



A Relação da Divulgação das Práticas ESG com o Valor de Mercado das Empresas Brasileiras de Capital Aberto

MAYRA MARTINS

Universidade Federal de Uberlândia

MOISÉS FERREIRA DA CUNHA

Universidade Federal de Goiás

Resumo

O termo ESG, simbolizando a preocupação das empresas com questões ambientais, sociais e de governança corporativa, tem recebido muita atenção no mercado de capitais. Há anos pesquisas são desenvolvidas para relacionar os seus fatores com o desempenho econômico-financeiro e de mercado em países desenvolvidos, porém o foco atual se concentra em países emergentes, como o Brasil. Com isso, o presente estudo teve como objetivo geral investigar qual a associação da divulgação da prática de fatores de sustentabilidade ESG por empresas brasileiras de capital aberto com os seus valores de mercado, verificando o ESG (total) e também os fatores separadamente (*environmental, social and governance*) como objetivos específicos. A amostra da pesquisa teve dados de 106 empresas da B3, entre o período de 2012 a 2020. Como metodologia, foram utilizadas as bases *Bloomberg ESG Disclosure Scores Brazil* para os dados ESG e *Thomson Reuters* para as demais variáveis. As variáveis para valor de mercado foram Q de Tobin e *Market-to-Book*, para criação de maior robustez e, como técnica estatística, a regressão de dados em painel. Como resultado, verificou-se que os fatores ESG não se apresentaram significantes em relação ao valor de mercado, com exceção da variável S (*social*), que mostrou associação marginalmente significativa e positiva com a métrica Q de Tobin. A verificação por setores da B3 teve relações significantes em Consumo Cíclico, Consumo Não Cíclico e Financeiro. Assim, pode-se considerar que a divulgação do fator social é a única, até o momento e de forma geral, que se coloca como relevante para os participantes do mercado de capitais brasileiro.

Palavras-chave: ESG. Sustentabilidade no Brasil. Valor de mercado. Q de Tobin. *Market-to-book*.

1 INTRODUÇÃO

“*Do well by doing good*” ou “Se sair bem fazendo o bem” (Parmar et al., 2010; Porter & Kramer, 2011). Essa citação introduz a ideia de que uma companhia pode se beneficiar no desempenho financeiro e valor de mercado ao praticar ações que promovam a proteção ao meio ambiente, ao bem-estar social e a manutenção de uma gestão corporativa competente. Essas práticas são conhecidas por vários nomes: sustentabilidade corporativa/empresarial, *Triple Bottom Line (Profit, Planet, People)*, responsabilidade social corporativa (CSR) ou, no momento atual, *Environmental, Social and Governance (ESG)*.

Friedman (1970), em uma visão neoliberalista, defendeu que o papel de responsabilidade social é de cada indivíduo, e não das companhias, que devem se interessar apenas pelo aumento dos seus lucros. Isso começou a se alterar quando o termo



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

desenvolvimento sustentável surgiu, na Primeira Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento, na cidade de Estocolmo, em 1972. Nesse conceito, o crescimento da economia deve ser feito em conjunto com a proteção do meio ambiente e a valorização da sociedade, ou seja, “desenvolvimento que atende às necessidades do mundo atual sem comprometer a capacidade das gerações futuras de terem suas necessidades atendidas” (Elkington, 2012, p. 92).

Já em 1994, surge o modelo tripé da sustentabilidade (ou modelo *Triple Bottom Line* - TBL), do mesmo autor, Elkington (2012), que faz uso de três dimensões, consideradas essenciais para a junção pacífica entre organização e ambiente: social, ambiental e econômica. Mais tarde, surgem os critérios ESG, nos quais as empresas se baseiam para a elaboração de seus relatórios sociais qualitativos e quantitativos, com foco nas dimensões do TBL (Swarnapali, 2020) e a fim de proporcionar uma vantagem competitiva por meio da sustentabilidade corporativa.

No que tange ao valor e mercado de capitais, os autores Zago *et al.* (2018) defendem que as empresas que se encaixam em modelos de sustentabilidade são passíveis de possuir melhores preços nas ações, o que pode aumentar os seus retornos e trazer um menor custo de capital, considerando o longo prazo. Outro estudo cita que as práticas de responsabilidade social corporativa têm como resultado negativo o aumento dos custos, mas também como forma positiva uma vantagem competitiva, com benefícios relacionados ao desempenho da empresa e do mercado de capitais (Yoon *et al.*, 2018).

Ao nível Brasil, há pesquisas com foco na análise da relação da sustentabilidade com o desempenho econômico-financeiro (*mainstream* – o mais convencional – das pesquisas na área), baseando-se em investimentos em empresas sustentáveis, geralmente utilizando os índices da bolsa de valores Brasil, Bolsa, Balcão (B3), como o ISE e o Ibovespa (Cunha & Samanez, 2014; Fernandes & Linhares, 2018; Lameira *et al.*, 2013; Silva & Quelhas, 2006; Tupy, 2008). Quanto ao valor, destacam-se os estudos de Rossi Júnior (2009) e Miralles-Quirós *et al.* (2018). O primeiro estuda a relação entre a participação no índice ISE e o valor da empresa, entre 2005 e 2007, utilizando o Q de Tobin como *proxy*. Já o segundo utiliza o modelo de Ohlson para estimar o *value relevance* de empresas da bolsa de valores brasileira entre o período de 2010 a 2015. Porém, as observações acerca de critérios ESG com o valor de mercado das companhias brasileiras de capital aberto em períodos mais recentes (últimos cinco anos, por exemplo) ainda são escassas, em especial com a utilização dos índices Q de Tobin e *Market-to-Book Ratio*.

O Brasil, país emergente, possui características que propiciam esse estudo. A primeira envolve a estrutura legal: o país adota o regime *code law* (Oliveira *et al.*, 2013), com regulamentação contábil prevista em leis governamentais e também menor proteção ao investidor, em detrimento ao regime jurídico *common law*, baseado em usos e costumes e no direito consuetudinário. Há ainda questões que o diferenciam dos outros países emergentes na área industrial, como o alto custo de financiamentos e de carga tributária, ambiente macroeconômico volátil, com burocracias e pouca segurança jurídica (Confederação Nacional da Indústria [CNI], 2020). Além das constatações anteriores, o país mostra um cenário frágil quando se pensa em questões institucionais (governança) e sociais (social) (Soares *et al.*, 2018). Outro ponto de interesse é a estrutura acionária. Há o modelo *shareholder* e *stakeholder*. Costa *et al.* (2006) afirmam que o mercado de capitais tende a ser mais desenvolvido no modelo *shareholder* do que no *stakeholder*, e que, no Brasil, o que se percebe é que há um controle acionário com alta concentração em poucos acionistas, ao invés de disperso.

Considerando os pontos sustentabilidade e valor citados anteriormente, espera-se então responder ao seguinte problema de pesquisa: qual é a relação da divulgação de práticas ESG



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

com o valor de mercado das companhias brasileiras de capital aberto? Assim, o objetivo geral desse estudo é investigar qual a associação da divulgação da prática de fatores de sustentabilidade ESG por empresas brasileiras de capital aberto com os seus valores de mercado.

Como base conceitual, esse estudo é abarcado por uma teoria principal e duas lentes teóricas secundárias. Primeiramente, a principal, é a Teoria Normativa dos *Stakeholders*, visto que é uma pesquisa que tentará entender se os fatores ESG podem diminuir os impactos das atividades (diversos setores) e, conseqüentemente, gerar valor para a entidade (valor de mercado), além de maior lucratividade, agradando aos seus *stakeholders* (funcionários, fornecedores, comunidade, bancos, agentes reguladores, etc.) com o gerenciamento desses efeitos. Como lentes teóricas e secundárias, considerou-se a Teoria da Agência, apresentada no trabalho seminal de Jensen e Meckling (1976), pela parte de governança. A última lente teórica e de apoio é a Teoria da Divulgação (Verrecchia, 1983), na qual o executivo decide o que evidenciar com base no impacto disso no preço do ativo no mercado.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 O ESG e a Divulgação

A lucratividade contínua de uma empresa não depende mais de suas próprias estratégias isoladamente, mas também em como ela pode retornar benefícios à sociedade e ao meio ambiente (Hall, 2017). As empresas realmente têm uma responsabilidade com o ambiente em que se instalam, contrapondo a Teoria dos *Stockholders*, do economista Milton Friedman (1970) e as observações de seus pares Wright e Ferris (1997).

Contrariando os estudos neoclássicos citados anteriormente e baseados em várias declarações da Organização das Nações Unidas (ONU), como a Iniciativa Financeira do Programa Ambiental das Nações Unidas (UNEP FI) e o Pacto Global das Nações Unidas, surgem os Princípios para Investimentos Responsáveis das Nações Unidas (UN-PRI), definidos em 2006 e que trazem os fatores ESG como um dos pontos para as tomadas de decisões das empresas (Alsayegh *et al.*, 2020). Disso, também aparecem a *Global Reporting Initiative* (GRI) e o conceito de investimentos socialmente responsáveis (*Socially Responsible Investing* – SRI), que consideram não apenas os aspectos econômicos e de contabilidade, mas também o próprio ESG em suas estratégias (Saini & Singhania, 2019).

