



## EFEITO DA SUSTENTABILIDADE CORPORATIVA NO VALOR DA EMPRESA E DESEMPENHO FINANCEIRO: ESTUDO NOS PRINCIPAIS MERCADOS DE CAPITAIS DA AMÉRICA LATINA

Aluno Doutorado/Ph.D. Student Thamirys de Sousa Correia [ORCID iD<sup>1</sup>](#), Aluno Doutorado/Ph.D. Student Risolene Alves de Macena Araújo [ORCID iD<sup>2</sup>](#), Doutor/Ph.D. Wenner Glaucio Lopes Lucena [ORCID iD<sup>1</sup>](#)

<sup>1</sup>Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, Paraíba, Brazil. <sup>2</sup>Universidade Federal do Pará – UFPA, Belém, Pará, Brazil

**Aluno Doutorado/Ph.D. Student Thamirys de Sousa Correia**

[0000-0002-2924-4434](#)

**Programa de Pós-Graduação/Course**

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba

**Aluno Doutorado/Ph.D. Student Risolene Alves de Macena Araújo**

[0000-0001-6423-6299](#)

**Programa de Pós-Graduação/Course**

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba

**Doutor/Ph.D. Wenner Glaucio Lopes Lucena**

[0000-0002-2476-7383](#)

**Programa de Pós-Graduação/Course**

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba

### Resumo/Abstract

O estudo tem por objetivo analisar a influência da sustentabilidade corporativa no valor da empresa e desempenho financeiro nos principais mercados de capitais da América Latina no período de 2012 a 2021, a partir da perspectiva da teoria dos stakeholders, com uma amostra que compreende 183 empresas. Para tanto, a sustentabilidade corporativa foi mensurada a partir da pontuação ESG, disponibilizada pela base de dados Thomson Reuters®, cuja dimensões compreendem os pilares ambiental, social e de governança. A criação de valor e o desempenho financeiro – também disponibilizadas pela Thomson Reuters® – refletem respectivamente o valor de mercado das empresas, considerando o custo de reposição do capital que ela necessita (Q de Tobin) e o retorno sobre os ativos (ROA). Isso posto, a partir de regressão de efeitos fixos robustos, com dados em painel, é possível inferir que a sustentabilidade corporativa - mensurada pela pontuação geral das dimensões ambiental, social e governança corporativa (ESG) - impacta negativamente o desempenho financeiro e a criação de valor das empresas, ao nível de 5% e 1% respectivamente, em modelo sem variáveis de controle. Como também, ao realizar análises individuais das dimensões de ESG, os resultados indicam que o ESG



governança e ESG ambiental influencia de maneira negativa o  $q$  de Tobin, ao nível de 5%, também em modelo sem variáveis de controle. Como justificativa para esse resultado, tem-se que os custos de implementação de ESG podem não serem refletidos em resultados positivos, ou até mesmo pela falta de apoio institucional que garanta aprovação dos stakeholders.

**Modalidade/Type**

Artigo Científico / Scientific Paper

**Área Temática/Research Area**

Tópicos Especiais de Contabilidade (TEC) / Special Topics in Accounting



## EFEITO DA SUSTENTABILIDADE CORPORATIVA NO VALOR DA EMPRESA E DESEMPENHO FINANCEIRO: ESTUDO NOS PRINCIPAIS MERCADOS DE CAPITAIS DA AMÉRICA LATINA

### RESUMO

O estudo tem por objetivo analisar a influência da sustentabilidade corporativa no valor da empresa e desempenho financeiro nos principais mercados de capitais da América Latina no período de 2012 a 2021, a partir da perspectiva da teoria dos *stakeholders*, com uma amostra que compreende 183 empresas. Para tanto, a sustentabilidade corporativa foi mensurada a partir da pontuação ESG, disponibilizada pela base de dados Thomson Reuters®, cuja dimensões compreendem os pilares ambiental, social e de governança. A criação de valor e o desempenho financeiro – também disponibilizadas pela Thomson Reuters® – refletem respectivamente o valor de mercado das empresas, considerando o custo de reposição do capital que ela necessita ( $Q$  de Tobin) e o retorno sobre os ativos (ROA). Isso posto, a partir de regressão de efeitos fixos robustos, com dados em painel, é possível inferir que a sustentabilidade corporativa - mensurada pela pontuação geral das dimensões ambiental, social e governança corporativa (ESG) - impacta negativamente o desempenho financeiro e a criação de valor das empresas, ao nível de 5% e 1% respectivamente, em modelo sem variáveis de controle. Como também, ao realizar análises individuais das dimensões de ESG, os resultados indicam que o ESG governança e ESG ambiental influencia de maneira negativa o  $q$  de Tobin, ao nível de 5%, também em modelo sem variáveis de controle. Como justificativa para esse resultado, tem-se que os custos de implementação de ESG podem não serem refletidos em resultados positivos, ou até mesmo pela falta de apoio institucional que garanta aprovação dos *stakeholders*.

**Palavras-Chave:** Sustentabilidade Corporativa. ESG. Valor da Empresa. Desempenho Financeiro.

### 1 INTRODUÇÃO

As declarações de missão das corporações mudaram bastante ao longo dos anos. Se anteriormente houve um debate sobre a maximização do lucro de curto prazo, recentemente o foco mudou fortemente para a versão mais sustentável e mais orientada para o longo prazo da criação de valor. Os interesses públicos deixaram de enxergar as corporações apenas como participantes do mercado financeiro para considerá-las como atores que devem contribuir para o bem-estar da sociedade e do meio ambiente (Zhao et al., 2018; Zumente & Bistrova, 2021; Budsaratragoon & Jitmanee, 2021). Isso significa que, o crescente foco na sustentabilidade entre empresas, investidores e a sociedade como um todo, abre espaço para perguntas sobre como os esforços de sustentabilidade podem criar valor, e para quem. Uma vez que as consequências da globalização estão se tornando mais evidentes em muitas partes do mundo, a necessidade de iniciativas sustentáveis é de grande importância (Dahlberg & Wiklund, 2018).

Dados os frequentes escândalos financeiros, como parte da estratégia e em resposta à pressão das autoridades, ONGs e partes interessadas, mais empresas tem buscado serem socialmente responsáveis, ambientalmente sustentáveis e gerenciadas de forma correta. Desejando, com isso, fornecer a todas as partes interessadas uma imagem clara de suas práticas e esforços de responsabilidade corporativa. Consequentemente, os aspectos ambientais, sociais e de governança (ESG) se desenvolveram em uma variedade de dimensões ao longo de mais de duas décadas. Um número crescente de empresas estão agora envolvidas em um amplo



conjunto de atividades de ESG, e esta importante questão se tornou um tópico de muita atenção (Alareeni & Hamdan, 2020; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021).

O ESG se refere ao desempenho ambiental, social e de governança corporativa que é considerado na tomada de decisões corporativas. As informações ESG trata-se do sistema jurídico no qual o emissor de títulos divulga as informações de gestão ambiental, social, de governança e financeira da empresa de maneira abrangente, oportuna e precisa para que o mercado tenha um julgamento racional do valor do investimento a fim de salvaguardar os legítimos direitos e interesses dos acionistas ou credores. Desde 1992, a Iniciativa Financeira do Programa Ambiental das Nações Unidas tem defendido que as instituições financeiras integrem fatores ESG no processo de tomada de decisão. Desde então, o ESG tornou-se gradualmente uma das três principais dimensões para a comunidade internacional medir a capacidade de desenvolvimento sustentável das entidades econômicas (Zhao et al., 2018).

Os dados de desempenho ESG se tornaram uma ferramenta para avaliar investimento em termos de sustentabilidade (Forcadell, Aracil & Úbeda, 2019, Broadstock, Matousek, Meyer & Tzeremes, 2019, Sempere-Ripoll et al., 2020; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021). No entanto, deve-se afirmar que as diferentes agências de classificação usam diferentes quantidades de dados subjacentes para classificar as empresas no ESG, o que pode resultar em classificações diferentes de agências diferentes (Dahlberg & Wiklund, 2018). Para o presente estudo, será trabalhado com o sistema de classificação da *Thomson Reuters Eikon ESG*.

Nesse contexto, Dahlberg e Wiklund (2018) fazem as seguintes ponderações a respeito de cada dimensão do ESG: para a dimensão ambiental, é afirmado que é provavelmente o primeiro fator que vem à mente quando se pensa em sustentabilidade, bem com dependendo do tipo de negócio conduzido, o impacto ambiental das operações de uma empresa será diferente; uma empresa de petróleo, por exemplo, tem um impacto muito maior no meio ambiente do que uma empresa de consultoria baseada na *web*; a dimensão fator social, consiste em identificar e gerenciar o impacto que as empresas têm nas pessoas ao redor do mundo; e a dimensão de governança refere-se aos sistemas e regras que as empresas definem como diretrizes sobre como a empresa deve ser administrada e dirigida. Para o ESG inclui fatores como estratégia, corrupção, estratégia tributária e salários.

