

## **ESG e desempenho financeiro das empresas Pós Agenda 2030: mudança de comportamento?**

**NATÁLIA FONTENELE TIBÉRIO**

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO (FECAP)

**ALEXANDRE SANCHES GARCIA**

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO (FECAP)

## ESG e desempenho financeiro das empresas Pós Agenda 2030: mudança de comportamento?

---

### Resumo

A Agenda 2030 estabelecida pelos países membros da Organização das Nações Unidas (ONU), que culminou com a criação dos 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), pode ser considerada uma referência para o incentivo à adoção de práticas ambientais, sociais e de governança (ESG, em inglês) pelas empresas. Considerando as diferenças institucionais entre países, essa pesquisa investiga quais as diferenças entre os desempenhos ESG e sua relação com o desempenho financeiro das empresas pertencentes a países emergentes e de países desenvolvidos. Por meio do banco de dados Eikon, foi utilizada a metodologia de dados em painel com 1.153 empresas. Os resultados permitem aceitar as hipóteses levantadas de que há prevalência do ambiente institucional, constatando que empresas pertencentes a países emergentes apresentam uma associação negativa na relação desempenho financeiro e desempenho ESG, contrariando o *mainstream* da literatura, que na sua maioria, utiliza dados de empresas de países desenvolvidos. Além disso, é possível observar que não houve avanço no desempenho ESG das empresas no período pós Agenda 2030.

*Palavras-chave: ESG, responsabilidade social empresarial, Agenda 2030.*

---

### 1. INTRODUÇÃO

O termo ESG (*Environmental, Social and Governance*) foi criado em 2004 em uma publicação do Pacto Global, da Organização das Nações Unidas (ONU) em parceria com o Banco Mundial, chamada *Who Cares Wins*. Desde então, iniciativas de várias organizações mundiais incentivam a adoção das práticas ambientais, sociais e de governança (ESG) pelo mercado de capitais, e entre elas podemos exemplificar o *Principles for Responsible Investment* (PRI), em 2006. Além disso, em 2015 a ONU definiu a Agenda 2030 com 17 Objetivos para o Desenvolvimento Sustentável (ODS), com várias metas e indicadores a serem cumpridos pelos países membros e conseqüentemente normatizados pelos seus órgãos reguladores e executados pela sociedade, em especial as organizações empresariais.

Nos dois últimos anos, observa-se um crescimento na disseminação do termo ESG entre as empresas e a sociedade em geral, acentuada com a pandemia mundial devido a COVID-19. Pesquisa recente realizada pelo Pacto Global, da ONU, destaca que a discussão sobre ESG em 2020 atingiu um novo patamar. Com crescimento significativo e um volume 6 vezes maior do que o ano anterior, foram coletados mais de 22 mil conteúdos sobre o assunto, no ambiente digital (Pacto Global, 2021).

Nas últimas décadas, acadêmicos já apontavam que estratégias socioambientais iriam transformar em assunto da alta administração, devido às possibilidades das empresas aumentarem sua competitividade enquanto simultaneamente geram avanços às condições socioeconômicas da comunidade na qual a empresa opera (Bansal, 2002; Dyllick e Hockerts, 2002; Porter e Kramer, 2011).

Desde que Porter e Van Der Linde (1995) afirmaram que as organizações podem aumentar a produtividade de seus recursos com inovações que reduzam o impacto ambiental, transformando investimentos socioambientais em vantagens competitivas, os debates teóricos e estudos empíricos tem se intensificado. O debate sobre o valor gerado à empresa por investir voluntariamente em questões socioambientais tornou-se central (Hart, 2006; Sachs, 2008; Prahalad, 2010; Orsato, 2009).

Para demonstrar suas práticas em ESG, as organizações precisam usar o *disclosure* dessas informações, que na maioria são informações não-financeiras. Em 2012, durante a Conferência Rio+20, da ONU, o artigo 47 do documento final “*The Future We Want*”, gerado na conferência, reconhecia a importância dos relatórios de sustentabilidade corporativa e encorajava as empresas, especialmente as que são listadas em bolsa de valores ou que possuem um faturamento relevante, a considerarem o reporte das informações socioambientais no seu ciclo de divulgação de informações financeiras.