Assim, é notado que o ESG tem relação direta com a Teoria dos *Stakeholders* (Freeman, 1994), já que a diversidade de interessados nas atividades da empresa, além das relações com a comunidade, gestão e meio ambiente, pode fazer com que ela obtenha um bom desempenho financeiro, de acordo com Brooks e Oikonomou (2018). Cada *stakeholder* tem uma importância diferente para a alta administração (*governance*). Além disso, a melhoria do bem-estar do empregado (*social*) e das questões ambientais (*environmental*) podem aumentar o valor de mercado da companhia, conforme sinalizado por Jiao (2010).

No cenário de divulgação dos fatores ESG, as companhias podem adotar duas formas diferentes de *disclosure*. De acordo com Mervelskempter e Streit (2016), isso pode ser realizado como a prática principal, que é reportá-los separadamente das informações financeiras, em um outro tópico ou por meio de um relatório independente. Há também o relatório integrado. De qualquer forma, sabe-se que empresas que publicam as informações não financeiras (os critérios ESG aqui) têm impacto no seu valor, geralmente com menor custo financeiro e maior lucro operacional, além de pagarem mais dividendos (Chauhan & Kumar, 2018). Assim, visualizar essas formas nas quais as empresas mostram as ações de sustentabilidade à sociedade se torna válido, pois os índices ESG e o conseqüente valor da empresa (não considerando outras variáveis) são baseados nessas divulgações. Burke e Clark (2016) citam os quatro modos mais tradicionais de publicação pelas companhias: o próprio



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

relatório financeiro anual, o relatório de sustentabilidade social corporativa, o relatório de emissão de gases de efeito estufa e, agora, o relato integrado. Cada um desses tem objetivo, público, conteúdo, estrutura e regulação diferenciados.

Assim, no Brasil, a obrigatoriedade relacionada aos eventos ESG aconteceu em 2016, quando a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) decidiu que as empresas deveriam divulgar obrigatoriamente as informações socioambientais (Bolsa, Brasil, Balcão [B3], 2021). A divulgação pode ser juntamente com o seu relatório anual, no formulário de referência ou o próprio relatório de sustentabilidade e, se não divulgadas, a CVM adota a ação “Pratique ou Explique” para que as empresas justifiquem a não utilização da prática. Como *disclosure* voluntário, ainda se encontram as informações em anúncios, sites das companhias e o próprio relato integrado. As companhias abertas brasileiras passaram a adotar, de forma obrigatória, a Orientação OCPC 09 – Relato Integrado, a partir de 01 de janeiro de 2021. Essa obrigatoriedade acontecerá quando optarem pela elaboração e publicação do relato integrado, conforme Resolução CVM nº 14, de 09 de dezembro de 2020.

2.2 ESG e Valor

Os autores Ioannou e Serafeim (2017) dividiram os critérios ESG em ESG (total) e E, S e G separadamente, descobrindo que a divulgação geral de critérios ESG tem um impacto positivo e significativo no valor da companhia, enquanto os componentes E, S e G (de forma individual) têm um efeito positivo e insignificante na métrica Q de Tobin (que mede o valor). O mesmo tipo de estudo foi realizado com empresas listadas na US S&P 500, da bolsa de valores americana, e encontrou-se relação positiva entre a performance de mercado (Q de Tobin) e o ESG e seus componentes entre os anos de 2009 a 2018 (Alareeni & Hamdan, 2020).

No mesmo estudo de Ioannou e Serafeim (2017), dois pontos de vista contrários em relação ao valor são verificados. O primeiro mostra que a maior divulgação de critérios ESG, por força de regulação, pode levar a uma melhor operação (com processos de redução das emissões de carbono, diminuição de *turn over* dos funcionários e integração da sustentabilidade nos modelos de negócios corporativos) e, com isso, um consequente aumento de valor da empresa. Antagonicamente, conforme o segundo ponto de vista, o *valuation* de uma companhia pode ser afetado negativamente pelos custos impostos pelas normas de sustentabilidade, como a divulgação de informações sensíveis ao negócio e a pressão da sociedade pela melhoria dos processos internos (como aperfeiçoamento das condições de trabalho e utilização de novas fontes de energia, ainda onerosas).

Cheng *et al.* (2014), Lo e Sheu (2007), Poddi e Vergalli (2009) e Rossi Júnior (2009) apresentam evidências de que empresas que exercem a sustentabilidade em suas estratégias possuem menor custo de capital e maior valor. Segundo Elkington (1994) e a “*triple bottom line*”, a empresa cria valor por meio das medidas sustentáveis, já que há uma relação positiva com o valor de suas ações, ou seja, é uma estratégia de “*win-win-win*” (ganho da empresa – ganho do mercado – ganho da sociedade/*stakeholders*).

Zago *et al.* (2018), em seus estudos sobre a sustentabilidade corporativa e a criação de valor por meio do *Dow Jones Sustainability Index*, mostraram que o mercado não considera de suma importância os dados socioambientais da empresa, o que gera uma precificação nula delas. É válido mencionar que, mesmo quando a pesquisa aponta neutralidade, ela informa que ações sustentáveis podem ter uma vantagem competitiva, citando estudos de Porter e Linde (1995) e Elkington (2012) e que os resultados não podem ser generalizados (generalização de que sustentabilidade não gera maiores retornos a longo prazo para as partes interessadas).



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Um estudo com a Índia, país emergente da Ásia, apresentou o fator ESG significativo e positivo em relação ao Q de Tobin, dentro do período de 2008 a 2013 (Chelawat & Trivedi, 2016). O Egito, país emergente da África, também apresentou uma pesquisa na qual foi encontrada a mesma relação entre as duas variáveis, porém no período de 2007 a 2016 (Aboud & Diab, 2018). Na Coreia do Sul, o estudo de Kim *et al.* (2018), com dados entre 2010 a 2014, e o de Yoon *et al.* (2018), no período de 2010 a 2015, também corroboram os estudos anteriores, mostrando que o ESG influencia o valor de mercado das companhias do país. Assim, percebe-se que há estudos que mostram uma relação positiva e significativa entre os fatores ESG e as medidas de valor de mercado de uma empresa em um país em desenvolvimento. O Brasil, ao estar incluso nesse grupo, pode estar seguindo essa linha como o restante desses países, possuindo uma relação positiva.

Portanto, considerando os aspectos gerais de mercado e valor, surge a hipótese H_1 – *há uma relação positiva entre o nível de divulgação ESG (total) e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.*

2.3 Environmental (E) e Valor

O critério ambiental abrange muitos estudos dentro do ESG. Rover *et al.* (2012) citam que a divulgação de informações ambientais pode afetar o *valuation* da empresa, sendo de suma importância um olhar crítico para essa questão. As ações empresariais no meio ambiente são relevantes para o preço das ações nos mercados de capitais, segundo dois estudos: de Belkaoui (1976) e Blacconiere e Northcut (1997). Isso porque as empresas têm desempenho melhor após a divulgação de informações sobre a sua relação com o meio ambiente. Blacconiere e Patten (1994) mostraram que, quando ocorre algum acidente ambiental relacionado a uma companhia, os investidores tendem a responder de modo menos negativo se ela já costumava divulgar informações sobre esse tópico (E) em seus relatórios.

Uma relação negativa entre divulgação de informações ambientais pela empresa e sua *performance* no preço das ações é encontrada nos estudos de Freedman e Patten (2004) e Lorraine *et al.* (2004). É válido ressaltar que essas pesquisas se utilizaram das reações do mercado de capitais às informações de impactos negativos no meio ambiente, nas quais as empresas divulgaram, por exemplo, o recebimento de multas ambientais. Qureshi *et al.* (2019) e Sassen *et al.* (2016), ao analisarem empresas europeias, concluíram que aquelas que apresentam sensibilidade maior ao ESG (ou seja, suas atividades operacionais impactam diretamente o meio ambiente, por exemplo) são as que divulgam em maior nível esses critérios em seus relatórios. Como resultado neutro, no mercado de capitais da Romênia, o componente *environmental* não impactou significativamente no valor das corporações, ao contrário dos outros critérios e da responsabilidade social corporativa por completo, porém, os possíveis motivos para essa situação não foram apresentados no estudo (Gherghina & Vintilă, 2016).

Considerando esses aspectos gerais de mercado e valor, surge a hipótese H_2 – *há uma relação positiva entre o nível de divulgação do critério E (environmental – ambiental) e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.*

2.4 Social (S) e Valor

No campo social, os potenciais empregados são os mais interessados, principalmente em questões como diversidade, discriminação e segurança do trabalho, segundo Brooks e Oikonomou (2018). Na pesquisa de Frooman (1997), por meio de análise de eventos, foi possível descobrir que as companhias que apresentaram condutas irresponsáveis, em relação ao fator *social*, diminuíram o seu valor de mercado, fazendo os acionistas perderem dinheiro. Talvez também por esse motivo, Bajic e Yurtoglu (2018), em sua pesquisa com 35 países



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

entre 2003 e 2016, concluíram que o fator S, entre os outros da responsabilidade social corporativa, é o que antevê o valor de mercado de uma empresa. Isso porque essa dimensão considera variáveis diretamente relacionadas com o tratamento de seus *stakeholders*: consumidores, direitos humanos e qualidade dos empregados. Logo, a atenção ao social faria a empresa se sair bem (*do well*) perante seus investidores, conforme dizem os autores.