Além dos argumentos apresentados aqui, é relevante salientar que o desempenho da sustentabilidade corporativa fornece às empresas oportunidades que, se administradas estrategicamente, podem melhorar o desempenho financeiro (Velte, 2017; Dahlberg & Wiklund, 2018; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2019). Lassala, Apetrei e Sapena (2017) ao analisarem o desempenho social e ambiental com o desempenho financeiro, por exemplo, constataram que o retorno sobre os ativos é uma condição necessária para que as empresas com alavancagem reduzam o custo da dívida devido ao seu perfil de sustentabilidade e, conseqüentemente, aumentem seu retorno sobre o patrimônio líquido.

Esses retornos também podem ser mensurados pelo valor de mercado, pois, de acordo com Lourenço, Castelo, Curto e Eugénio (2012), as empresas com incentivos para desenvolver um alto nível de desempenho social corporativo que não estejam engajadas em tal estratégia é penalizada pelo mercado. No estudo de Lo e Sheu (2007), ao examinar se a sustentabilidade corporativa tem um impacto no valor de mercado, constatou-se que as empresas sustentáveis são recompensadas com avaliações mais altas no mercado.

Apesar dos diversos estudos empíricos já realizados (Chauhan & Kumar, 2018; Brooks & Oikonomou, 2018; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2019; Budsaratragoon & Jitmanee, 2021), poucas foram as pesquisas realizadas a respeito dos mercados emergentes, visto que essas empresas maiores enfrentam desafios para criar valor positivo e sustentável à sociedade.



Ademais, não foi identificado no contexto nacional, trabalho que explorasse as empresas de capital aberto da América Latina, utilizando como indicador de mensuração da sustentabilidade corporativa o índice ESG, identificando assim, uma lacuna de pesquisa. Nessa conjuntura, o objetivo desta pesquisa é analisar a influência da sustentabilidade corporativa no valor da empresa e desempenho financeiro nos principais mercados de capitais da América Latina.

Como a sustentabilidade corporativa é um tema amplamente discutido, existem inúmeras teorias que tentam motivar para quem e que tipo de sustentabilidade as empresas devem ter. Neste estudo, foi escolhida a teoria dos *stakeholders*. A teoria dos *stakeholders* afirma que as empresas precisam assumir responsabilidade com todas as partes interessadas. Neste caso, a sustentabilidade corporativa requer um compromisso entre as presentes necessidades ambientais, sociais e econômicas das partes interessadas de uma empresa e suas necessidades futuras (Escrig-Olmedo et al., 2019). Corroborando, Martinez-Ferrero e Frias-Aceituno (2015) descrevem que o desenvolvimento sustentável se tornou uma das chaves para uma gestão estratégica bem-sucedida e precisa levar em conta o relacionamento de diversos *stakeholders*, logo, é necessário conhecer o efeito de tais práticas no desempenho da empresa.

No tocante à justificativa, destaca-se o interesse crescente em identificar padrões de sustentabilidade corporativa, pois as empresas não são “julgadas” apenas por seu desempenho financeiro, mas também por sua capacidade de reagir a diferentes desafios ambientais, sociais e de governança corporativa. Além disso, o desempenho financeiro da empresa pode estar apoiado pelo sucesso das empresas em assimilar diferentes critérios de sustentabilidade em suas práticas diárias de negócios. Assim, analisando padrões de sustentabilidade corporativa e classificação por conduta responsável semelhante entre as empresas de um mesmo segmento e/ou mercado, podem oferecer percepções valiosas em quanto bem as empresas prosperam ao estabelecer orientações estratégicas voltadas à sustentabilidade corporativa.

Justifica-se, ainda, pela possibilidade de verificar o nível de integração ESG de empresas de capital aberto latino-americanas, bem como a forma que as dimensões ESG afetam o desempenho financeiro numa perspectiva longitudinal. O foco em países latino-americanos é relevante devido apresentarem uma motivação adicional, que é a de empresas de maior sucesso conseguirem crescer além de suas fronteiras nacionais para competir no cenário mundial.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA

### 2.1 Teoria dos *Stakeholders* e a Criação de Valor

A perspectiva das partes interessadas da empresa existe na literatura empresarial moderna desde a década de 80, a partir da Teoria dos *Stakeholders*, a qual sustenta que as empresas devem ser geridas de modo a satisfazer os interesses de todos os *stakeholders*, e não apenas os interesses dos acionistas (*shareholders*). Freeman (1984) considera *stakeholder* todo e qualquer grupo de interesse direta ou indiretamente envolvido na atividade da empresa, como empregados, clientes, fornecedores, investidores e autoridades governamentais. Nesse sentido, a compreensão mais abrangente e ambiciosa do conceito de *stakeholder* representa uma redefinição das organizações e de como devem ser conceituadas (Barbero & Marchiano, 2016).

Phillips, Freeman e Wicks (2003) corroboram que, a firma deve ser vista como um nexo de relacionamentos entre os *stakeholders* primários com o objetivo de criação de valor. Tantaló e Priem (2016) identificam oportunidades para “sinergias de partes interessadas”. Essas sinergias se manifestam quando as ações das firmas melhoram a oferta de valor para um (ou mais) grupos de partes interessadas essenciais, sem diminuir o valor recebido por qualquer outro grupo de partes interessadas essenciais. Estes autores acrescentam que durante a formulação e implementação da estratégia, as questões de conflito de complementaridade e interdependência



das partes interessadas devem ser gerenciadas de uma forma que crie valor. Afinal, o objetivo da teoria dos *stakeholders* é auxiliar a gestão corporativa na criação de valor com as diversas atividades realizadas pela empresa.

O valor para o acionista é a parte mais significativa na avaliação do desempenho da empresa e uma empresa é tida como bem-sucedida quando cria e aumenta a riqueza do acionista (Sulimany et al. 2021). Okafo e Obioma (2020) explicam que o valor para o acionista é definido como o valor que uma empresa gera para seus acionistas ao maximizar o preço da ação e o rendimento de dividendos. Seguindo tal perspectiva, Benz et al. (2020) reforçam que o objetivo exclusivo das empresas é maximizar o valor para o acionista

Pesquisa realizada por Parmar *et al.* (2010), sobre o estado da arte da teoria, argumentam que a globalização trouxe uma variedade maior de participantes para os negócios contemporâneos, a inovação tecnológica aumentou o ritmo das mudanças e os gerentes estão descobrindo que suas ações têm o potencial de afetar uma gama mais ampla de pessoas em todo o mundo. Ademais, a busca dos objetivos corporativos pode ser facilmente interrompida pelas ações de grupos inesperados. Esses desafios, impulsionados pela mudança e interconexão, revelam a necessidade de gerentes e acadêmicos repensarem as formas tradicionais de conceituar as responsabilidades da empresa.

Isso posto, a teoria de *stakeholders* surgiu como uma nova narrativa para compreender e remediar conflitos nos negócios, a saber: como o valor é criado e distribuído, como há conexão entre o discurso ético e os preceitos capitalistas e como os gestores e os *stakeholders* podem lidar para resolver estes problemas no ambiente das organizações. Bem como, ao invés de se limitar às considerações econômicas, a empresa também deve considerar o bem-estar de todas as partes interessadas afetadas pelas ações corporativas (Signori et al. (2021). Em outras palavras, esta visão avança a ideia de que "múltiplas medidas de desempenho da empresa" são superiores a apenas um (ou seja, retornos financeiros). Sobre isto, Argandoña (2011) explica que, se o valor criado nas empresas não é apenas de um tipo, mas de vários, é possível encontrar melhores maneiras de criar valor econômico e não econômico em uma forma sustentada.

A criação, avaliação e medição de valor, portanto, é uma questão crucial no relacionamento com as partes interessadas; um tópico que, segundo Signori et al. (2021), ainda precisa ser totalmente desenvolvido. Diante disso, o presente artigo pode contribuir para o debate sobre a criação de valor para os *stakeholders*. Para tanto, avalia-se os aspectos não financeiro - classificações *Environmental, Social and Governance* (ESG) – e financeiro da empresa e seus relacionamentos.

## 2.2 Sustentabilidade Corporativa

O termo sustentabilidade foi definido pela primeira vez no relatório Brundtland (Brundtland, 1987). Esse relatório definiu desenvolvimento sustentável como sendo “aquele que atende o presente sem comprometer a possibilidade de gerações futuras atenderem às suas próprias necessidades” (Comum, 1988). A partir desse conceito, a sustentabilidade é vista como o processo de crescimento econômico, proteção ambiental e igualdade social.

No campo dos negócios, a sustentabilidade refere-se ao processo pelo qual as empresas criam, a longo prazo, valor para o acionista, ao abraçar as oportunidades e gerenciamento dos riscos econômicos, ambientais e sociais (Dow Jones Índices de Sustentabilidade). Para Vellani (2009), ao proporcionar valor a seus acionistas, a empresa pode fornecer educação, cultura, lazer, justiça social à comunidade e proteção da diversidade e dos ecossistemas, além de zelar pela ética em suas transações tanto internas quanto externas. Além disso, Jan *et al.*, (2019)



comentam que empresas sustentáveis permitem que mais investidores globais se sintam atraídos e, no processo, ajudam no crescimento global.