Uma possível explicação para a adoção e divulgação, de forma voluntária, de práticas ESG pelas empresas, pode ser dada pela teoria institucional, que aborda a influência do ambiente institucional em que as empresas estão inseridas e a necessidade destas legitimarem-se frente aos agentes sociais, institucionais e econômicos com os quais se relacionam (Meyer e Rowan, 1977). Considerando as diferenças institucional, cultural e regulamentar entre países, essa pesquisa investiga se após o lançamento da Agenda 2030 da ONU houve mudanças de comportamento das empresas, considerando as diferenças entre os desempenhos ESG e sua relação com o desempenho financeiro das empresas pertencentes a países emergentes e de países desenvolvidos.

Para tanto, essa pesquisa utiliza a base de dados Eikon da empresa Refinitiv (antes ThomsonReuters), para obter os indicadores ESG de empresas de países que foram os primeiros a criar os índices de sustentabilidade de bolsas de valores. Entre os países de economia emergente foram obtidos os dados das empresas do Brasil (cujo Índice de Sustentabilidade Empresarial-ISE foi criado em 2005) e da África do Sul (com o *Socially Responsible Index-SRI*, criado em 2004), e entre os países desenvolvidos, foram obtidos os dados das empresas dos Estados Unidos (cujo índice *DJSI-Dow Jones Sustainability Index* foi criado em 1999) e de empresas dos países europeus (com a criação do *FTSE4Good* em 2001).

O presente trabalho justifica-se pelo crescimento das atenções ao tema ESG constatado pelas divulgações em imprensa tradicional, assim como pelas novas regulações pelos agentes reguladores governamentais, nacionais (exemplo o Edital 09 de 2021 da Comissão de Valores Mobiliários no Brasil) e internacionais (exemplo na União Europeia com a revisão da *EU Non-Financial Reporting Directive-NFRD*) e, também, pelos agentes reguladores de mercado como a *International Financial Reporting Standards (IFRS) Foundation* (pelo processo de consulta pública lançado no final do ano de 2020 para normatização de relatórios não-financeiros).

## **2. REVISÃO DA LITERATURA**

A preocupação em adotar posturas ambientalmente sustentáveis, socialmente corretas e economicamente viáveis tem estado cada vez mais presente nas definições estratégicas das empresas (Hart, 2006; Sachs, 2008; Prahalad, 2010). Mas por quê?

Baseado no artigo de Michael Porter e Van der Linde (1995), o argumento é que a imposição de padrões e regulamentações ambientais adequados pode estimular as empresas a adotarem inovações que reduzem os custos totais de um produto ou aumentam seu valor, melhorando a competitividade das empresas e, conseqüentemente, do país. Assim, a preservação ambiental está associada ao aumento da produtividade dos recursos utilizados na produção e, conseqüentemente, ao aumento da competitividade da empresa. Para Orsato (2009), o argumento de Porter, que ficou conhecido como hipótese ganha-ganha, despertou um debate intenso durante a década de 90, e ainda em aberto.

Em recente pesquisa realizada pela Russell Reynolds, organização internacional que contrata executivos para a alta administração das empresas, foram consultados 1,3 mil líderes empresariais, entre presidentes, conselheiros e diretores das maiores empresas no mundo todo e constatou que executivos de empresas brasileiras demonstram o mais baixo percentual de

engajamento em questões ESG: 53% dos executivos afirmam ter confiança nas estratégias sociais, ambientais e de diversidade das companhias. Os demais países incluídos na pesquisa, entre eles, Estados Unidos, Canadá países da União Europeia e da Ásia, tiveram os maiores percentuais, nenhum deles menos que 60% de confiança nas questões ESG (Russell Reynolds, 2021).

Para Tenório (2006), a maioria dos países em desenvolvimento ainda não está habilitada, ou não acredita ter condições de cumprir padrões exigentes de práticas socioambientais. Além disso, há empresas de países desenvolvidos que competem em desvantagem no mercado internacional com empresas oriundas de países em desenvolvimento, por apresentarem custos sociais, trabalhistas e ambientais mais elevados que os de suas concorrentes.