O fator social, além de lidar com empregados e suas relações, também tem relação com o produto gerado pela empresa. Assim, a qualidade, segurança e acessibilidade ao consumo do que é produzido estão inclusos no ESG. E, considerando isso, uma pesquisa de Serafeim e Yoon (2021), que utilizou inteligência artificial para captar notícias sobre sustentabilidade e as reações nas ações das empresas, concluiu que o mercado de capitais somente tende a reagir àquelas que são financeiramente materiais de acordo com o conceito do *Sustainability Accounting Standards Board (SASB)* de materialidade. Em todos os pontos do ESG, os que obtiveram maiores reações do mercado foram os itens sociais relativos justamente ao produto final de uma companhia, bem como os de capital humano.

Apesar de o aspecto social preconizar que haverá o aumento do valor da empresa, outros artigos apontam associações negativas, como o de Orlitzky (2013), que encara as informações sustentáveis como um fator que gera desestabilidade em preços e volatilidade no mercado de renda variável. Tamayo-Torres *et al.* (2019) apontam duas justificativas para os resultados negativos: primeiramente, que essas diferenças podem ser relacionadas às amostras utilizadas, tipo e tamanho da companhia e condições econômicas, por exemplo; e, secundariamente, o baixo retorno pelos investidores (redução da atratividade no mercado), ao saberem que estão investindo em programas sociais, o que geraria custos e diminuiria as suas riquezas.

O fator social é positivo em relação ao valor da empresa em estudos nos países em desenvolvimento, como no de Aboud e Diab (2018), que pesquisou sobre o ESG no mercado de capitais do Egito, entre 2007 e 2016, concluindo que esse resultado pode ser esclarecido pela teoria dos *stakeholders*. No leste europeu, houve uma interferência positiva da parte social no valor das empresas da Romênia em 2012, tanto em itens relacionados aos empregados, como direitos, capacitação e saúde, como aos consumidores, tratando-se aqui de qualidade e proteção dos produtos (Gherghina & Vintilă, 2016). Sendo assim, é de se supor que esse panorama positivo também pode estar acontecendo no Brasil, visto que é outro país com características parecidas, estando também no bloco dos países em crescimento.

Considerando os aspectos gerais de mercado e valor, surge a hipótese **H₃** – *há uma relação positiva entre o nível de divulgação do critério S (social – social) e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.*

2.5 Governance (G) e Valor

As empresas podem fazer divulgações voluntárias para reduzir a assimetria de informações que existe entre *stakeholders* internos e externos, como falam Healy e Palepu (2001). Porém, também podem utilizar a responsabilidade social corporativa para fazer *greenwashing*, conforme Sikka (2017), divulgando boas práticas em uma área, mas apresentando, em outra, um mau comportamento, com o gerenciamento de resultados contábeis e evasão de tributos, por exemplo.

Segundo Brooks e Oikonomou (2018), os indicadores ESG supostamente estão relacionados com a remuneração dos administradores e com fusões/aquisições de uma empresa, situações que impactam diretamente nos processos de governança corporativa, porém mais estudos são necessários para entender essa relação. Eccles *et al.* (2014), por meio de sua pesquisa com empresas americanas, relatam que aquelas com alto índice de sustentabilidade possuem um diferente padrão de governança corporativa, que representa as



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

vontades de todos os *stakeholders*, o conselho de diretores tem ligação direta com assuntos sustentáveis e a remuneração dos executivos é relacionada aos indicadores de sustentabilidade. Corroborando os achados, Xie *et al.* (2019) estudaram mais de 6 mil empresas de 74 países, com dados de 2015, e mencionam que as estratégias sustentáveis e uma estrutura independente e diversificada do conselho de administração têm impacto positivo na eficiência corporativa e no valor de mercado de uma companhia. Porém, segundo Mishra e Mohanty (2014), o fraco emprego de legislações e normas internas nas organizações indianas afetaram a confiança de investidores nelas e, conseqüentemente, o seu valor.

Ao nível Brasil, Braga-Alves e Shastri (2011) analisaram o segmento do Novo Mercado da B3 (Bovespa à época), no qual as empresas que possuem participação são reconhecidas pelas suas boas práticas de governança. Ao relacionarem o segmento com um índice proposto na pesquisa, que considerava itens de governança corporativa, concluíram que as companhias participantes possuíam melhores valores de mercado, mas não eram as melhores no desempenho operacional. Mesmo na década passada a esse estudo, Silveira e Barros (2007) já evidenciavam que a qualidade da governança corporativa em empresas brasileiras, em 2002, era associada positivamente aos seus valores de mercado. Como a governança implica em preocupação com a imagem, e é o critério pelo qual é decidido todos os outros dois (ambiental e social), é de se supor que as empresas do Brasil sigam os seus pares de locais emergentes e também entreguem isso de forma positiva em seus valores de mercado.

Considerando os aspectos gerais de mercado e valor, surge a hipótese **H₄** – *há uma relação positiva entre o nível de divulgação do critério G (governance – governança corporativa) e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.*

3 MÉTODOS DA PESQUISA

A pesquisa utilizou as empresas listadas na bolsa de valores B3 e que possuíam pontuação de divulgação ESG na base de dados *Bloomberg* como amostra. A justificativa para a escolha tem relação com as informações divulgadas abertamente nos sites de relações com investidores (relatórios financeiros e não financeiros), no site da B3, Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e plataforma *Thomson Reuters*. Além disso, grande parte dessas empresas de capital aberto tendem a estar no índice base do estudo, o *Bloomberg ESG Disclosure Scores*. Por suas características diferenciadas, como a estrutura de capital, rentabilidade e índice de alavancagem financeira, as instituições financeiras foram excluídas desse estudo. O período amostral é de 2012 a 2020, abarcando os oito últimos anos, de acordo com o início da disponibilidade de dados das empresas brasileiras na base, além do espaço de tempo entre a oferta pública inicial (IPO) no mercado de capitais e o último ano (2020), totalizando 106 empresas.

O instrumento para coleta das variáveis independentes é o terminal *Bloomberg*, da *Bloomberg L.P.*, uma empresa de tecnologia e dados para o mercado financeiro, além de ser uma agência de notícias com cunho em Finanças Corporativas, a nível mundial. Por meio desse terminal, é possível coletar dados para a pesquisa, pois é o acesso à base de dados *Bloomberg ESG Scores*, que contém a *Bloomberg ESG Disclosure Scores (Brazil)*, ou seja, os índices e pontuações dos fatores ESG das empresas brasileiras. Metodologicamente, o índice de divulgação ESG do banco de dados da *Bloomberg* vai de 0 (zero) a 100 (cem) para os itens ESG, no geral, e os subitens E, S e G, separadamente. No subitem E há informações sobre emissões de gases, água, desperdício e políticas ambientais da empresa, no subitem S há dados sobre empregados, produtos e comunidades relacionadas e, no G, estrutura do Conselho de Administração e remuneração de executivos, por exemplo (Ioannou & Serafeim, 2017). Para a coleta das variáveis dependentes e de controle inclusas na pesquisa, que se baseiam em

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

dados contábeis e financeiros, foi necessária a utilização da base de dados *Thomson Reuters*, para os respectivos cálculos.

Para a análise dos dados, foram utilizadas técnicas estatísticas alinhadas às hipóteses propostas, ou seja: (a) estatística descritiva, para descrever as variáveis independentes, dependentes e de controle e (b) regressão multivariada com dados em painel, para verificar a relação de todas as variáveis independentes e de controle com as variáveis dependentes Q de Tobin e *Market-to-Book*, a fim de atingir o objetivo do estudo. Os dados foram testados para verificar se atendiam aos principais pressupostos de uma regressão: normalidade dos resíduos, homocedasticidade dos resíduos, ausência de autocorrelação, não-multicolinearidade das variáveis e outros, com a correção (se necessária).

O controle por setores e por ano também foi realizado. O controle por setores abarcou os dez setores de atuação constantes na bolsa brasileira de valores: Bens Industriais; Comunicações; Consumo Cíclico; Consumo Não Cíclico; Financeiro (não abarcando os intermediários financeiros, como os bancos, que possuem peculiaridades financeiras); Materiais Básicos; Petróleo, Gás e Biocombustíveis; Saúde; Tecnologia da Informação e Utilidade Pública. O controle foi realizado pela separação das empresas em cada setor e pela regressão em dados em painel. O controle por ano foi realizado de 2013 a 2020, por meio de regressão *cross-section*, a fim de encontrar evolução nas divulgações e, conseqüentemente, relações com o valor de mercado das empresas.