### 2.2.1 Sustentabilidade Corporativa, Valor da Empresa e Desempenho Financeiro

A sustentabilidade empresarial engloba a satisfação das necessidades de todos os *stakeholders*, direta ou indiretamente, sem comprometer a sua capacidade de satisfazer as necessidades de futuros *stakeholders*. Para Grewatsch e Kleindienst (2018), a sustentabilidade significa que as empresas devem ser pelo menos tão lucrativas no futuro quanto no presente e passado, de preferência com oportunidades de crescimento. Se a corporação atende aos requisitos das partes interessadas externas e internas ao adotar práticas sustentáveis, as partes interessadas externas oferecem seus recursos para a corporação e as partes interessadas fornecem uma contribuição mais produtiva. Resultados empíricos comprovam que empresas que prestam atenção às questões ambientais apresentam bom desempenho financeiro (Bahri & Cahyani, 2017; Maryanti & Fithri, 2017; Velte, 2017); por sua vez, estas empresas tendem a ter alto valor corporativo (Machmuddah, Sari, & Utomo, 2020; Sudiyatno et al., 2020).

Jan et al. (2019) ratifica que a sustentabilidade econômica está relacionada ao sucesso econômico e financeiro das empresas com a gestão ideal de seus *stakeholders*. A sustentabilidade ambiental representa a mensuração dos recursos naturais e reflete potenciais influências em sua viabilidade. Dito isso, a sobrevivência corporativa depende do nível em que as organizações integram práticas de sustentabilidade ambiental em seu planejamento estratégico (Zeng et al., 2018). Já a sustentabilidade social representa comunidade ou região, e tem como objetivo melhorar e manter a qualidade de vida das pessoas sem danificar o meio ambiente (Jan et al., 2019). Desta maneira, compreende que empresas socialmente responsáveis são aquelas que integram em suas atividades operacionais, preocupações sociais, éticas e ambientais além daquelas exigidas pela lei e cujos resultados podem resultar em uma melhor qualidade de vida para a maioria das partes interessadas da organização.

As empresas que assumem seriamente a responsabilidade por um grupo mais amplo de partes interessadas podem melhorar desempenho financeiro e, em última análise, criar valor para a empresa (Harrison & Wicks, 2013). Nesta perspectiva, a teoria das partes interessadas tem servido amplamente como a principal plataforma para a investigação do efeito da sustentabilidade corporativa no desempenho financeiro corporativo e no valor da empresa.

### 2.2.2 Environmental, Social and Governance (ESG) e o Valor da Empresa

O nível e a qualidade do engajamento das organizações em práticas de negócios sustentáveis são considerados como desempenho de sustentabilidade corporativa, que é um conceito semelhante ao desempenho social corporativo. A sustentabilidade corporativa é medida por diferentes metodologias na literatura. Neste estudo, foi utilizada a pontuação *Environmental, Social and Governance* (ESG) que tem três vertentes: ambiental, social e governança; assim como aplicados nos estudos de Fatemi et al. (2017), Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021), Forcadell, Aracil e Úbeda (2019), Broadstock, Matousek, Meyer e Tzeremes (2019), Sempere-Ripoll et al. (2020).

As classificações ESG têm sido cada vez mais utilizadas, principalmente por investidores, para avaliar e selecionar empresas com base em como as empresas tratam seus *stakeholders*, bem como eles podem afetar o meio ambiente e como eles gerenciam sua governança corporativa (Signori et al., 2021). Os autores mencionam que as classificações ESG podem, portanto, ser considerada como uma boa "proxy" de desempenho social e/ou responsabilidade das partes interessadas. Ademais, Humphrey et al. (2012) afirmam que o uso



de pontuações individuais para cada dimensão é melhor para a análise do efeito no desempenho porque uma empresa pode se envolver em cada componente de ESG em níveis diferentes devido às diferenças em vários fatores, como pressões do país e das partes interessadas.

De acordo com as evidências do estudo de Signori et al. (2021), os índices ESG não podem ser usados como um indicador de criação de valor para as partes interessadas, mas, pelo contrário, deve ser considerado apenas um dos componentes. Isso implica que a utilização dos índices ESG não é adequada na tomada de decisões sobre criação de valor das partes interessadas. Uma justificativa apresentada por estes autores é que os fatores ESG são prejudiciais ao valor da empresa porque as empresas que investem em atividades de práticas de sustentabilidade ESG incorrem em despesas desnecessárias e possivelmente enfraquece a vantagem competitiva.

Por outro lado, Yoon et al. (2018) encontraram, ao analisarem se a responsabilidade social corporativa (RSC) – mensurada a partir da pontuação ESG – desempenha um papel significativo no valor de mercado das empresas Coreanas, que tais práticas afetam positiva e significativamente o valor de mercado das empresas. No entanto, seu impacto sobre os preços das ações pode diferir de acordo com características da empresa. Corroborando, Chauhan e Kumar (2018) descobriram que os fatores ESG das empresas indianas estão positivamente associados ao valor da empresa, com empresas autônomas exibindo mais relacionamentos do que as empresas do grupo de negócios. Este efeito de avaliação positiva é atribuível a maiores fluxos de caixa operacionais e menor custo de capital.

Para Budzaratragoon e Jitmanee (2021), o compromisso de uma empresa em atividades ambientais, sociais e de governança (ESG) que atendam às expectativas de as partes interessadas aumentarão a reputação de uma empresa e afetarão positivamente o valor da empresa. Nesta direção, foi definida a seguinte hipótese de pesquisa:

***H1: A sustentabilidade corporativa impacta positivamente o valor da empresa***

### 2.2.3 *Environmental, Social and Governance (ESG) e o Desempenho Financeiro*

Estudos realizados nos últimos anos têm destacado que o sucesso financeiro das entidades está diretamente atrelado às questões de sustentabilidade. Dentre os estudos que utilizaram o índice ESG para avaliar tal sustentabilidade, destaca-se a pesquisa realizada por Velte (2017), que analisaram as empresas alemãs para entender o impacto do desempenho ESG no desempenho financeiro, durante o período de 2010 a 2014. O autor obteve como resultado um impacto positivo das práticas ESG no indicador contábil ROA, mas não no indicador de mercado Q de Tobin.

No ano seguinte, Dahlberg e Wiklund (2018) estudaram os países nórdicos, Suécia, Finlândia, Dinamarca e Noruega, com o objetivo de analisar se os investidores nórdicos valorizam os fatores ESG. Para tanto, testaram a relação entre os índices ESG e o desempenho corporativo das suas organizações, durante os anos de 2007 a 2017. Os autores utilizaram como indicadores de mercado e contábil, o Q de Tobin e o ROA, respectivamente, para medir o desempenho financeiro. Os resultados do estudo indicaram uma relação positiva entre os desempenhos financeiro e ESG, e a conclusão dos autores foi de que os investidores nórdicos valorizam as classificações ESG ao escolher seus investimentos. Argumentam ainda, que as empresas podem se beneficiar por terem boas políticas de sustentabilidade.

Todavia, Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2019) ao investigaram a associação de desempenho financeiro com pontuações ESG para empresas multinacionais de cinco países latino-americanos, incluindo Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru para o período de 2011-2015, identificaram uma relação negativa tanto para o escore ESG total quanto para os

componentes do escore separadamente, também concluíram que a folga financeira e a diversificação geográfica internacional têm um efeito moderador no relacionamento. Já Brooks e Oikonomou (2018) estudaram uma extensa revisão da literatura sobre as divulgações ESG e os efeitos no desempenho financeiro e no valor da empresa. Eles enfatizaram como resultado que o relacionamento é positivo, mas é economicamente modesto.