Outra pesquisa recente, essa realizada pelo Pacto Global, da ONU, com proprietários e sócios de empresas, quando questionados sobre incentivos diários em relação a praticar ativamente iniciativas que reforcem comprometimento com as três vertentes do ESG, os respondentes destacaram, em sua maioria, que são sempre estimulados, sendo 67% em impactos sociais, 58% em impactos ambientais e 60% em governança (Pacto Global, 2021).

Com o aumento gradual da consciência sobre a proteção ambiental e responsabilidade social pelos proprietários e executivos, o problema de saber se os investimentos em questões ESG resultam ou não em uma vantagem competitiva para a empresa tornou-se uma questão instigante.

Para isso, têm surgido diversos métodos para a mensuração dos benefícios e impactos resultantes das práticas de responsabilidade social empresarial (RSE). Ao lado dos já tradicionais indicadores financeiros existentes e largamente utilizados por acadêmicos e executivos, indicadores não-financeiros estão sendo desenvolvidos para avaliar a RSE das empresas e o seu desempenho em ESG (Rahdari, Anvary e Rostamy, 2015). Exemplo nesse sentido é a presença crescente das agências de classificação de indicadores ESG, como Bloomberg e ThomsonReuters (Avetisyan e Ferrary, 2013; Girerd-Potin, Jimenez-Garcès e Louvet, 2014).

A maioria dos estudos que examinam a relação ESG e o desempenho financeiro das empresas (*Corporate Finance Performance-CFP*), concentra-se em empresas de países de mercados desenvolvidos (Rahdari, 2016, Daugaard, 2020). E os resultados apontam que a maioria desses estudos mostra um resultado positivo nessa relação. Friede, Busch e Bassen (2015) examinaram 2.200 estudos e descobriram que 90% mostravam uma relação positiva entre as atividades ESG e o desempenho financeiro.

Entretanto, alguns poucos estudos que utilizam, na amostra de pesquisa, somente empresas de países de economia emergente tem demonstrado que tal resultado não necessariamente é válido nesses países (Rettab, Brik e Mellahi, 2009; Aras, Aybars e Kutlu, 2010; Lu, Chau, Wang e Pan, 2014; Chetty, Naidoo e Seetharam, 2015; Martínez-Ferrero e Frías-Aceituno, 2013, Garcia, Mendes-Da-Silva e Orsato, 2017).

Quando se trata de empresas de países de mercados emergentes há um baixo entendimento das forças e fraquezas de RSE nesses países. As diferenças institucionais entre economias desenvolvidas e emergentes têm efeitos relevantes sobre a tomada de decisão estratégica nas organizações (Grossman e Hoskisson, 1998).

A teoria existente reconhece que fatores institucionais exercem uma influência significativa no desempenho ESG (Campbell, 2006), mas só recentemente esta convicção foi explorada na literatura de RSE. Julian e Ofori-Dankwa (2013) sugerem a hipótese da diferença institucional (*Institutional Difference Hypothesis-IDH*, em inglês), pelos quais as fraquezas institucionais presentes nos mercados emergentes, como a qualidade dos mercados de capitais, afetam a relação de desempenho ESG e CFP.

O alto nível de corrupção e pagamentos de propinas existentes nos países de economia emergente (Ahunwan, 2002; Osei; 1998), pressionam as empresas em não atender ao *compliance*, o que contradiz totalmente a teoria do “*beyond compliance*” (Berccichi e King, 2007).

O estudo de Garcia e Orsato (2020) identificou a prevalência dessa teoria, ao demonstrar que as empresas de países desenvolvidos apresentavam uma associação positiva e estatisticamente significativa na relação ESG e CFP. Já as empresas dos países emergentes, como Brasil e África do Sul, os resultados foram diferentes, apresentando relação negativa e estatisticamente significativa entre ESG e CFP. O estudo compreendeu o período de 2007 a 2014, portanto antes do Acordo de Paris, ocorrido em 2015.