As variáveis dependentes são Q de Tobin (Tobin, 1969) e *Market-to-Book* (Fama & French, 1992) e as variáveis independentes são ESG, ENV, SOC e GOV, para resposta às hipóteses H₁ à H₄. Também a verificação da influência dos fatores não financeiros de divulgações ESG (variáveis independentes) foi realizada por meio do atraso em 1 ano dos dados, para diminuir os problemas de endogeneidade. Com isso, esses dados pertencem aos anos 2012 a 2019. As variáveis de controle seguem listadas da legenda da Tabela 1, sendo as mais utilizadas para esse tipo de pesquisa, de acordo com a literatura.

Desse modo, os modelos econométricos para suporte ao estudo ficaram assim definidos, por meio das seguintes regressões multivariadas com dados em painel, para todos os anos relacionados:

Tabela 1 Modelos econométricos do estudo

	Q de Tobin	Market-to-Book
Hipótese H₁ (ESG)	$Q \text{ de Tobin}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln TAM_{it} + \beta_2 ALAV_{it} + \beta_3 CRES_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 DY_{it} + \beta_6 IDADE_{it} + \beta_7 CAPEX_{it} + \beta_8 INTANG_{it} + \beta_9 CAIXA_{it} + \beta_{10} ESG_{it-1} + \varepsilon_{it}$	$Market-to-book_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln TAM_{it} + \beta_2 ALAV_{it} + \beta_3 CRES_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 DY_{it} + \beta_6 IDADE_{it} + \beta_7 CAPEX_{it} + \beta_8 INTANG_{it} + \beta_9 CAIXA_{it} + \beta_{10} ESG_{it-1} + \varepsilon_{it}$
Hipótese H₂ (ENV)	$Q \text{ de Tobin}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln TAM_{it} + \beta_2 ALAV_{it} + \beta_3 CRES_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 DY_{it} + \beta_6 IDADE_{it} + \beta_7 CAPEX_{it} + \beta_8 INTANG_{it} + \beta_9 CAIXA_{it} + \beta_{10} ENV_{it-1} + \varepsilon_{it}$	$Market-to-book_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln TAM_{it} + \beta_2 ALAV_{it} + \beta_3 CRES_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 DY_{it} + \beta_6 IDADE_{it} + \beta_7 CAPEX_{it} + \beta_8 INTANG_{it} + \beta_9 CAIXA_{it} + \beta_{10} ENV_{it-1} + \varepsilon_{it}$
Hipótese H₃ (SOC)	$Q \text{ de Tobin}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln TAM_{it} + \beta_2 ALAV_{it} + \beta_3 CRES_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 DY_{it} + \beta_6 IDADE_{it} + \beta_7 CAPEX_{it} + \beta_8 INTANG_{it} + \beta_9 CAIXA_{it} + \beta_{10} SOC_{it-1} + \varepsilon_{it}$	$Market-to-book_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln TAM_{it} + \beta_2 ALAV_{it} + \beta_3 CRES_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 DY_{it} + \beta_6 IDADE_{it} + \beta_7 CAPEX_{it} + \beta_8 INTANG_{it} + \beta_9 CAIXA_{it} + \beta_{10} SOC_{it-1} + \varepsilon_{it}$
Hipótese H₄ (GOV)	$Q \text{ de Tobin}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln TAM_{it} + \beta_2 ALAV_{it} + \beta_3 CRES_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 DY_{it} + \beta_6 IDADE_{it} + \beta_7 CAPEX_{it} + \beta_8 INTANG_{it} + \beta_9 CAIXA_{it} + \beta_{10} GOV_{it-1} + \varepsilon_{it}$	$Market-to-book_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln TAM_{it} + \beta_2 ALAV_{it} + \beta_3 CRES_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 DY_{it} + \beta_6 IDADE_{it} + \beta_7 CAPEX_{it} + \beta_8 INTANG_{it} + \beta_9 CAIXA_{it} + \beta_{10} GOV_{it-1} + \varepsilon_{it}$

Legenda: Q de Tobin (razão entre o valor de mercado da firma e o custo de reposição de seus ativos físicos); *Market-to-Book* (razão entre o valor de mercado da empresa e o seu valor patrimonial contábil); TAM (logaritmo natural dos ativos totais); ALAV (dívidas totais divididas pelos ativos totais = endividamento); CRES (variação percentual nas vendas ao longo do ano anterior); ROA (retorno sobre o ativo, ou seja, lucro dividido pelo ativo

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

total da empresa); DY (razão entre o valor do dividendo por ação e preço da ação); IDADE (número de anos desde a listagem em bolsa de valores); CAPEX (razão entre as despesas de capital e os ativos totais), INTANG (razão entre ativo intangível e ativo total); CAIXA (razão entre caixa e equivalentes de caixa e ativo total); score ESG (pontuação em divulgação total do ESG); score ENV (pontuação em divulgação do fator ambiental); score SOC (pontuação em divulgação do fator social) e score GOV (pontuação em divulgação do fator governança).

Fonte: Elaborado pela autora (2021).

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Análise descritiva das informações

A Tabela 2 mostra os resultados da estatística descritiva, com a respectiva quantidade de observações, média, desvio padrão, mínimo e máximo.

Tabela 2 Estatística descritiva das variáveis do estudo

Variável	Obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Q de Tobin	776	0.9301497	1.508264	-0.6200857	23.35743
Market-to-Book	776	2.78902	8.235301	-67.20041	132.9597
TAM	776	23.19494	1.280838	20.01523	27.61836
ALAV	776	0.346931	0.1823492	0	1.370452
CRESC	776	0.2631387	4.075666	-0.8644807	109.7711
ROA	775	0.0319987	0.0900615	-0.7383581	0.3671858
DY	723	0.0407011	0.054067	0	0.8624924
IDADE	776	16.40593	13.84342	0	80
CAPEX	776	0.03244	0.0356684	0	0.2885293
INTANG	776	0.1376623	0.1911777	-0.2175395	0.8558442
CAIXA	697	0.0166643	0.0261947	1.85e-06	0.3308324
Score ESG	776	38.43564	16.50682	5.785124	72.72727
Score ENV	706	34.20162	18.71951	1.550388	74.38017
Score SOC	737	48.80807	20.6918	3.508772	89.47369
Score GOV	776	47.13043	8.330209	17.85714	71.42857

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Os destaques são para crescimento das vendas, idade, CAPEX e intangível. O crescimento das vendas mostra uma média de 26% de aumento a cada ano, enquanto o mínimo é uma redução de 86% e o máximo mostra empresas brasileiras com aumento de mais de 100% em suas receitas em relação aos anos anteriores. A idade mostra uma média de 16 anos desde a oferta pública inicial de ações na bolsa de valores, ou seja, as empresas decidiram abrir capital após o ano 2000. A razão despesas de capital sobre ativo total resulta em uma média de 3% e máxima de 28% de investimentos em aquisição de bens de capital pelas organizações. O intangível (aqui razão entre ativo intangível e ativo total) mostra uma média de 13% de bens não físicos no ativo total das companhias, embora alguma ou algumas companhias atinjam a porcentagem de 85% do valor total do grupo ativo. O intangível é importante ao demonstrar o que já foi capitalizado pelas empresas no desenvolvimento de novos produtos e inovações, por vezes relacionado à sustentabilidade.

O desvio padrão entre as variáveis independentes ficou entre 16 e 20 pontos, excluindo-se a de governança (com apenas 8 pontos). A pontuação de governança já apresenta a maior pontuação mínima entre os fatores, podendo ter relação com os segmentos de listagem por regras de governança corporativa da bolsa de valores brasileira, nos quais se encontram o nível Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, e que exigem divulgações diferenciadas para cada empresa listada. Como maior pontuação de divulgação, o fator social se destaca, com 89,47369 pontos, o que pode indicar que o mercado de capitais do Brasil tende a se preocupar mais com a relação empresa, funcionários e produtos destinados ao consumidor.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

4.2 Resultados e discussão – ESG (geral), Ambiental (E), Governança (G) e Valor

Com uma dimensão temporal (anos 2012 a 2020) e espacial (106 empresas), encontraram-se os seguintes resultados para os fatores ESG (total), ambiental (ENV), social (SOC) e governança (GOV), pelo programa *Stata*®, conforme Tabelas 3 e 4:

Tabela 3 Regressões Q de Tobin e divulgação ESG (total), E, S e G

Variáveis	ESG	ENV	SOC	GOV
Qtobin	Coeficiente	Coeficiente	Coeficiente	Coeficiente
Tam	0.1072293 (0.682)	0.0239636 (0.951)	0.1347695 (0.690)	0.1104128 (0.679)
Alav	0.316993 (0.689)	0.2907328 (0.773)	0.2121096 (0.821)	0.3154217 (0.688)
Cresc	0.0196488 (0.836)	0.0686077 (0.449)	0.0181844 (0.847)	0.0158591 (0.863)
Roa	1.200392 (0.124)	1.471072 (0.114)	1.300943 (0.136)	1.198442 (0.119)
Dy	-0.6952072 (0.235)	-0.5534168 (0.330)	-0.6637767 (0.234)	-0.6830366 (0.240)
Idade	0.0923808*** (0.000)	0.1070548*** (0.001)	0.0931284*** (0.001)	0.0917475*** (0.001)
Capex	4.49862*** (0.000)	4.12989*** (0.001)	3.679217*** (0.000)	4.541491*** (0.000)
Intang	0.1143624 (0.721)	0.1329719 (0.636)	0.0038646 (0.991)	0.1127848 (0.745)
Caixa	-0.660806 (0.787)	-2.127891 (0.349)	-1.011304 (0.690)	-0.6672982 (0.783)
ESG/E/S/G	0.0015109 (0.750)	-0.0025526 (0.562)	0.0094978* (0.079)	0.0026426 (0.790)
constante	-3.31739 (0.571)	-1.542585 (0.860)	-4.326293 (0.560)	-3.448594 (0.559)
R²	0.1281	0.1261	0.1438	0.1282
Observações	649	596	622	649

Legenda: * p < 0.10; ** p < 0.05, *** p < 0.01.