Esses resultados podem ser justificados segundo argumentos de Budsaratagoon e Jitmanee (2021), que afirmam que a relação entre sustentabilidade corporativa e desempenho financeiro sofre com o fato de a endogeneidade não ser tratado adequadamente. A endogeneidade na relação pode ser ocasionada devido a vários motivos, como a não observação da empresa e características da indústria. Na presente pesquisa, seguiu-se a perspectiva de relação positiva da sustentabilidade corporativa e desempenho financeiro, sendo determinada a seguinte hipótese de pesquisa:

**H2: A sustentabilidade corporativa impacta positivamente o desempenho financeiro da empresa**

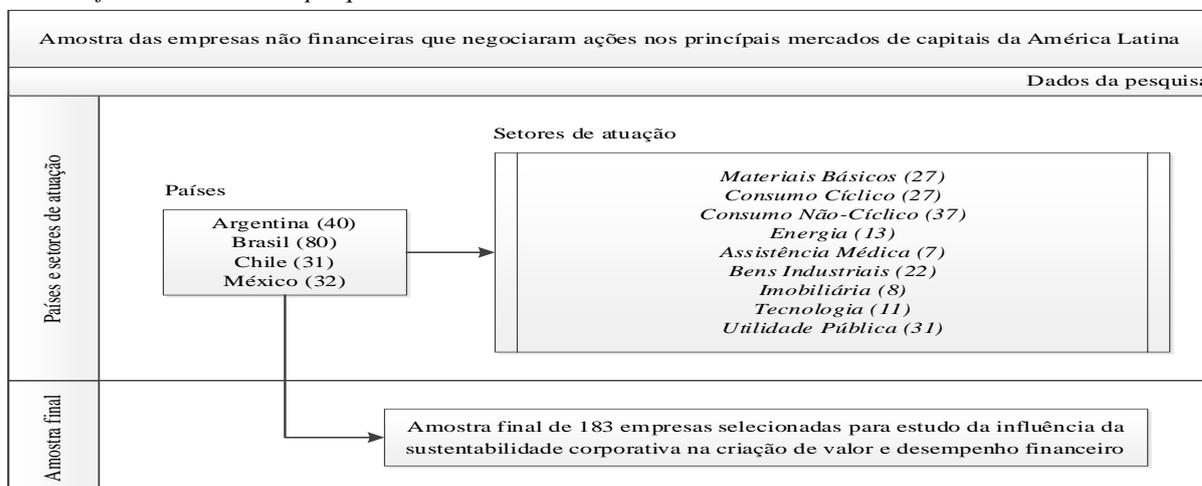
### 3 METODOLOGIA

Esta pesquisa utilizou uma abordagem quantitativa envolvendo dados secundários. A pesquisa quantitativa visa generalizar os dados de forma estruturada, nesse contexto a influência das variáveis podem ser conhecidas (Anshori & Iswati, 2009). Assim, para analisar o efeito da sustentabilidade corporativa no valor da empresa latino-americana e no seu desempenho financeiro, o estudo coletou as informações da base de dados Thomson Reuters®, nos períodos que compreendem os anos de 2012 a 2021. No ano de 2012, a Brasil, Bolsa, Balcão (B3) passou a recomendar às empresas listadas que incluíssem, em seus relatórios anuais, o “Relate ou Explique para Relatório de Sustentabilidade ou Integrado”.

A população é de empresas não financeiras de capital aberto da Argentina, Brasil, Chile e México, cujos dados estavam disponíveis na base de dados supracitado. Para a amostra, foram selecionadas as empresas que negociaram suas ações – classificadas como ativas bolsa – em 2021. Após esse filtro, realizou-se a exclusão das empresas que não apresentaram dados suficientes para a construção das variáveis necessárias na pesquisa (painel desbalanceado), conforme descrito na Figura 1.

**Figura 1**

*Amostra final da análise da pesquisa.*



Fonte: Dados da pesquisa.

A amostra final foi de 183 empresas, as quais estão distribuídas da seguinte forma: 40 empresas argentinas, 80 empresas brasileiras, 31 empresas chilenas e 32 empresas mexicanas.

### 3.1 Apresentação e Descrição das Variáveis

Na Tabela 1 estão dispostas as variáveis que foram coletadas e analisadas no estudo:

**Tabela 1**

*Variáveis para análise da influência da sustentabilidade corporativa na criação de valor e desempenho financeiro*

Tipo	Variáveis	Siglas	Definições	Relação Esperada	Referências
Dependente	Desempenho financeiro	ROA <sub>it</sub>	Proporção do Lucro Operacional pelo Ativo Total	NA	Ermenc, Klemenčič e Buhovac (2017); Velte (2017)
	Valor da empresa	q de Tobin	$q = (VMON + VMPN + DIVT) / AT$ <p>VMON e VMPN = valor de mercado das ações ordinárias e preferenciais da empresa, respectivamente;            DIVT = valor contábil da dívida total da empresa (passivos circulantes - ativos circulantes + estoques + exigível a longo prazo);            AT = valor contábil ativo total da empresa</p>	NA	Chung e Pruitt (1994: 72); Velte (2017); Jan et al. (2019)
Independente (Sustentabilidade Corporativa- SC)	ESG	SC_ESG	Pontuação (Score) geral das dimensões ambiental, social e governança, segundo a classificação da <i>Thomson Reuters</i> (pontuação de 0 a 100)	(+)	Velte (2017); Forcadell et al. (2019)
	Dimensão Social	SC_Social	Pontuação (Score) no pilar social (força de trabalho, direitos humanos, comunidade e responsabilidade pelo produto), segundo a classificação da <i>Thomson Reuters</i> (pontuação de 0 a 100)	(+)	
	Dimensão Governança Corporativa	SC_Governance	Pontuação (Score) do pilar de governança (gerência, acionistas e estratégia de RSC), segundo a classificação da <i>Thomson Reuters</i> (pontuação de 0 a 100)	(+)	
	Dimensão Ambiental	SC Ambiental	Pontuação do pilar ambiental (uso de recursos, emissões e inovação), segundo a classificação da <i>Thomson Reuters</i> (pontuação de 0 a 100)	(+)	

Controle	Endividamento	ENDIV <sub>it</sub>	Proporção do Passivo Exigível pelo Ativo Total	(-)	Ermenc <i>et al.</i> (2017)
	Tamanho da Empresa	SIZE	Log do Ativo Total	(+)	
	Setor	SETOR	Setor em que a empresa atua representado por uma variável <i>dummy</i> .	NA	Forcadell <i>et al.</i> (2019); Velte (2017)
	País	PAÍS	País em que a empresa reside representado por uma variável <i>dummy</i>	NA	Forcadell <i>et al.</i> (2019)

Fonte: Dados da pesquisa.

O desempenho financeiro, sob uma perspectiva de gestão, é medido usando Retorno sobre Ativos (ROA). A finalidade de calcular o ROA é ajudar a gestão e/ou investidores a verificar o quão bem a empresa é capaz de gerenciar seus ativos para então obtém o lucro máximo, assim como utilizado por Ermenc *et al.* (2017), Velte (2017), Dahlberg e Wiklund (2018) e Jost (2021) ao relacionar desempenho financeiro à sustentabilidade corporativa.

O valor da empresa é o nível de sucesso relacionadas à gestão de seus recursos com base na avaliação de seus investidores. Nesta pesquisa, esse valor é medido por meio do  $q$  de Tobin. De acordo com Lang e Stulz (1994, p. 1253), a vantagem de usar o  $q$  de Tobin em vez de retornos dos estoques ou medidas baseadas na contabilidade é a facilidade de comparação entre as empresas, uma vez que nenhum ajuste de risco ou normalização é necessário. Quando a relação do valor  $q$  de Tobin é mais do que 1, isso indica que o lucro gerado pelos ativos da empresa excede o valor do investimento gasto para obter os ativos. Ou seja, o desempenho da empresa está cada vez melhor, situação que as tornam mais propensas a serem recompensadas pelos investidores, por terem uma maior valorização no mercado (Jan *et al.*, 2019).

A variável independente sustentabilidade corporativa ( $SC\_ESG$ ) foi mensurada a partir da pontuação ESG, disponibilizada pela base de dados Thomson Reuters®, que compreende os valores de 0 a 100. De acordo com Velte (2017) e Iamandi *et al.* (2019), as pontuações ESG são usadas em vários estudos para quantificar a sustentabilidade corporativa ou o comportamento responsável, logo, estima-se que seja um recurso viável de ser aplicado na presente pesquisa. Além disso, corroborando com Frame (2004), Forcadell *et al.* (2019) esclarecem que essa medida apresenta a sustentabilidade em um construto multidimensional que envolve fatores ambientais, sociais e econômicos, fornecendo uma medida contínua, em contrapartida a outros indicadores econômicos disponíveis. Para complementar foram analisadas dimensões (Social, Governança Corporativa e Ambiental) individualmente, as quais utilizam a mesma sistemática de coleta, agora os escores são obtidos de maneira segregada.

Destaca-se que quanto às variáveis de controle, além da inclusão dos setores e países, o estudo leva em consideração que quanto maior o endividamento da empresa, menos a administração investirá em sustentabilidade, pois se uma determinada empresa estiver em grande parte endividada, os investimentos em sustentabilidade podem ser percebidos como um fator negativo perante as partes interessadas (Ermenc *et al.*, 2017), logo a variável endividamento (ENDIV) torna-se relevante no estudo.

Embora Velte (2017) mencione que estudos anteriores descobriram que o tamanho da empresa pode estar relacionado – negativo ou positivamente – à extensão dos interesses das partes interessadas sobre as atividades de responsabilidade social corporativa (RSC), optou-se utilizar a perspectiva explorada nos estudos de Ermenc *et al.* (2017) e Forcadell *et al.* (2019), os quais admitem que o tamanho (SIZE) possui um efeito estatisticamente significativo e

positivo na sustentabilidade corporativa, ao passo que quanto maior a empresa, maior o conjunto de recursos que ela tem à disposição para investir em sustentabilidade.