Considerando a Agenda 2030, implementada pela ONU no Acordo de Paris, esse estudo investigará como se comporta essa associação de desempenho ESG e CFP, de empresas de países desenvolvidos e emergentes, pós Agenda 2030.

A agenda 2030 é composta por 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), 169 metas e 232 indicadores. São objetivos e metas claras, de forma que todos os países possam adotar e atuar com a visão de desenvolvimento sustentável, conforme definição dada desde 1987, no relatório Nosso Futuro Comum: o desenvolvimento que procura satisfazer as necessidades da geração atual, sem comprometer a capacidade das gerações futuras de satisfazerem as suas próprias necessidades.

Embora a implementação dos ODS dependa de políticas, planos e programas de desenvolvimento impostos pelos países, as empresas e a sociedade em geral tem papel relevante nesse processo. De acordo com Schramade (2017), os ODS têm o potencial de desempenhar um papel importante na comunicação das corporações com seus investidores, assim como com outras partes interessadas envolvidas, fornecendo uma estrutura e uma linguagem comum de práticas adotadas voltadas aos temas em ESG.

Por exemplo, o ODS de número 12 dita sobre a urgente necessidade de mudança nos padrões de consumo e produção. As metas do ODS 12 visam à promoção da eficiência do uso de recursos energéticos e naturais, da infraestrutura sustentável e do acesso a serviços básicos. Além disso, o objetivo prioriza a informação, a gestão coordenada, a transparência e a responsabilização dos consumidores de recursos naturais como ferramentas-chave para o alcance de padrões mais sustentáveis de produção e consumo.

Leite (2018) analisou o questionário da carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), da bolsa de valores B3, do período de 2017/2018, e constatou que 100% das empresas declararam ter analisado a relação entre suas atividades e os compromissos dos ODS, de forma que dentro dessas análises pode-se identificar os ODS 8, 9 e 12 como prioritários e com alta relação entre as atividades empresariais declaradas pelas empresas. Os resultados apontaram que 34% das empresas analisadas possuem grau médio de atendimento aos ODS, ou seja, apesar de as empresas terem definido os ODS prioritários, ainda não exercem formalmente o compromisso assumido.

## **2.1 Hipóteses de Pesquisa**

Considerando as diferenças institucionais entre países de economia desenvolvida e os de economia emergentes, explicada pela IDH, é de se esperar que o desempenho ESG das empresas, nesses últimos, além de inferior, não mantém associação significativa com o desempenho financeiro. São poucos os trabalhos que investigaram essa relação nos países emergentes (Jamali e Karam, 2018; Rodrigo, Duran e Arenas, 2016, Aras *et al.*, 2010; Crisóstomo, Freire e Vasconcellos, 2011).

Dessa forma, é analisada a influência do desempenho financeiro como variável explicativa, no desempenho ESG, a variável preditora, como nos estudos de Margolis, Elfenbein e Walsh (2009), Julian e Ofori-Dankwa (2013) e Lu *et al.*(2014). Identificada na

literatura como “hipótese da disponibilidade de recursos” (Surroca, Tribó e Waddock, 2010), preconiza que, em síntese, um melhor desempenho financeiro justifica maior disponibilidade de recursos para investir em RSE. Porém, assim justificada pela IDH, nos países emergentes, a hipótese H1 investiga:

**H1: O desempenho financeiro das empresas de países emergentes não influencia o desempenho ESG dessas empresas.**

Também é investigada a relação inversa, isto é, a influência do desempenho ESG, como variável explicativa, no desempenho financeiro da firma, a variável preditora, modelo utilizado pela maioria dos estudos na área de RSE (Waddock e Graves, 1997; Surroca *et al.*, 2010). Considerando a controvérsia de quais melhores indicadores devem ser utilizados para medir o desempenho financeiro das empresas, adotamos duas abordagens como variáveis dependentes: baseada em indicadores contábeis e baseada em indicadores de mercado:

**H2: o desempenho ESG não exerce influência no desempenho financeiro de empresas de países de economia emergente**

Considerando apenas as empresas dos países de economia desenvolvida é esperada a relação positiva em ambas as direções, conforme já verificado em vários estudos (Orlitzky, Schmidt e Rynes, 2003; Allouche e Laroche, 2005; Margolis *et al.*, 2009). Para tanto, a terceira e quarta hipóteses investigam:

**H3: O desempenho financeiro das empresas de países de economia desenvolvida apresenta relação positiva no desempenho ESG dessas empresas.**

**H4: O desempenho ESG das empresas de países de economia desenvolvida influencia positivamente o desempenho financeiro dessas empresas.**

### **3. METODOLOGIA**

A amostra utilizada neste trabalho compreende as empresas de países que criaram os primeiros índices de sustentabilidade de bolsas de valores, que foram: *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI), nos Estados Unidos, criado em 1999; *FTSE4Good*, com empresas dos países europeus, criado em 2001; *Socially Responsible Index* (SRI) na África do Sul, criado em 2004, e; Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), no Brasil, criado em 2005.

Dessa forma, a amostra é composta de dados de empresas de dois países de economia emergente, África do Sul e Brasil, e treze países desenvolvidos (Estados Unidos, Bélgica, Luxemburgo, Dinamarca, França, Alemanha, Itália, Holanda, Noruega, Espanha, Suécia, Suíça e Reino Unido), esses últimos pertencentes aos índices DJSI (Estados Unidos) e FTSE4Good (países da Europa).

Esse trabalho usa a mesma metodologia e variáveis definidos no estudo de Garcia e Orsato (2020) e, considerando a Agenda 2030 da ONU, a coleta de dados partirá do ano de 2015 a 2019, já que o trabalho anterior compreendia os anos de 2007 a 2014. Além disso, foram consideradas na amostra apenas as mesmas empresas que contavam no estudo de Garcia e Orsato (2020), justamente para investigar se houve mudança de comportamento dessas empresas na relação ESG e CFP pós Agenda 2030, introduzida no ano de 2015.

Sendo assim, considerando os quinze países e cinco anos de dados, a amostra compreendeu um total de 1.513 empresas. Ressaltamos que houve uma diminuição no número

de empresa em relação à amostra usada no estudo de Garcia e Orsato (2020), pois durante todo o período, desde 2007 a 2020, várias empresas tiveram alterações societárias, desde fusões, encerramento de operações e até mesmo cancelamento de registro de listagem em bolsa de valores.

### 3.1 Dados e Variáveis

Foram utilizadas as bases de dados Datastream e Eikon, da empresa Refinitiv (adquirida da empresa ThomsonReuters). As medidas ESG obtidas da base de dados resultam em uma pontuação (*score*) geral de desempenho para cada empresa, categorizadas em três pilares: ambiental, social e governança (Cheng, Ioannou e Serafeim, 2014).

Em se tratando das variáveis componentes do modelo empírico, a Tabela 1 demonstra a explicação e as fontes para a obtenção dos dados das variáveis.

Tabela 1 – Definição das variáveis

Código	Definição	Fundamentação teórica
ESG	Performance ESG. Obtido na base de dados Eikon com informações em pilares de governança, ambiental e social compilado pela empresa Refinitiv. Ele reflete uma visão equilibrada do desempenho de uma empresa nessas áreas.	Garcia et al. (2017)
ROA	<i>Return on Assets</i> . Mede o desempenho financeiro baseado nos registros da contabilidade. Calculado pela divisão do resultado pelo Ativo total. Obtido da base de dados Datastream.	McWilliams e Siegel (2001)
MCAP	<i>Market Capitalization</i> . Mede o desempenho financeiro baseado no mercado. Calculado pela multiplicação do número de ações da empresa pelo valor da ação no mercado de capitais e feito o logaritmo do resultado. Obtido do banco de dados Datastream.	Hillman e Keim (2001); Martínez-Ferrero e Frías-Aceituno (2013)
LEV	Calculado pela divisão do Passivo Exigível Total pelo Ativo Total. Obtido da base de dados Datastream. Indica que empresas menos endividadas estão mais propensas a investir em ESG.	Barnett e Salomon (2012)
DCF	Calculado pela divisão do Fluxo de Caixa Livre pela quantidade de ações. Obtido da base de dados Datastream, e feito o logaritmo do valor. Indica que empresas com maior disponibilidade de caixa têm melhores condições em investir em ESG.	Mishra e Modi (2013)
SIZE	Reflete o porte da companhia, medido pelo ativo total. Obtido da base de dados Datastream, e feito o logaritmo do valor. Indica que empresas maiores são mais propensas a investir em ESG.	El Ghoul, Guedhami, e Kim (2017)