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Tabela 4 Regressões *Market-to-Book* (MTB) e divulgação ESG (total), E, S e G

Variáveis	ESG	ENV	SOC	GOV
MTB	Coeficiente	Coeficiente	Coeficiente	Coeficiente
Tam	-0.2744253 (0.441)	-0.2954559 (0.430)	-0.2148894 (0.539)	-0.2822744 (0.252)
Alav	5.264819** (0.011)	6.482367*** (0.004)	6.261599*** (0.003)	5.263521 (0.168)
Cresc	0.1029574 (0.936)	0.6003274 (0.670)	0.4910104 (0.712)	0.0970035 (0.899)
Roa	16.84394*** (0.000)	19.57238*** (0.000)	18.75659*** (0.000)	16.80722*** (0.000)
Dy	-10.96548* (0.084)	-11.52709* (0.089)	-11.43704* (0.078)	-10.92401 (0.146)
Idade	-0.0074045 (0.805)	-0.0074117 (0.813)	-0.00913 (0.765)	-0.0073941 (0.696)
Capex	8.049233 (0.399)	9.590622 (0.395)	9.476118 (0.347)	8.094767 (0.481)
Intang	6.019633*** (0.001)	5.73427*** (0.002)	6.145545*** (0.001)	6.012776* (0.071)
Caixa	41.0855*** (0.009)	43.52727** (0.014)	41.48085** (0.012)	41.12748* (0.074)
ESG/E/S/G	0.0015431	-0.0021246	-0.0125312	0.007425

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

	(0.950)	(0.923)	(0.515)	(0.859)
constante	5.536461	5.593593	4.378793	5.425788
	(0.469)	(0.495)	(0.562)	(0.273)
R²	0.0651	0.0656	0.0698	0.0651
Observações	649	596	622	649

Legenda: * p < 0.10; ** p < 0.05, *** p < 0.01.

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Apesar de a pontuação de divulgação ESG (total) apresentar sinal positivo, não há significância em relação às variáveis dependentes. Assim, a hipótese H₁ é rejeitada, mostrando que não há uma relação positiva entre o nível de divulgação do critério ESG (total) e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.

O resultado corrobora os próximos, dos itens ESG separadamente, pois somente o item social apresentou significância marginal, enquanto o ambiental e governança não foram significativos. Uma justificativa para o resultado pode vir da relação entre sustentabilidade e desempenho da empresa, que somente tende a se tornar significativa depois de algum tempo, ou seja, mais no longo prazo (Eccles *et al.*, 2014).

O presente estudo se torna mais um a não encontrar relação significativa entre uma variável contábil e de mercado e a divulgação de fatores de sustentabilidade. Ching *et al.* (2017), durante o período de 2008 a 2014 e utilizando empresas constantes no índice ISE, também não encontraram evidências no Brasil. Uma possível justificativa seria que o lucro por agir de forma socioambiental e responsável compensaria o custo em um mercado equilibrado, em uma forma de *trade-off* entre benefícios e custos (Ching *et al.*, 2017; Lee *et al.*, 2018). Assim, o mercado emergente brasileiro, por não apresentar tanta eficiência como os desenvolvidos, não mostra efeitos econômicos claros da sustentabilidade, fazendo o acionista não avaliar essa parte, já que provavelmente está precificada nos níveis de risco de cada empresa (Fernandes & Linhares, 2018).

Com o resultado neutro, a Teoria dos *Stakeholders* perde força em relação à Teoria dos *Stockholders*. Conforme as regressões apontam, as variáveis contábeis e financeiras, principalmente relacionadas à rentabilidade e outras (ROA, idade da empresa, CAPEX, Intangível) são mais significativas do que a própria variável ESG. Assim, os investidores ainda tendem mais à procura da rentabilidade em seus investimentos, influenciando os valores de mercado, do que de ações práticas de sustentabilidade das empresas, divulgadas por meio de relatórios.

Já a pontuação de divulgação ambiental apresentou sinal negativo, porém não há significância em relação às variáveis dependentes. Assim, a hipótese H₂ é rejeitada, mostrando que não há uma relação positiva entre o nível de divulgação do critério ambiental e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.

Assim como os estudos de Gherghina e Vintila (2016), Nirino *et al.* (2019) e Tamayo-Torres *et al.* (2019), os resultados se mostraram neutros. Provavelmente, a relação insignificante venha da ainda primazia da rentabilidade do negócio (evidenciado por um ROA significativo e positivo), em detrimento de suas divulgações e ações no âmbito ambiental, vistas como algo que gera aumento de custos ao ser implantado (Nirino *et al.*, 2019; Tamayo-Torres *et al.*, 2019).

Apesar de a pontuação de divulgação de governança apresentar sinal positivo, não há significância em relação às variáveis dependentes. Assim, a hipótese H₄ é rejeitada, não existindo uma relação positiva entre o nível de divulgação do critério governança e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.

Como um dos itens da governança, tem-se o papel de processos para evitar corrupções e subornos na empresa, ainda representados pelas áreas de *compliance* e riscos. O resultado



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

não significativa encontrado no Brasil pode retratar a situação na qual o país se encontra, com notícias de fraudes em empresas de grande porte na última década. O desempenho antifraude deixa a desejar, já que, com a adoção e devida divulgação de quesitos de governança, uma empresa pode deter melhor valor e desempenho financeiro, vindas da sua transparência e prestação de contas perante os investidores (Redecker & Trindade, 2021). Ainda segundo Redecker e Trindade (2021), “fragilidades na governança impactam negativamente a imagem da empresa no mercado não apenas no que diz respeito ao seu valor, mas também à capacidade de atrair novos investimentos” (p. 39).

A falta de significância estatística da governança com o valor de mercado das companhias atinge diversas partes do todo (critério G). O presente estudo está em concordância com um artigo que também utilizou uma amostra das empresas da B3, no período entre 2012 a 2014, o qual encontrou relações não significativas com as variáveis reputação da auditoria independente, remuneração da auditoria independente, tamanho do conselho de administração, dualidade do diretor e *expertise* do conselho de administração (Weiss *et al.*, 2019). Logo, são itens de governança que não influenciaram o valor de mercado das empresas brasileiras na época analisada.

4.3 Resultados e discussão – Social (S) e Valor

A pontuação de divulgação social encontrou significância marginal e se mostrou positiva em relação ao Q de Tobin. Porém, quando é relativa ao *Market-to-Book*, não é significativa e apresenta sinal negativo. Assim, a hipótese H₃ é aceita em relação ao Q de Tobin, mostrando que há uma relação positiva entre o nível de divulgação do critério social e o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.

O aspecto social se mostrando marginalmente significativa e positivo sobre o valor de mercado corrobora o afirmado por Bajic e Yurtoglu (2018), em um trabalho realizado com uma amostra de 35 países, incluindo o Brasil, no período de 2003 a 2016. Nele, é achado que o social antecipa maior valor para a empresa, pois lida com os consumidores e a qualidade dos produtos, com os empregados e a sociedade em geral (partes interessadas ou não, como no caso de direitos humanos e reputação).

Por ser um fator amplo, abarcando os *stakeholders*, essa antecipação de maior valor pode ser explicada pelo menor risco sistemático e total da empresa (Sassen *et al.*, 2016). Assim como o resultado marginalmente significativa e positivo no Brasil, esse estudo na Europa mostra a aceitação da Teoria dos *Stakeholders* para o item social. Os menores riscos e volatilidades de empresas com boas pontuações no S do ESG podem vir justamente da satisfação das partes interessadas por meio das ações sociais e consequentes divulgações por meio dos relatórios de sustentabilidade.

Há possíveis justificativas para a relação marginalmente significativa e positiva entre o fator social e o Q de Tobin como índice de mercado. O Brasil possui um sistema de leis trabalhistas (Consolidação das Leis Trabalhistas – CLT), que assegura ao trabalhador direitos e garantias em diversos casos e que deve ser seguido pelas empresas contratantes, o que não existe em outros países, como os Estados Unidos e Japão.

Outro ponto é o estilo de vida moderno, que trouxe consumidores mais conscientes ao mercado. O relatório “A evolução do ESG no Brasil”, do Pacto Global das Nações Unidas (2021), cita que os consumidores atuais tendem a investir, comprar e trabalhar em empresas que aplicam o ESG em seus processos. Agindo de modo sustentável, as empresas aumentam também a sua reputação social com o comprador de seus produtos ou serviços (Fernandes & Linhares, 2018).