A indústria em que as empresas operam foi incluída como variável de controle, com intuito de capturar as diferenças em relação à gestão das partes interessadas e ao desempenho em diferentes setores da indústria, conforme empregado por Dahlberg e Wiklund (2018). Ressalta-se, ainda, que características intrínsecas do setor de atuação e país, do qual a empresa faz parte, podem influenciar dada questões regulatórias, tipo de atividade, pressão de mercado, bem como amadurecimento de condutas sustentáveis das empresas.

Para a classificação setorial das companhias, foi tomada por referência *The Global Industry Classification Standard* (GICS), disponível na base de dados *Thomson Reuters Eikon*®. Ao todo, são 10 setores, contudo, foi desconsiderado o setor financeiro, ficando, apenas, 9. São eles: Materiais Básicos; Consumo Cíclico; Consumo Cíclico; Consumo Não-Cíclico; Energia; Assistência Médica; Bens Industriais, de Construção e de Transporte; Tecnologia da Informação; Telecomunicações; e Utilidade Pública.

### 3.3 Estimação do modelo econométrico

Para estimar efeito da sustentabilidade corporativa no valor e no desempenho financeiro das empresas latinas-americanas, foi utilizado o modelo de regressão dos mínimos quadrados generalizados (GLS), com dados em painel, porque acomoda os possíveis vieses de heterogeneidade, colinearidade e de comportamento entre as empresas, setores e países, combinando características de séries temporais e com dados em corte transversal. O painel escolhido depois de realizados testes econométricos (*Chow, Breusch Pagan e Hausman*), apontaram o painel de efeitos fixos como o mais indicado. Também verificou-se problemas de autocorrelação e heteroscedasticidade, os quais foram corrigidos usando o modelo da regressão GLS robusta.

Dessa forma, apresentam-se, nas Equações 1 e 2, os modelos testados:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 SC\_ESG_{it} + \beta_2 ENDIV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 SETOR_i + \beta_5 PAÍS_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$q\ Tobin_{it} = \alpha + \beta_1 SC\_ESG_{it} + \beta_2 ENDIV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 SETOR_i + \beta_5 PAÍS_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde:

$ROA_{it}$  representa o Retorno sobre Ativos da empresa  $i$  no tempo  $t$ ;

$q\ Tobin_{it}$  representa o valor de mercado da empresa  $i$  no tempo  $t$ ;

$SC\_ESG_{it}$  representa a Sustentabilidade Corporativa da empresa  $i$  no tempo  $t$ , conforme classificação ESG;

$ENDIV_{it}$  representa o Endividamento da empresa  $i$  no tempo  $t$ ;

$SIZE_{it}$  representa o Tamanho da empresa  $i$  no tempo  $t$ ;

$SETOR_i$  representa o Setor em que a empresa  $i$  atua;

$País_i$  representa o País em que a empresa  $i$  reside;

$\varepsilon_{it}$  representa o erro aleatório.

Na sequência foi analisado as dimensões ESG – Ambiental, Social e Governança Corporativa – individualmente, a partir das Equações 3 e 4, respectivamente.

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 SC\_Environmental_{it} + \beta_2 SC\_Social_{it} + \beta_3 SC\_Governance_{it} + \beta_4 ENDIV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 SETOR_i + \beta_7 PAÍS_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$q\ Tobin_{it} = \alpha + \beta_1 SC\_Environmental_{it} + \beta_2 SC\_Social_{it} + \beta_3 SC\_Governance_{it} + \beta_4 ENDIV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 SETOR_i + \beta_7 PAÍS_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$



Onde:

$SC_{Environmental_{it}}$  representa a Sustentabilidade Corporativa da empresa  $i$  no tempo  $t$ , a partir do pilar ambiental

$SC_{Social_{it}}$  representa a Sustentabilidade Corporativa da empresa  $i$  no tempo  $t$ , a partir do pilar Social;

$SC_{Governance_{it}}$  representa a Sustentabilidade Corporativa da empresa  $i$  no tempo  $t$ , a partir do pilar da Governança Corporativa.

## 4. RESULTADOS

### 4.1 Análise descritiva dos resultados

Na Tabela 2 é enfatizada a estatística descritiva. Dito isso, é possível observar que a variável ESG – pontuação geral das dimensões ambiental, social e governança – apresentou uma pontuação média de 45,2014. Quando analisada as dimensões individualmente, a ESG governança foi a mais representativa (48,1284). Esta pontuação implica em dizer que a governança é um fator significativo para melhorar interesse dos acionistas e outras partes interessadas em empresas abertas, limitando os custos de agência e permitindo que as empresas continuem em atividade. Com efeito, as empresas que adaptam bons mecanismos de governança fornecem informações mais úteis aos investidores e outros usuários das demonstrações financeiras e ajuda as empresas a melhorarem suas atividades (Dahlberg & Wiklund, 2018; Alareeni & Hamdan, 2020).

A segunda dimensão mais representativa é a do ESG social, cuja a pontuação média é de 46,7111, que em uma perspectiva da teoria dos *stakeholders*, leva em consideração todas as partes interessadas, incluindo acionistas, consumidores, clientes, comunidades e outros grupos relacionados e se concentra na redução de externalidades e na maximização do valor social em relação às questões ESG (Xie, et al., 2018). Já o ESG ambiental, com uma pontuação média de 41,0172, tem o desvio padrão (27,4538) o mais representativo entre todas as variáveis de estudo. Nesta perspectiva, as empresas devem não apenas estar em conformidade com as políticas ambientais, mas também precisam ter esforços reais para perseguir os objetivos ambientais (Xie, et al., 2018; Dahlberg & Wiklund, 2018).

Com relação a variável de desempenho financeiro ROA, mostra a porcentagem de quanto rentável são os ativos de uma empresa em geração de receita. Com a amostra selecionada e no período analisado, as empresas apresentam aproximadamente um retorno médio de 6,9%, o que evidencia que, em média, as empresas que compõem a amostra estão atingindo um nível positivo de rentabilidade na utilização dos seus recursos. Todavia, é importante salientar que no último ano de análise o retorno médio cai para aproximadamente 4%, esse resultado pode ter como justificativa a redução no lucro operacional, como exemplo, 36 empresas chegaram inclusive a apresentarem lucro operacional negativo em 2021.

Para a variável de criação de valor,  $q$  de Tobin, a sua interpretação é a seguinte: se apresentar um resultado inferior a 1 significa que o valor de empresa é inferior ao valor de reposição e o valor da companhia, portanto, é subestimado - desse modo, investir nela não é recomendado. Já se o resultado for maior que 1 indica que o lucro gerado pelos ativos excede o valor do investimento gasto para obter tais ativos, o que indica que as empresas estão mais propensas a serem recompensadas pelos investidores (Chung & Pruitt, 1994; Velte, 2017; Jan et al., 2019). Nesse aspecto, para a presente pesquisa, ao levar em consideração todo o período de análise a média é de 1,8354, indicando uma maior valorização no mercado financeiro. Ainda assim, mesmo que tenham apresentado uma média maior que 1 em 2021, é perceptível uma redução desse resultado em 2021, cuja a pontuação caiu para 1,1576.

No que tange as variáveis de controle, no período observado de 2012 a 2021, o *log* do ativo total apresentou a maior média (10,1526), seguida do endividamento (0,6096). Ainda, vale destacar que o *log* do ativo total, cuja a mediana (10,1444) e desvio padrão (0,6163) é a mais representativa entre as duas variáveis de controle em questão, refletindo a capacidade da empresa de transformar ativos em lucro (Ermenc, Klemenčič, & Rejc Buhovac, 2017).

**Tabela 2**

*Estatística descritiva da sustentabilidade corporativa, criação de valor e desempenho financeiro (2012 a 2021)*

Variáveis	Observações	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
ESG	1234	45,2014	47,5988	22,7752	0,1732	89,8649
ESG Governança	1234	48,1284	48,3805	22,8969	0,1078	96,0686
ESG Ambiental	1234	41,0172	44,4069	27,4538	0,0000	96,2412
ESG Social	1234	46,7111	49,3994	26,5299	0,2788	96,862
Retorno sobre o ativo	1234	0,0690	0,0721	0,1346	-1,8385	2,2118
<i>q</i> de Tobin	1234	1,8354	1,1553	2,0588	0,0987	15,7006
Endividamento	1234	0,6096	0,5699	0,4377	0,0565	7,5955
<i>Log</i> do Ativo Total	1234	10,1526	10,1444	0,6163	7,8707	11,9945

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 3 enfatiza as médias da pontuação (score) geral das dimensões governança corporativa, ambiental e social - e individual - segundo a classificação da *Thomson Reuters*, por países e setores de atuação, no período de 2012 a 2021. Isso posto, quanto aos países da América Latina estudados em todos os aspectos, ou seja, observando a pontuação geral e individual, o Brasil possui maiores valores, com uma média geral de 45,4110. Com isso, mesmo que o aumento das discussões em torno do ESG no Brasil tenha ocorrido apenas em 2021 – atrás de países mais desenvolvidos, como Japão e Estados Unidos – em se tratando de América Latina, o Brasil é mais representativo quando se refere ao ESG, isso ainda pode ser confirmado pelo total de empresas que apresentaram informações para análise (80 empresas), superior a Argentina (40), Chile (31) e México (32).