### 3.2 Modelo econométrico

Considerando as variáveis definidas na seção anterior, os modelos econométricos testados são:

$$ESG_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 MCAP_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 DCF_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

A equação 1 verificará o modelo considerando as variáveis de desempenho financeiro, ROA e MCAP, como explicativas que influenciam a variável dependente de desempenho ESG.

As equações 2 e 3 verificarão o modelo considerando como variável dependente o desempenho financeiro da empresa, alterando apenas a medida de mensuração, na qual a equação 2 usa o ROA, como indicador de medida contábil, e a equação 3 usa o MCAP, como indicador de medida de mercado.

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 MCAP_{it} + \beta_3 LEV_i + \beta_4 DCF_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$MCAP_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_i + \beta_4 DCF_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Pelas características e dimensão da amostra (diversas empresas analisadas ao longo de um período de tempo), considera-se adequada a metodologia de análise de dados em painel, a qual possui dimensões de séries temporais e *cross-section*, permitindo analisar relações dinâmicas no tempo e no espaço (Wooldridge, 2009).

Dois métodos comuns para estimar modelos de dados em painel são: métodos de efeitos fixos e efeitos aleatórios. Com relação à identificação do método de estimativa que melhor ajusta a cada modelo estimado, os seguintes testes foram usados: White (para a existência de heteroscedasticidade), Hausman (para ajustando melhor o modelo de efeitos fixos), Breusch-Pagan e o teste F.

Não encontramos evidências de uma correlação entre os regressores e o erro de regressão, o que sugere que não há problemas de endogeneidade: i) O teste de Breusch-Pagan ( $p < 0,001$ ) rejeitou o ajuste de pooled OLS, sugerindo o uso de efeito aleatório; ii) o teste F ( $p < 0,001$ ) sugeriu que os coeficientes gerados por OLS agrupados não são consistentes, sugerindo maior consistência controlando por efeito fixo; iii) O teste de White indicou problemas de heteroscedasticidade ( $p < 0,001$ ); e iv) o teste de Hausman ( $p < 0,001$ ) contradisse a hipótese nula de que o modelo de parâmetros controlados por efeito aleatório foi consistente. Assim, como houve diferença significativa entre os dois modelos, tal diferença é interpretada como uma evidência em favor da estimação por efeitos fixos.

## 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1 Análise exploratória dos dados

Esta seção apresenta as medidas estatísticas como média, mediana, desvio padrão, valores máximos e mínimos, e a correlação entre as variáveis. A Tabela 2 apresenta a estatística descritiva da amostra toda.

**Tabela 2** – Estatística Descritiva

Variável	N	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio-Padrão
ESG	7462	55,62	56,87	0,71	95,02	19,17
ROA	7488	6,14	5,45	-138,23	267,24	11,09
MCAP	7531	15,96	15,96	6,02	21,09	1,60
LEV	7232	47,74	42,01	0,01	8622,62	119,01
DCF	7498	2,30	1,03	-131,45	232,74	9,69
SIZE	7446	16,23	16,09	7,43	22,04	1,74

Fonte: elaboração própria

Nota-se a média de 55,62 para o indicador de desempenho ESG para a amostra toda, considerando que tal indicador varia de 0 a 100. Ele se apresenta um pouco inferior à média de 59,22 obtida no trabalho de Garcia e Orsato (2020), com dados dos anos de 2007 a 2014. Em relação às demais variáveis estudadas, o Endividamento (LEV) apresenta maior dispersão dos seus dados (119,01), cuja média apresentada é de 47,74% de endividamento.

Antes das análises de regressão em painel foi realizada a análise de correlação para investigar se há uma associação entre as variáveis. A Tabela 3 apresenta as correlações de



Pearson ( $r$ ) entre as variáveis dependentes e explicativas já com o resultado do teste  $t$  para as correlações.