Também são notórias a mentalidade e as preocupações dos novos investidores da bolsa de valores brasileira. Segundo o mesmo relatório do Pacto Global (2021), o investidor atual

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

tem procurado investimentos em companhias com práticas sustentáveis ESG. Rosa *et al.* (2017), em uma pesquisa para verificar o comportamento dos potenciais investidores e a sustentabilidade no Brasil, identificaram que esses optam por investimentos que tragam melhorias para a sociedade. Assim, o *disclosure* dessas informações socioambientais acaba sendo uma porta de entrada para que os acionistas conheçam as atitudes relacionadas ao ESG e, conseqüentemente, utilizem seus recursos para investir e aumentar o valor de determinada companhia.

Além disso, a significância marginal e positiva encontrada nessa pesquisa pode ter relação com o aumento de divulgação de itens sociais nos relatórios das empresas brasileiras de capital aberto. Segundo Soares *et al.* (2018), em uma comparação entre países emergentes no período de 2007 a 2014, o Brasil foi o que mais divulgou suas práticas sociais (trabalhistas, direitos humanos, sociedade e responsabilidade pelo produto fabricado).

4.4 Resultados e discussão – Controle por Setores B3

A presente pesquisa também fez o controle por setores B3, com a finalidade de descobrir se algum apresentaria associação significativa entre valor de mercado e ESG. As regressões chegaram em quatro resultados significativos: no Consumo Cíclico (Q de Tobin e Ambiental – relação negativa), no Consumo Não Cíclico (Q de Tobin e Social – relação positiva, Q de Tobin e G – relação positiva) e Financeiro (*Market-to-Book* e Social – relação positiva).

O setor de Consumo Cíclico apresentou relação marginalmente significativa e negativa entre o Q de Tobin e o fator ambiental, conforme mostra a regressão da Tabela 5:

Tabela 5 Regressões (Controle Setores B3) e divulgação ESG (total), E, S e G

Setor B3	Consumo Cíclico	Consumo Não Cíclico	Consumo Não Cíclico	Financeiro
Variáveis	Q de Tobin e ENV	Q de Tobin e SOC	Q de Tobin e GOV	<i>Market-to-Book</i> e SOC
QTobin/MTB	Coefficiente	Coefficiente	Coefficiente	Coefficiente
Tam	1.499706*** (0.006)	0.0333184 (0.682)	-0.111285 (0.279)	-0.9940192 (0.146)
Alav	-2.933022** (0.043)	-1.28119*** (0.008)	-1.168577** (0.044)	4.559074 (0.191)
Cresc	-0.37967 (0.267)	0.1632832 (0.315)	0.1064017 (0.534)	0.4101455 (0.662)
Roa	1.136501 (0.557)	4.550368** (0.042)	0.2310753 (0.908)	17.29272*** (0.002)
Dy	-4.320255* (0.092)	-0.0662038 (0.984)	8.313175** (0.025)	-12.50548* (0.062)
Idade	0.2614033*** (0.000)	-0.1187732*** (0.000)	-0.1022512*** (0.000)	0.1690491 (0.218)
Capex	33.4583** (0.030)	-10.66276 (0.155)	6.585846 (0.536)	5.235683 (0.295)
Intang	-5.449087 (0.546)	-5.542535*** (0.003)	-3.449344* (0.061)	-13.45789** (0.020)
Caixa	1.40511 (0.867)	-6.908438*** (0.001)	-3.897772 (0.122)	149.1545 (0.252)
ESG/E/S/G	-0.0279161* (0.057)	0.0307237*** (0.000)	0.0402637* (0.058)	0.061896** (0.019)
constante	-35.86132*** (0.004)	1.593637 (0.417)	3.388681 (0.162)	19.17776 (0.224)
R ²	0.5367	0.7654	0.6532	0.8040
Observações	101	51	56	48

Legenda: * p < 0.10; ** p < 0.05, *** p < 0.01.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

O resultado negativo pode ser relacionado aos subsetores poluentes encontrados dentro do setor, como construção civil, utilidades domésticas (eletrodomésticos) e automóveis e motocicletas. Reforçando a associação negativa, a pesquisa de Forte *et al.* (2020) também encontrou a mesma relação desfavorável entre o setor de Consumo Cíclico e o desempenho dos relatórios de responsabilidade social corporativa significante a 1%. O mesmo aconteceu com o setor em um estudo na África do Sul (Johnson *et al.*, 2019), no qual houve relação significativamente negativa entre o *disclosure* ambiental e os indicadores contábeis e de mercado.

O setor de Consumo Não Cíclico apresentou dois resultados: Q de Tobin significativo com o fator social (estatisticamente significativo a 1%) e com o de governança (marginalmente significativo a 10%). Com a relação positiva do Q de Tobin e o critério social no setor Consumo Não Cíclico, supõe-se que o resultado marginalmente significativo e positivo encontrado na regressão com dados em painel de todas as empresas (Tabela 3) possivelmente foi puxado por esse outro do setor. Assim, isso corrobora a aceitação da Teoria dos *Stakeholders* no âmbito social e põe em discussão as leis trabalhistas brasileiras e a nova mentalidade da geração que está investindo no mercado de capitais e os consumidores mais conscientes em suas compras do setor Consumo Não Cíclico.

O setor Consumo Não Cíclico incorpora empresas de subsetores como agropecuária, alimentos processados, bebidas, produtos de uso pessoal e de limpeza e comércio e distribuição. O *disclosure* socioambiental de empresas do setor foi considerado alto (0,71 para o social, especificamente), demonstrando uma certa preocupação com questões sustentáveis, além de evidenciar melhores itens de governança corporativa, como tamanho e independência do conselho de administração (Moura *et al.*, 2021). Esse maior nível de divulgação do setor de Consumo Não Cíclico pode ter relação com as regulamentações exigidas, como certificações e preocupações com seus *stakeholders* (consumidores) principalmente para a agropecuária, um subsetor que tem o mercado externo como principal comprador (Moura *et al.*, 2021).

Além disso, das trinta e uma (31) empresas listadas no Consumo Não Cíclico, dezenove (19) participam do segmento de listagem Novo Mercado, uma proporção de mais de 60% em relação ao total do setor (B3, 2022). Esse segmento apresenta o mais alto padrão a ser seguido de regras de governança corporativa e a sua adoção pelas empresas ainda é voluntária. Assim, por terem uma classificação que abrange mais divulgação do que é solicitado pela legislação brasileira, empresas do setor podem ser valorizadas por sua participação nessa listagem.

O setor Financeiro, aqui excluídos os intermediários financeiros (como bancos), apresentou significância positiva entre o *Market-to-Book* e o fator S. Apesar de a rentabilidade se apresentar novamente com alta relação positiva com o índice *Market-to-Book*, o social também se encontra positivo no setor Financeiro. A questão social positivamente associada a um indicador de mercado, pelos subsetores de exploração de imóveis (*shopping centers*), *holdings* diversificadas e serviços financeiros diversos, mostra um impacto das ações com pessoal, dos produtos financeiros finais e da sociedade (consumidores) novamente na mentalidade do investidor ou acionista, aumentando, mesmo que de forma não tão significativa, o valor de mercado dessas empresas.

Ainda há poucos estudos baseados nos setores da B3 com relação à sustentabilidade. Entretanto, é perceptível que alguns setores possuem impacto nas esferas do ESG, seja ambiental, social ou governança. Como adendo, um controle da relação entre valor de mercado e ESG por anos foi realizado por meio de uma regressão *cross-section* (séries



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

temporais), de 2013 a 2020, para verificação de uma possível evolução. Os resultados mostraram uma relação negativa entre o fator social em 2013 e entre a governança e valor em 2014. O próprio ESG total também apresentou associação marginalmente significativa e negativa em 2013 e 2014. Após esses anos, não se verificou nenhuma relação entre o *disclosure* dos critérios ESG e o valor de mercado da empresa, saindo da associação negativa para a neutra, e fortificando o argumento de que o mercado brasileiro de capitais ainda não se interessa por questões sustentáveis quando avalia os seus investimentos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa teve como objetivo verificar a relação entre a divulgação das práticas ESG (total, ambiental, social e de governança corporativa) por empresas brasileiras de capital aberto e os seus valores de mercado, no período de 2012 a 2020. Como estudos anteriores mostraram uma relação positiva entre esse *disclosure* e o valor de mercado em outros países de economia emergente, essa questão foi levada ao Brasil. Dessa forma, contribuiu para a academia de forma prática e teórica, ao envolver a dinâmica do mercado de renda variável e também por avançar na literatura ao acrescentar o Brasil no circuito de pesquisas sobre as implicações econômicas do ESG em países emergentes.

Os testes estatísticos revelaram que as empresas brasileiras não apresentaram relação significativa no geral entre os fatores ESG e o valor de mercado. A exceção veio do fator social, que apresentou uma associação marginalmente significativa (com p-valor entre 0,05 e 0,10), podendo vir da legislação trabalhista brasileira, a mudança de mentalidade dos novos investidores da bolsa de valores, além de consumidores mais conscientes no assunto sustentabilidade.