**Tabela 3**

*Médias da Pontuação (score) geral das dimensões governança corporativa, ambiental e social - e individual - segundo a classificação da Thomson Reuters, por países e setores de atuação (2012 a 2021)*

Países e Setores de atuação	ESG	ESG Governança	ESG Ambiental	ESG Social
<b>Painel A - Países</b>				
Argentina	44,0449	47,5149	39,8673	45,2311
Brasil	45,4110	48,2142	41,2359	46,9873
Chile	44,5073	47,7040	40,6541	45,4131
México	45,1688	48,0979	40,9731	46,6842
<b>Painel B - Setores de atuação</b>				
Materiais básicos	46,1395	48,3972	42,2494	47,6954
Consumo cíclico	45,0354	48,0098	40,7905	46,5652
Consumo não-cíclico	44,3097	47,8016	40,0943	45,4900
Energia	45,1425	47,5877	41,7583	46,1585
Assistência médica	42,7233	46,2532	38,8200	43,5052
Bens Industriais	44,8202	48,0050	40,5744	46,2679
Imobiliária	45,1835	47,9026	41,1629	46,6618
Tecnologia	44,4163	47,7446	40,3980	45,437
Utilidade Pública	44,8941	47,9025	40,7521	46,3556

Fonte: Dados da pesquisa.

Em se tratando de setores de atuação, seja com a pontuação geral ou individual de governança corporativa, ambiental e social, o setor de Materiais básicos, com 27 empresas, apresentou maiores valores. Este setor inclui os subsetores Embalagens, Madeira e Papel, Materiais Diversos, Mineração, Químicos e Siderurgia e Metalurgia. Quanto ao setor de menores pontuações, destaca-se a Assistência Médica, todavia, para a presente pesquisa foram analisadas apenas 7 empresas, o que requer maiores aprofundamentos. É importante salientar que ESG neste setor inclui provedores de serviços, operadoras e seguradoras, e empresas farmacêuticas e de biociências, com o objetivo de guiar políticas de sustentabilidade.

#### 4.2 Análise econométrica

A Tabela 4 destaca as regressões em painéis das dimensões ESG (governança corporativa, ambiental e social), desempenho financeiro e criação de valor, no período de 2012 a 2021. Diante disso, aplicou-se o teste *Variance Inflation Factor* (VIF), para cada variável, resultando na inexistência de problemas de multicolinearidade (VIF maior que 5), ou seja, não houve necessidade de exclusão de nenhuma variável.

Optou-se pelo modelo de efeitos fixos, e essa escolha foi de acordo com a seguinte sequência: o primeiro passo foi verificar o teste LM Breusch-Pagan, cujo objetivo é a comparação do *pooling* com o de efeitos aleatórios, como houve rejeição da hipótese nula, foi preferível o modelo de efeitos aleatórios; o segundo passo foi verificar o teste de Chow para confrontar o modelo *pooling* com o de efeitos fixos, como observou-se rejeição da hipótese nula, o modelo de efeitos fixos foi o mais adequado; o terceiro passo foi verificar o teste de Hausman, confrontando o modelo de efeitos aleatórios com o de efeitos fixos, disso isso, como constatou-se rejeição da hipótese nula, tomou-se a decisão final de utilizar o modelo de efeitos fixos. Ainda, pelos testes de Woodridge e Wald detectou-se autocorrelação e heterocedasticidade nesses modelos de efeitos fixos, por isso foram feitas análises robustas.

Pelo resultado observado na referida tabela, nota-se que, embora a sustentabilidade corporativa esteja relacionada ao desempenho financeiro, apenas quando ESG (pontuação geral das dimensões ambiental, social e governança) é analisada sem as variáveis de controle é que há significância estatística com o ROA, ao nível de 5%. Todavia, a relação é negativa e com uma correlação de -0,0006. Esse resultado rejeita a hipótese de uma relação positiva entre a sustentabilidade corporativa e o desempenho financeiro de empresas nos principais mercados de capitais da América Latina, ora representada por H1.

O sinal negativo dessa associação entre a pontuação ESG e o ROA indica que os principais mercados de capitais da América Latina com as melhores pontuações ESG tendem a ser menos lucrativas, não confirmando os achados de Ermenc, Klemenčič e Buhovac (2017) e Velte (2017). Uma possível justificativa é descrita por Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021), que por sua vez também identificaram relação negativa: Esse achado pode ocorrer porque os custos relacionados à implementação de iniciativas ESG não estão refletidos no desempenho financeiro de uma empresa, isso devido essas iniciativas não serem executadas da maneira correta ou porque não há apoio institucional suficiente para torná-las mais visíveis, não garantindo a aprovação dos *stakeholders*. Alternativamente, quando as multilatinas fazem altos investimentos em ESG, elas podem sacrificar seu fluxo de caixa e desviar recursos necessários para sua operação, diminuindo seu desempenho.

Da mesma maneira, os resultados indicam que embora a sustentabilidade corporativa influencie na criação de valor, apenas quando ESG (pontuação geral das dimensões ambiental, social e governança) é analisada sem as variáveis de controle é que há significância estatística

com o  $q$  de Tobin, ao nível de 1%. No entanto, há relação é negativa e com uma correlação de -0,0330. Esse resultado rejeita a hipótese de uma relação positiva entre a sustentabilidade corporativa e a criação de valor de empresas nos principais mercados de capitais da América Latina, ora representada por H2.

O sinal negativo dessa associação entre a pontuação ESG e o  $q$  de Tobin, indica que não há confirmação dos achados de Chung e Pruitt (1994), Velte (2017) e Jan et al. (2019). Mas, corrobora com os argumentos de Signori et al. (2021). Ou seja, para determinação da criação de valor os índices ESG devem ser considerados apenas como um dos seus componentes, visto que não parecem serem adequadas na tomada de decisões sobre criação de valor de *stakeholders*, isso devido as despesas que são geradas.

Considerando as variáveis de controle endividamento e *Log* do Ativo Total, ambas apresentaram significância estatística, ao nível de 1%, com a variável ROA e  $q$  de Tobin, respectivamente. Para o endividamento, confirmou os achados de Ermenc *et al.* (2017). No caso do *Log* do Ativo Total, o sinal é negativo, diferente do esperado, não confirmando os estudos de Ermenc *et al.* (2017) e Forcadell *et al.* (2019). Ainda assim, está de acordo com os argumentos de Velte (2017) ao afirmar que o tamanho da empresa pode influenciar de forma positiva ou negativa, dependendo da extensão dos *stakeholders* sobre as atividades de responsabilidade social corporativa.

**Tabela 4**

*Sustentabilidade corporativa medida pelas dimensões ESG (governança corporativa, ambiental e social), desempenho financeiro e criação de valor (2012 a 2021)*

Variáveis	Regressões em painéis de Efeitos-fixos robustos			
	ROA		q de Tobin	
	Modelo [1] Sem controle	Modelo [2] Com controle	Modelo [3] Sem controle	Modelo [4] Com controle
ESG	-0,0006** (-2,29)	0,0003 (0,51)	-0,0330*** (-5,46)	0,0013 (0,21)
Endividamento		-0,1091*** (-6,24)		0,4179 (1,25)
<i>Log</i> do Ativo Total		-0,1006 (-1,51)		-3,7602*** (-6,43)
Setor		SIM		SIM
País		SIM		SIM
Constante	0,0947*** (8,46)	1,1458* (1,74)	3,3256*** (12,19)	39,6983*** (6,74)
Observações	1234	1234	1234	1234
R <sup>2</sup> (within)	0,0023	0,0884	0,1001	0,4650
R <sup>2</sup> (Between)	0,0179	0,0321	0,0110	0,0000
R <sup>2</sup> (Overall)	0,0049	0,0474	0,0002	0,0333
VIF (Média)	1,00	3,18	1,00	3,18
Significância	0,0231	0,0000	0,0000	0,0000
Estatística (F ou Wald c)	5,25	14,68	29,83	24,16
Teste <i>LM Breusch-Pagan</i>	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de <i>Chow</i>	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de <i>Hausman</i>	0,0000	0,0004	0,0000	0,0000

Nota: \*, \*\* e\*\*\* significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.



A Tabela 5 apresenta as regressões em painéis das dimensões ESG individualmente da governança corporativa, ambiental e social, desempenho financeiro e criação de valor, no período de 2012 a 2021. Diante disso, aplicou-se o teste VIF, para cada variável, resultando na inexistência de problemas de multicolinearidade, não sendo necessária a exclusão de nenhuma variável. Após os testes econométricos (*Chow, Breusch Pagan e Hausman*), os resultados apontaram o painel com efeitos fixos robustos é o mais indicado.

