doi.org/10.1002/csr.1398>
- Low, M. P. (2016). Corporate social responsibility and the evolution of internal corporate social responsibility in 21<sup>st</sup> century. *Asian Journal of Social Sciences and Management Studies*, 3(1), 56–74. <https://doi.org/10.20448/journal.500/2016.3.1/500.1.56.74>
- Lu, H., Oh, W. Y., Kleffner, A., & Chang, Y. K. (2021). How do investors value corporate social responsibility? Market valuation and the firm specific contexts. *Journal of Business Research*, 125, 14-25. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.11.063>
- Madison, N.; Schiehl, E. (2021). The Effect of Financial Materiality on ESG Performance Assessment. *Sustainability*, 13, 3652. <https://doi.org/10.3390/su13073652>
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2000). Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*, 21(5), 603–609. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(200005\)21:5%3C603::AID-SMJ101%3E3.0.CO;2-3](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(200005)21:5%3C603::AID-SMJ101%3E3.0.CO;2-3)
- McWilliams, A., Siegel, D. S., & Wright, P. M. (2006). Corporate social responsibility: Strategic implications. *Journal of Management Studies*, 43(1), 1–18. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2006.00580.x>
- Miralles-Quirós, J. L., Miralles-Quirós, M. D. M., & Valente Gonçalves, L. M. (2019). The Profitability of Moving Average Rules: Smaller Is Better in the Brazilian Stock Market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(1), 150-167. <https://doi.org/10.3390/su11051404>
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Myers, S. M. (2003). Financing of Corporations, In: Constantinides, G. M., Harris, M. & René M. Stulz, R. M. *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 1, Part A. Elsevier: Amsterdam, 215–253.
- Nollet, J., Filis, G., & Mitrokostas, E. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. *Economic Modelling*, 52, 400-407. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2015.09.019>

- Pfajfar, G., Shoham, A., Matecka, A., & Zalaznik, M. (2022). Value of corporate social responsibility for multiple stakeholders and social impact—Relationship marketing perspective. *Journal of Business Research*, 143, 46-61. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.01.051>
- Prado-Lorenzo, J. M., Gallego-Alvarez, I., & Garcia-Sanchez, I. M. (2009). Stakeholder engagement and corporate social responsibility reporting: the ownership structure effect. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 16(2), 94-107. <https://doi.org/10.1002/csr.189>.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>.
- Revelli, C., & Viviani, J. L. (2015). Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? A meta-analysis. *Business Ethics: A European Review*, 24(2), 158-185. <https://doi.org/10.1111/beer.12076>.
- Rodriguez-Fernandez, M. (2016). Social responsibility and financial performance: The role of good corporate governance. *BRQ Business Research Quarterly*, 19(2), 137-151. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2015.08.001>.
- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The Stata Journal*, 9(1), 86-136. <https://doi.org/10.1177/1536867X0900900106>.
- Saeidi, S. P., Sofian, S., Saeidi, P., Saeidi, S. P., & Saeidi, S. A. (2015). How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction. *Journal of Business Research*, 68(2), 341-350. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.06.024>.
- Sari, I. A. G. D. M., & Sedana, I. B. P. (2020). Profitability and liquidity on firm value and capital structure as intervening variable. *International research journal of management, IT and Social Sciences*, 7(1), 116-127. <https://doi.org/10.21744/irjmis.v7n1.828>
- Scholten, B. (2008). A note on the interaction between corporate social responsibility and financial performance. *Ecological economics*, 68(1-2), 46-55. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2008.01.024>.
- Servaes, H., & Tamayo, A. (2013). The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. *Management Science*, 59(5), 1045-1061. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1120.1630>.
- Teixeira, E. A., Nossa, V., & Funchal, B. (2011). O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 29-44. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000100003>.
- Thomson & Reuters (2020). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from Refinitiv. Retrieve from: [https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en\\_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf](https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf)
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>.
- Ullmann, A. A. (1985). Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of US firms. *Academy of Management Review*, 10(3), 540-557. <https://doi.org/10.5465/amr.1985.4278989>.
- Viswanath, P. V. (1993). Strategic considerations, the pecking order hypothesis, and market reactions to equity financing. *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 28(2), 213-234. <https://doi.org/10.2307/2331287>.
- Wang, Z., & Sarkis, J. (2017). Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance. *Journal of Cleaner Production*, 162, 1607-1616. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.06.142>.
- Williamson, O. E. (1988). Corporate finance and corporate governance. *The Journal of Finance*, 43(3), 567-591. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04592.x>.
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.03.005>.
- Wu, M. L. (2006). Corporate social performance, corporate financial performance, and firm size: A meta-analysis. *Journal of American Academy of Business*, 8(1), 163-171.
- Xiao, C., Wang, Q., van der Vaart, T., & van Donk, D. P. (2018). When does corporate sustainability performance pay off? The impact of country-level sustainability performance. *Ecological economics*, 146, 325-333. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2017.11.025>.
- Xu, S., Liu, D., & Huang, J. (2015). Corporate social responsibility, the cost of equity capital and ownership structure: An analysis of Chinese listed firms. *Australian Journal of Management*, 40(2), 245-276. <https://doi.org/10.1177%2F0312896213517894>.
- Yang, S., He, F., Zhu, Q., & Li, S. (2018). How does corporate social responsibility change capital structure?. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 25(3-4), 352-387. <https://doi.org/10.1080/16081625.2017.1354710>.
- Yeh, C. C., Lin, F., Wang, T. S., & Wu, C. M. (2020). Does corporate social responsibility affect cost of capital in China?. *Asia Pacific Management Review*, 25(1), 1-12. <https://doi.org/10.1016/j.apmr.2019.04.001>