Os controles por setores da B3 e por anos também mostraram resultados significantes. Assim, por setor, foram verificados que Consumo Cíclico apresentou relação negativa entre valor de mercado (Q de Tobin) e divulgação ambiental; Consumo Não Cíclico teve relação positiva entre Q de Tobin e divulgação social e de governança; por fim, o setor Financeiro teve relação positiva entre *Market-to-Book* e divulgação social. O controle por ano, como uma tentativa de verificar a evolução do *disclosure* ESG e valor, mostrou que, nos primeiros anos (2013 e 2014), as relações eram negativas, evoluindo para sem significâncias até o último ano analisado e podendo até aparecerem positivas nos próximos anos, o que pode ser esperado, considerando outros países emergentes.

Assim, este estudo acabou por considerar, como plano de fundo, a contraposição de ideias entre a Teoria dos *Stakeholders*, na qual a sociedade é colocada em posição de destaque, e a Teoria dos *Stockholders*, voltada aos acionistas das empresas, que consideram principalmente a sua lucratividade. Nos resultados encontrados, o índice ROA apareceu frequentemente com significância positiva, podendo ser considerada, então, a Teoria dos *Stockholders* para o mercado brasileiro de capitais, na medida em que a rentabilidade ainda é fator relevante para o valor de mercado de uma empresa, em detrimento às divulgações de ações sustentáveis.

A pesquisa apresenta algumas limitações, podendo-se elencar a quantidade de empresas considerada e constante na base de dados *Bloomberg*, compreendendo basicamente 1/3 de todas as da B3, bolsa de valores brasileira. Além disso, houve a utilização de um índice de divulgação já pronto e feito por analistas de uma empresa de tecnologia e dados para o mercado financeiro, sendo provável certa perda de objetividade nas análises, o que não consegue ser verificado pelos estudos. Outro ponto limitador refere-se à divulgação das práticas ESG pelas empresas, não havendo verificação se todas as ações são reais e não objetos de *greenwashing* ou *socialwashing*.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

As pesquisas futuras podem abranger uma série de pontos dentro do ESG. Portanto, como sugestões de pesquisas, indica-se a utilização de outro índice ESG do mercado, como os disponibilizados pelas bases de dados *Thomson Reuters* e MSCI e a comparação entre os diversos índices de divulgação e o valor de mercado das empresas ou, até mesmo, de indicadores contábeis de rentabilidade. A busca de uma possível relação entre uma maior divulgação e a listagem em *American Depositary Receipt* (ADR – uma forma de as ações listadas no Brasil serem negociadas nos Estados Unidos) das empresas brasileiras também seria relevante, considerando que há, cada vez mais, uma maior preocupação com a sustentabilidade no mercado exterior. Outro aspecto seria confrontar os resultados brasileiros com os de outros países emergentes e estudar as possíveis divergências contábeis, econômicas, sociais e até mesmo culturais entre eles que levaram a essas diferenças nas pesquisas.

REFERÊNCIAS

- About, A., & Diab, A. (2018). The impact of social, environmental and corporate governance disclosures on firm value: Evidence from Egypt. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8(4), 442–458. <https://doi.org/10.1108/JAEE-08-2017-0079>
- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance (Bingley)*, 20(7), 1409–1428. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>
- Alsayegh, M. F., Rahman, R. A., & Hodayoun, S. (2020). Corporate economic, environmental, and social sustainability performance transformation through ESG disclosure. *Sustainability (Switzerland)*, 12(9). <https://doi.org/10.3390/su12093910>
- Brasil, Bolsa, Balcão (2021). *Sustentabilidade nas empresas: Conheça as iniciativas da B3 junto às empresas que valorizam o tema de sustentabilidade*. Recuperado de https://www.b3.com.br/pt_br/antigo/produtos-e-servicos/empresas/governanca-corporativa/sustentabilidade/.
- Brasil, Bolsa, Balcão (2022). *Segmentos de listagem*. Recuperado de https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/.
- Bajic, S., & Yurtoglu, B. (2018). Which aspects of CSR predict firm market value? *Journal of Capital Markets Studies*, 2(1), 50–69. <https://doi.org/10.1108/jcms-10-2017-0002>
- Belkaoui, A. (1976). The Impact of the Disclosure of the Environmental Effects of Organizational Behavior on the Market. *Financial Management*, 5(4), 26–31. <https://doi.org/10.2307/3665454>
- Blacconiere, W. G., & Northcut, W. D. (1997). Environmental Information and Market Reactions to Environmental Legislation. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 12(2), 149–178. <https://doi.org/10.1177/0148558X9701200203>
- Blacconiere, W. G., & Patten, D. M. (1994). Environmental disclosures, regulatory costs, and changes in firm value. *Journal of Accounting and Economics*, 18(3), 357–377. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90026-4](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90026-4)



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Braga-Alves, M. V., & Shastri, K. (2011). Corporate Governance, Valuation, and Performance: Evidence from a Voluntary Market Reform in Brazil. *Financial Management*, 139–157.
- 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. *British Accounting Review*, 50(1), 1–15.
<https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.11.005>
- Burke, J. J., & Clark, C. E. (2016). The business case for integrated reporting: Insights from leading practitioners, regulators, and academics. *Business Horizons*, 59(3), 273–283.
<https://doi.org/10.1016/j.bushor.2016.01.001>
- Chauhan, Y., & Kumar, S. B. (2018). Do investors value the non financial disclosure in emerging markets? *Emerging Markets Review*, 37(November 2017), 32–46.
<https://doi.org/10.1016/j.ememar.2018.05.001>
- Chelawat, H., & Trivedi, I. V. (2016). The business value of ESG performance: the Indian context. *Asian Journal of Business Ethics*, 195–210. <https://doi.org/10.1007/s13520-016-0064-4>
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate Social Responsibility and Access to Finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23. <https://doi.org/10.1002/smj>
- Ching, H. Y., Gerab, F., & Toste, T. H. (2017). The Quality of Sustainability Reports and Corporate Financial Performance: Evidence From Brazilian Listed Companies. *SAGE Open*, 7(2). <https://doi.org/10.1177/2158244017712027>
- Confederação Nacional da Indústria (2020). *Relatório Competitividade Brasil 2019-2020*. Recuperado de https://static.portaldaindustria.com.br/media/filer_public/ca/fc/cafc2274-9785-40db-934d-d1248a64dd94/competitividadebrasil_2019-2020_vl.pdf.
- Costa, F. M. D.; Lopes, A. B. & Costa, A. C. O. (2006). Conservadorismo em cinco países da América do Sul. *Revista Contabilidade & Finanças*, 41(1), 7–20.
- Cunha, F. A. F. de S., & Samanez, C. P. (2014). Análise de desempenho dos investimentos sustentáveis no mercado acionário brasileiro. *Revista Production*, 24(2), 420–434.
<https://doi.org/10.1590/S0103-65132014000200014>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857.
- Elkington, J. (1994). Towards the sustainable corporation: Win-win-win business strategies for sustainable development. *California Management Review*, 36(2), 90–100.
- Elkington, J. (2012). *Sustentabilidade: Canibais com garfo e faca*. M. Books do Brasil.
- Fama, E.; & French, K. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 33, 3-56.
- Fernandes, J. L. B., & Linhares, H. da C. (2018). Análise do Desempenho Financeiro de Investimentos ESG nos países emergentes e desenvolvidos. *SSRN Electronic Journal*.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.3091209>

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Forte, H. C., Silva, L. K. S., Gomes, L. A. da S., Soares, R. A., & Forte, F. C. (2020). Influência das Controvérsias ASG sobre o Desempenho dos Relatórios de Responsabilidade Social Corporativa: uma Análise das Empresas Listadas na B3. *XLIV EnANPAD*.
- Freedman, M., & Patten, D. M. (2004). Evidence on the pernicious effect of financial report environmental disclosure. *Accounting Forum*, 28(1), 27–41. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2004.04.006>
- Freeman, E. (1994). The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409–421.
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times*, 31–35. https://doi.org/10.1007/978-3-540-70818-6_14
- Frooman, J. (1997). Socially Irresponsible and Illegal Behavior and Shareholder Wealth: A Meta-Analysis of Event Studies. *Business Society*, 36(3), 221–249. <https://doi.org/10.1177/000765039703600302>
- Gherghina, Ş. C., & Vintilă, G. (2016). Exploring the impact of corporate social responsibility policies on firm value: The case of listed companies in Romania. *Economics and Sociology*, 9(1), 23–42. <https://doi.org/10.14254/2071-789X.2016/9-1/2>
- Hall, A. (2017). *ESG' Knocking on the Boardroom Door - Environmental, social and governance: Supporting the bottom line and the greater good* (pp. 18–24).
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405–440.
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2017). *The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting*.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360. <https://doi.org/10.1177/0018726718812602>.
- Jiao, Y. (2010). Stakeholder welfare and firm value. *Journal of Banking and Finance*, 34(10), 2549–2561. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.04.013>
- Johnson, R., Mans-Kemp, N., & Erasmus, P. D. (2019). Assessing the business case for environmental, social and corporate governance practices in South Africa. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 22(1), 1–13. <https://doi.org/10.4102/sajems.v22i1.2727>
- Kim, W. S., Park, K., & Lee, S. H. (2018). Corporate Social Responsibility, Ownership Structure, and Firm Value: Evidence from Korea. *Sustainability (Switzerland)*, 10(7), 1–20. <https://doi.org/10.3390/su10072497>
- Lameira, V. de J., Ness Jr., W. L., Quelhas, O. L. G., & Pereira, R. G. (2013). Sustentabilidade, Valor, Desempenho e Risco no Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 15(46), 76–90.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1806-48922013000100076&lang=pt%0Ahttp://www.scielo.br/pdf/rbgn/v15n46/1983-0807-rbgn-15-46-76.pdf