A partir dos resultados da referida tabela, o ESG medido individualmente pela governança, ambiental e social não apresentaram significância estatística com a variável de desempenho financeiro ROA, seja analisado em painel sem variáveis de controle, ou até mesmo com as devidas variáveis de controle do modelo, não confirmando o estudo desenvolvido por Forcadell *et al.* 2019), e por isso não sendo possível fazer quaisquer inferências.

No tocante a criação de valor, os resultados indicam que ao analisar sem as variáveis de controle o ESG governança e ESG ambiental influencia o  $q$  de Tobin, ao nível de 5%. Todavia, a relação é negativa e com uma correlação -0,0096 e -0,0141, respectivamente. Mesmo que esse resultado não tenha sido o esperado na presente pesquisa, é possível identificar na literatura resultados semelhantes. Yoon, Lee e Byun (2018), por exemplo, identificaram que a prática de governança corporativa influencia negativamente o valor das empresas em setores ambientalmente sensíveis (setor de energia; o setor de materiais que inclui produtos químicos, materiais de construção, contêineres e embalagens, e metais e mineração indústrias; e o setor de serviços públicos que inclui produtores de eletricidade, gás, água, eletricidade renovável).

Uma justificativa dada por Yoon, Lee e Byun (2018) para ESG governança negativo é de que o efeito de avaliação de pontuações ambientais/sociais/governança podem contar com diferenças qualitativas entre suas medições. Para os referidos autores, a pontuação de governança concentra-se na prática de uma empresa em relação aos seus acionistas, em detrimento a práticas que levam em consideração outros grupos de partes interessadas, como cliente, fornecedor, trabalhadores, comunidades, etc. Os outros grupos de partes interessadas podem desempenhar papéis mais significativos ao pressionar os CEOs a agir por seus interesses no meio ambiente. Uma influência tão maior das outras partes interessadas implica um papel relativamente menos significativo dos acionistas.

Ainda assim, apesar de pontuação de ESG Ambiental está incluída nesse argumento de influência das outras partes interessadas (Yoon, Lee & Byun, 2018), neste estudo a relação foi significativa e negativa com o  $q$  de Tobin. O que se justifica pelos custos embutidos em sua implementação, ou pela falta de apoio institucional e ausência de aprovação dos *stakeholders* (Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021).

Considerando as variáveis de controle, o endividamento apresentou relação negativa com o ROA, confirmando a pesquisa de Ermenc *et al.* (2017). Ou seja, se um determinada empresa estiver em grande parte endividada, os investimentos em sustentabilidade podem ser percebidos negativamente pelos *stakeholders*. Supõe-se que quanto maior o endividamento da empresa, menos a gestão investirá em sustentabilidade. Nessa perspectiva, o endividamento pode ser um indicador para potenciais investidores de quão arriscada a empresa está em relação às suas futuras flutuações de fluxo de caixa. Além disso, partes interessadas satisfeitas diminuem o risco em futuras flutuações de fluxo de caixa (Orlitzky & Benjamin 2001). Ainda, quanto ao *Log* do Ativo Total, assim como na tabela anterior, apresentou significância estatística com sinal negativo, ao nível de 1%, com a variável  $q$  de Tobin.

**Tabela 5**

*Sustentabilidade corporativa medida pelas dimensões ESG (governança corporativa, ambiental e social - individual), desempenho financeiro e criação de valor (2012 a 2021)*

Variáveis	Regressões em painéis de Efeitos-fixos robustos			
	ROA		q de Tobin	
	Modelo [1] Sem controle	Modelo [2] Com controle	Modelo [3] Sem controle	Modelo [4] Com controle
ESG Governança	0,0000 (0,07)	0,0002 (0,610)	-0,0096** (-2,56)	0,0009 (0,29)
ESG Ambiental	-0,0002 (-0,89)	0,0003 (0,770)	-0,0141** (-2,30)	0,0140 (0,24)
ESG Social	-0,0003 (-1,20)	-0,0002 (-0,600)	-0,0097 (-1,65)	-0,0011 (-0,25)
Endividamento		-0,1092*** (-6,190)		0,4184 (1,25)
Log do Ativo Total		-0,1011 (-1,510)		-3,7524*** (-6,36)
Setor		SIM		SIM
País		SIM		SIM
Constante	0,0918*** (6,23)	1,1496* (1,73)	3,3300*** (11,45)	39,6289*** (6,65)
Observações	1234	1234	1234	1234
R <sup>2</sup> (within)	0,0888	0,0888	0,1017	0,4651
R <sup>2</sup> (Between)	0,0028	0,0311	0,0123	0,0000
R <sup>2</sup> (Overall)	0,0061	0,0472	0,0002	0,0333
VIF (Média)	2,84	3,33	2,84	3,33
Significância	0,0416	0,0000	0,0000	0,0000
Estatística (F ou Wald c)	2,80	10,61	10,03	14,66
Teste LM Breusch-Pagan	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Chow	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Hausman	0,0272	0,0053	0,0000	0,0000

Nota: \*, \*\* e\*\*\* significância estatística a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

## 5. CONCLUSÕES

A pesquisa teve como objetivo analisar a influência da sustentabilidade corporativa no valor da empresa e no desempenho financeiro nos principais mercados de capitais da América Latina, a partir da perspectiva da teoria dos *stakeholders*. Os resultados empíricos, para uma amostra de 183 empresas no período 2012-2021, mostram como a sustentabilidade corporativa pode resultar em maior contribuição no desempenho financeiro e valor da empresa, medidos pelo ROA e *q* de Tobin, respectivamente. Em especial, foi abordada a sustentabilidade corporativa como um construto a partir das pontuações ambientais, sociais e governança, medida por meio da ESG.

Considerando os dados obtidos por meio da regressão de feitos fixos robustos, ao analisar o índice ESG - com pontuação geral de governança corporativa, ambiental e social –



em modelo sem variáveis de controle, a sustentabilidade corporativa influencia de forma negativa o desempenho financeiro medido pelo ROA. Por esse resultado é possível inferir que H1 é rejeitada, ou seja, a sustentabilidade corporativa não impacta positivamente o desempenho financeiro da empresa, não confirmando estudos como os de Ermenc, Klemenčič e Buhovac (2017). Como justificativa tem-se que os custos com ESG podem não serem suficientes para impactar desempenho, como também a falta de apoio institucional, em especial de *stakeholders*.

Do mesmo modo, quando o índice ESG - com pontuação geral de governança corporativa, ambiental e social – é analisado sem variáveis de controle, a sustentabilidade corporativa influencia de maneira negativa a criação de valor medida pelo  $q$  de Tobin. Dito isso, a H2 é rejeitada, tendo em vista que a sustentabilidade corporativa não impacta positivamente o valor da empresa, não corroborando com a pesquisa desenvolvida por Chung e Pruitt (1994). Com isso, o ESG deve ser enfatizado apenas como um dos componentes da criação de valor, mas não como fator de tomada de decisão sobre criação de valor de *stakeholders*, devido as despesas incorridas (Signori *et al.*, 2021).

Além disso, também foi analisado o ESG medido individualmente pela governança, ambiental e social, em relação ao desempenho financeiro e criação de valor. Dito isso, verifica-se que nenhuma das três pontuações influenciaram o ROA. Todavia, o ESG governança e ESG ambiental influencia de forma negativa o  $q$  de Tobin, ao nível de 5%. A justificativa para esse resultado encontra-se também na literatura, tanto pelos custos não serem refletidos em resultado, como pelo fato de que o efeito de avaliação de pontuações ambientais/sociais/governança pode contar com diferenças qualitativas entre suas medições.

É importante destacar que os resultados apresentados na presente pesquisa não devem ser generalizados, tendo em vista as limitações, a saber: quantidade limitada de empresas da amostra; devido haver empresas que apresentaram dados “*missings*”, visto que alguns dados não foram disponibilizados em todos anos; e, o fato de terem sido desconsiderados os aspectos normativos e legislação impostas as empresas, em função de suas atividades operacionais. Nesse contexto, como sugestão para futuras pesquisas, sugere-se mitigar tais limitações, optando, se for o caso, pela investigação com profundidade de apenas um setor de atuação.

## REFERÊNCIAS

- Anshori, M., & Iswati, S. (2009). Quantitative research methodology. *Surabaya: Publishing and Printing Center Airlangga University*.
- Argandoña, A. (2011). Stakeholder Theory and Value Creation. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.1947317
- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(7), 1409–1428. doi:10.1108/cg-06-2020-0258
- Bahri, S., & Cahyani, F. A. (2017). The Effect of Environmental Performance on Corporate Financial Performance with Corporate Social Responsibility Disclosure as Variable I Intervening (Empirical Study of Manufacturing Companies Registered in BEI). *Ekonika: Jurnal Ekonomi Universitas Kadiri*, 1(2), 117–142. <https://doi.org/10.30737/ekonika.v1i2.11>
- Barbero, E. R., & Marchiano, M. (2016). Stakeholders or Shareholders? Board members' personal values and corporate identity. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 18, 348-369.