Lee, J., Graves, S. B., & Waddock, S. (2018). Doing good does not preclude doing well: corporate responsibility and financial performance. *Social Responsibility Journal*, 14(4), 764–781. <https://doi.org/10.1108/SRJ-03-2017-0044>

Lo, S. F., & Sheu, H.-J. (2007). Is corporate sustainability a value-increasing strategy for business? *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 345–358. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00565.x>

Lorraine, N. H. J., Collison, D. J., & Power, D. M. (2004). An analysis of the stock market impact of environmental performance information. *Accounting Forum*, 28(1), 7–26. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2004.04.002>

Mervelskemper, L., & Streit, D. (2016). Enhancing Market Valuation of ESG Performance: Is Integrated Reporting Keeping its Promise? *Business Strategy and the Environment*, 26(4), 536–549. <https://doi.org/10.1002/bse.1935>

Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Gonçalves, L. M. V. (2018). The value relevance of environmental, social, and governance performance: The Brazilian case. *Sustainability (Switzerland)*, 10(3). <https://doi.org/10.3390/su10030574>

Mishra, S., & Mohanty, P. (2014). Corporate governance as a value driver for firm performance: evidence from India. *Corporate Governance*, 14(2), 265–280. <https://doi.org/10.1108/CG-12-2012-0089>

Moura, J. T. M. de, Silva, R. P. de A., Dieng, M., & Oliveira, Á. T. A. (2021). Atributos do Conselho de Administração e Disclosure de Informações sobre Responsabilidade Social Corporativa: Uma evidência nas empresas dos setores de Consumo Cíclico e não Cíclico da B3. *Anais do 18º Congresso USP de Iniciação Científica Em Contabilidade*. Universidade de São Paulo.

Nirino, N., Miglietta, N., & Salvi, A. (2019). The impact of corporate social responsibility on firms' financial performance, evidence from the food and beverage industry. *British Food Journal*, 122(1), 1–13. <https://doi.org/10.1108/BFJ-07-2019-0503>

Oliveira, N. A. L. de, Costa Junior, J. V. da, & Silva, A. H. C. e. (2013). Regulação contábil no Brasil: uma análise dos processos de audiência pública do comitê de pronunciamentos contábeis (CPC) nos anos de 2007 a 2011. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 6(1), 49–65. <http://asaaccounting.info/asaa/article/view/128>

Orlitzky, M. (2013). Corporate social responsibility, noise, and stock market volatility. *Academy of Management Perspectives*, 27(3), 238–254. <https://doi.org/10.5465/amp.2012.0097>

Pacto Global (2021). *A evolução do ESG no Brasil*. Recuperado de <https://www.pactoglobal.org.br/noticia/520/stilingue-e-rede-brasil-do-pacto-global-lancam-estudo-sobre-a-evolucao-do-esg-no-brasil>

Parmar, B. L., Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Colle, S. De, & Purnell, L.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- (2010). Stakeholder Theory: The State of the Art. *The Academy of Management Annals*, June. <https://doi.org/10.1080/19416520.2010.495581>
- Poddi, L., & Vergalli, L. (2009). Does Corporate Social Responsibility Affect The Performance of Firms? *SSRN Electronic Journal*, August 2009. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1444333>
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). Creating Shared Value. *Harvard Business Review*, 89(1/2), 62–77.
- Porter, M. E., & Linde, C. van der. (1995). Green and competitive: Ending the stalemate. *Harvard Business Review*, 73(5), 120–134. [https://doi.org/10.1016/0024-6301\(95\)99997-e](https://doi.org/10.1016/0024-6301(95)99997-e)
- Qureshi, M. A., Kirkerud, S., Theresa, K., & Ahsan, T. (2019). The impact of sustainability (environmental , social , and governance) disclosure and board diversity on firm value: The moderating role of industry sensitivity. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1199–1214. <https://doi.org/10.1002/bse.2427>
- Redecker, A. C., & Trindade, L. de M. (2021). Práticas de ESG em sociedades anônimas de capital aberto: um diálogo entre a função social instituída pela Lei nº 6.404/76 e a geração de valor. *Revista RJLB*, 7(2), 59–125.
- Rosa, A. C. da, Oliveira, A. C. de, & Grohmann, M. Z. (2017). Responsabilidade socioambiental nas decisões de potenciais investidores. *Revista de Administração Da UNIMEP*, 15(4), 1–23. <http://www.raunimep.com.br/ojs/index.php/regen/editor/submissionEditing/897>
- Rossi Junior, J. L. (2009). What is the Value of Corporate Social Responsibility? An Answer from the Brazilian Sustainability Index. *SSRN Electronic Journal*, 1–17. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1338114>
- Rover, S., Tomazzia, E. C., Murcia, F. D.-R., & Borba, J. A. (2012). Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando análise de regressão em painel. *Revista de Administração*, 47(2), 217–230. <https://doi.org/10.5700/rausp1035>
- Saini, N., & Singhanian, M. (2019). Performance relevance of environmental and social disclosures: The role of foreign ownership. *Benchmarking: An International Journal*, 26(6), 1845–1873. <https://doi.org/10.1108/BIJ-04-2018-0114>
- Sassen, R., Hinze, A.-K., & Hardeck, I. (2016). Impact of ESG factors on firm risk in Europe. *Journal of Business Economics*, 86(8), 867–904. <https://doi.org/10.1007/s11573-016-0819-3>
- Serafeim, G., & Yoon, A. (2021). Which Corporate ESG News does the Market React to? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3832698>
- Sikka, P. (2017). Smoke and Mirrors: Corporate Social Responsibility and Tax Avoidance. *Accounting Forum*, 34(September 2010), 153–168. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2010.05.002>
- Silva, L. S. A. da, & Quelhas, O. L. G. (2006). Sustentabilidade Empresarial e o Impacto no



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Custo de Capital Próprio das Empresas de Capital Aberto. *Revista Gestão e Produção*, 13(3), 385–395.
- Silveira, A. D. M. da, & Barros, L. A. B. de C. (2007). Corporate Governance Quality and Firm Value in Brazil. *SSRN Electronic Journal*.
- Soares, R. A., Pinheiro, A. B., Abreu, M. C. S. de, & Marino, P. de B. L. P. (2018). Efeito do sistema financeiro na evidência socioambiental de empresas em países emergentes e desenvolvidos. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 37(2), 21–35.
<https://doi.org/10.4025/enfoque.v37i2.34035>
- Swarnapali, R. (2020). Consequences of corporate sustainability reporting: evidence from an emerging market. *International Journal of Law and Management*, 62(3), 243–265.
<https://doi.org/10.1108/IJLMA-12-2017-0294>
- Tamayo-Torres, I., Gutierrez-Gutierrez, L., & Ruiz-Moreno, A. (2019). Boosting sustainability and financial performance: the role of supply chain controversies. *International Journal of Production Research*, 57(11), 3719–3734.
<https://doi.org/10.1080/00207543.2018.1562248>
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1).
- Tupy, O. (2008). Investimentos em meio ambiente, responsabilidade social e desempenho econômico-financeiro de empresas no Brasil. *Tékhnē - Revista de Estudos Politécnicos*, VI(10), 73–86.
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179–194. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(90\)90021-U](https://doi.org/10.1016/0165-4101(90)90021-U)
- Weiss, L. A. S., Souza, R. F. de, & Araujo, M. P. (2019). Influência dos mecanismos de governança corporativa no valor de mercado das organizações: uma análise com dados em painel. *Revista Capital Científico - Eletrônica*, 17(1). <https://doi.org/10.5935/2177-4153.20190005>
- Wright, P., & Ferris, S. P. (1997). Agency conflict and corporate strategy: The effect of divestment on corporate value. *Strategic Management Journal*, 18(1), 77–83.
[https://doi.org/10.1002/\(sici\)1097-0266\(199701\)18:1<77::aid-smj810>3.3.co;2-i](https://doi.org/10.1002/(sici)1097-0266(199701)18:1<77::aid-smj810>3.3.co;2-i)
- Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H., & Managi, S. (2019). Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? *Business Strategy and the Environment*, 28(2), 286–300. <https://doi.org/10.1002/bse.2224>
- Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. *Sustainability (Switzerland)*, 10(10).
<https://doi.org/10.3390/su10103635>
- Zago, A. P. P., Jabbour, C. J. C., & Bruhn, N. C. P. (2018). Sustentabilidade corporativa e criação de valor: o caso “Dow Jones Sustainability Index.” *Gestão & Produção*, 25(3), 531–544. <https://doi.org/10.1590/0104-530x2958-16>