- Benz, L., Paulus, S., Rohleder, M., & Wilkens, M. (2020). Ownership Comes with Responsibility—the Impact of Ownership Characteristics on CSR. *Available at SSRN 3606143*.
- Bridoux, F., & Stoelhorst, J. W. (2014). Microfoundations for stakeholder theory: Managing stakeholders with heterogeneous motives. *Strategic Management Journal, 35*(1), 107-125.
- Broadstock, D. C., Matousek, R., Meyer, M., & Tzeremes, N. G. (2019). Does corporate social responsibility impact firms' innovation capacity? The indirect link between environmental & social governance implementation and innovation performance. *Journal of Business Research, 119*, 99-110.
- Brooks, C., & Oikonomou, I. (2018). The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance. *The British Accounting Review, 50*(1), 1-15.
- Budsaratragoon, P., & Jitmaneeoj, B. (2021). Corporate Sustainability and Stock Value in Asian–Pacific Emerging Markets: Synergies or Tradeoffs among ESG Factors?. *Sustainability, 13*(11), 6458.
- Chauhan, Y., & Kumar, S. B. (2018). Do investors value the nonfinancial disclosure in emerging markets?. *Emerging Markets Review, 37*, 32-46.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin'sq, *Financial Management. Journal, 23*(3).
- Comum, N. F. (1991). Comissão mundial sobre meio ambiente e desenvolvimento. *Rio de Janeiro: FGV*.
- Dahlberg, L., & Wiklund, F. (2018). ESG Investing In Nordic Countries: An analysis of the Shareholder view of creating value.
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2019). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Multilatinas: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack. *Journal of Business Ethics*. doi:10.1007/s10551-019-04177-w
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal of Business Ethics, 168*(2), 315-334.
- Ermenc A., Klemenčič M., & Rejc Buhovac A. (2017). Sustainability Reporting in Slovenia: Does Sustainability Reporting Impact Financial Performance? In: Horváth P., Pütter J. (eds) *Sustainability Reporting in Central and Eastern European Companies*. MIR Series in International Business, pp. 181-197. Springer, Cham. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-52578-5\\_12](https://doi.org/10.1007/978-3-319-52578-5_12).
- Escrig-Olmedo, E., Fernández-Izquierdo, M. Á., Ferrero-Ferrero, I., Rivera-Lirio, J. M., & Muñoz-Torres, M. J. (2019). Rating the raters: Evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles. *Sustainability, 11*(3), 915.
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal, 38*, 45-64.
- Forcadell, F. J., Aracil, E., & Úbeda, F. (2019). The Influence of Innovation on Corporate Sustainability in the International Banking Industry. *Sustainability, 11*(11), 3210.
- Frame, W. S., & White, L. J. (2004). Empirical studies of financial innovation: lots of talk, little action? *Journal of economic literature, 42*(1), 116-144.



- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston; London: Pitman.
- Grewatsch, S., & Kleindienst, I. (2018). How organizational cognitive frames affect organizational capabilities: The context of corporate sustainability. *Long Range Planning*, 51(4), 607-624.
- Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2013). Stakeholder theory, value, and firm performance. *Business ethics quarterly*, 23(1), 97-124.
- Harrison, J.S., Bosse, D.A., & Phillips, R.A. (2010). Managing for stakeholders, stakeholder utility functions, and competitive advantage. *Strategic Management Journal*, 31(1), 58-74.
- Humphrey, J. E., Lee, D. D., & Shen, Y. (2012). The independent effects of environmental, social and governance initiatives on the performance of UK firms. *Australian Journal of Management*, 37(2), 135-151.
- Iamandi, I. E., Constantin, L. G., Munteanu, S. M., & Cernat-Gruici, B. (2019). Mapping the ESG Behavior of European Companies. A Holistic Kohonen Approach. *Sustainability*, 11(12), 3276.
- Jan, A., Marimuthu, M., bin Mohd, M. P., & Isa, M. (2019). The nexus of sustainability practices and financial performance: From the perspective of Islamic banking. *Journal of Cleaner Production*, 228, 703-717.
- Jost, J. P., Kroenke, A., & Hein, N. (2021). Relação entre desempenho sustentável e desempenho de mercado. *RACE-Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 20(2), 183-208.
- Lang, L. H., & Stulz, R. M. (1994). Tobin's q, corporate diversification, and firm performance. *Journal of political economy*, 102(6), 1248-1280.
- Lassala, C., Apetrei, A., & Sapena, J. (2017). *Sustainability Matter and Financial Performance of Companies*. *Sustainability*, 9(9), 1498. doi:10.3390/su9091498
- Lo, S., & Sheu, H. (2007). Is Corporate Sustainability a Value-Increasing Strategy for Business?. *Corporate Governance*, 15(2), 345-358.
- Lourenço, I. C., Castelo, M., Curto, J., & Eugénio, T. (2012). How Does the Market Value Corporate Sustainability Performance? *Journal of Business Ethics*, 108(4), 417-428.
- Machmuddah, Z., Sari, D. W., & Utomo, S. D. (2020). Corporate social responsibility, profitability and firm value: Evidence from Indonesia. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(9), 631-638.
- Martinez-Ferrero, J., & Frias-Aceituno, J-V. (2015). Relationship Between Sustainable Development and Financial Performance: International Empirical Research. *Business Strategy and the Environment*, 24(1), 20-39.
- Maryanti, E., & Fithri, W. N. (2017). Corporate Social Responsibility, Good Corporate Governance, Environmental Performance on Financial Performance and Its Influence on Company Value. *Journal of Accounting Science*, 1(1), 21. <https://doi.org/10.21070/jas.v1i1.773>
- Okafo, C., & Obioma, O. (2020). Towards an effective legal regime for developing nigeria through philanthropy. *Chukwuemeka odumegwu ojukwu university journal of private and public law*, 2(1).
- Orlitzky, M., & Benjamin, J. D. (2001). Corporate social performance and firm risk: A meta-analytic review. *Business & Society*, 40(4), 369-396.



- Parmar, B. L., Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Purnell, L., & De Colle, S. (2010). Stakeholder theory: The state of the art. *Academy of Management Annals*, 4(1), 403-445.
- Priem, R. L., Krause, R., Tantalo, C., & McFadyen, A. (2019). Promoting long-term shareholder value by “competing” for essential stakeholders: A new, multi-sided market logic for top managers. *Academy of Management Perspectives*, (ja).
- Sempere-Ripoll, F., Estelles-Miguel, S., Rojas-Alvarado, R., & Hervas-Oliver, J. L. (2020). Does Technological Innovation Drive Corporate Sustainability? Empirical Evidence for the European Financial Industry in Catching-Up and Central and Eastern Europe Countries. *Sustainability*, 12(6), 2261.
- Signori, S., San-Jose, L., Retolaza, J. L., & Rusconi, G. (2021). Stakeholder value creation: Comparing ESG and value added in European companies. *Sustainability*, 13(3), 1392.
- Stocker, F., & de Mascena, K. M. C. (2019). Orientação e gestão para stakeholders no processo de decisão organizacional. *Revista de Gestão e Secretariado*, 10(1), 167-191.
- Sudiyatno, B., Puspitasari, E., Suwanti, T., & Asyif, M. M. (2020). Determinants of Firm Value and Profitability: Evidence from Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(11), 769–778. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no11.769>
- Sulimany, H. G., Ramakrishnan, S., Chaudhry, A., & Bazhair, A. H. (2021). Impact of Corporate Governance and Financial Sustainability on Shareholder Value. *Studies of Applied Economics*, 39(4).
- Tantalo, C., & Priem, R. L. (2016). Value creation through stakeholder synergy. *Strategic Management Journal*, 37(2), 314-329.
- Vellani, C. L., & Ribeiro, M. D. S. (2009). Sistema contábil para gestão da ecoeficiência empresarial. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20, 25-43.
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178. <https://doi.org/10.1108/jgr-11-2016-0029>
- Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H., & Managi, S. (2018). Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? *Business Strategy and the Environment*.
- Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. *Sustainability*, 10(10), 3635.
- Zeng, S., Jiang, C., Ma, C., & Su, B. (2018). Investment efficiency of the new energy industry in China. *Energy Economics*, 70, 536-544.
- Zhao, C., Guo, Y., Yuan, J., Wu, M., Li, D., Zhou, Y., & Kang, J. (2018). ESG and Corporate Financial Performance: Empirical Evidence from China’s Listed Power Generation Companies. *Sustainability*, 10(8), 2607. doi:10.3390/su10082607
- Zumente, I., & Bistrova, J. (2021). ESG Importance for Long-Term Shareholder Value Creation: Literature vs. Practice. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 7(2), 127. doi:10.3390/joitmc7020127