**Tabela 3 – Correlação**

	ESG	ROA	MCAP	LEV	DCF	SIZE
ESG	1					
ROA	,022	1				
MCAP	,434*	,184*	1			
LEV	,031*	-,042*	-,038*	1		
DCF	,013	,075*	,016*	-,024*	1	
SIZE	,415*	-,132*	,763*	,016	,114*	1

Nota: \*\*\*  $p < 0.01$ ; \*\*  $p < 0.05$ ; \*  $p < 0.1$

Fonte: elaboração própria

Verifica-se que as correlações entre as variáveis são, em sua maioria, significativas, corroborando com diversos trabalhos (Surroca *et al.*, 2010; Barnett e Salomon, 2012; Mishra e Modi, 2013) que apontam estas variáveis como importantes determinantes no estudo do desempenho ESG e financeiro das empresas.

#### 4.2 Regressão de Dados em painel

A Tabela 4 mostra o resultado da regressão com dados em painel somente dos países emergentes da amostra, que são a África do Sul e o Brasil. O Painel A da Tabela 4 mostra que o desempenho financeiro, medido pela variável ROA ( $\beta_1 \sim -0,0605$ ;  $p < 0,1$ ) tem uma associação negativa e estatisticamente significativa no desempenho ESG das empresas de países emergentes. Esse mesmo resultado, isto é, associação negativa e estatisticamente significativa, ocorre quando invertemos a modelagem, colocando o desempenho financeiro, medido pelo indicador contábil (ROA), como variável dependente, apontado na Tabela 4-Painel B. Nesse caso, o desempenho ESG ( $\beta_1 \sim -0,0800$ ;  $p < 0,1$ ) também apresenta uma associação negativa e estatisticamente significativa no desempenho financeiro de empresas pertencentes a países emergentes.

Já empresas com maior valor de mercado, medido pela variável baseada no mercado de capitais MCAP ( $\beta_2 \sim 1,8615$ ;  $p < 0,01$ ) apresentam associação positiva e estatisticamente significativa com o desempenho ESG. O mesmo ocorre com a inversão das variáveis no modelo, ou seja, sendo a variável dependente a medida baseada no mercado (MCAP), observamos que o desempenho ESG ( $\beta_2 \sim 4,8279$ ;  $p < 0,01$ ) tem associação também positiva e estatisticamente significativa com o desempenho financeiro.

Esses resultados não rejeitam totalmente as hipóteses H1 e H2. Isso porque como verificado no Painel A da Tabela 4, quando utilizadas medidas baseadas na contabilidade (ROA) tanto a H1 como a H2 não são rejeitadas, ou seja, podemos afirmar que empresas pertencentes a países de economias emergentes apresentam associação negativa e estatisticamente significativa entre desempenho ESG e o desempenho financeiro. Isso corrobora outros trabalhos como Rodrigo, Duran e Arenas (2016), que utilizaram na amostra, somente empresas de países da América Latina; Kapoor e Shandhu (2010) que utilizaram empresas da Índia; Ramasamy *et al.* (2007) com empresas da Malásia; Aras *et al.* (2010) com empresas da Turquia; Crisóstomo *et al.* (2011) com empresas do Brasil e; Chetty *et al.* (2015) com empresas da África do Sul. Esses resultados são reforçados pelo fato de que as empresas de maior porte, medidas pelo seu tamanho do Ativo (SIZE), embora apresentem melhor

desempenho ESG ( $\beta_5 \sim 3,3773$ ;  $p < 0,01$ ; Tabela 4-Painel A), não apresentam o melhor desempenho financeiro medido pelo ROA ( $\beta_5 \sim -3,4992$ ;  $p < 0,01$ ; Tabela 4 – Painel B).

Entretanto ao utilizar como *proxy* de variável que mede o desempenho financeiro, as medidas baseadas no mercado de ações, como a capitalização de mercado (MCAP) devemos rejeitar as hipóteses H1 e H2, confirmando o resultado encontrado na maioria das pesquisas que envolvem estudos de desempenhos ESG e financeiro das empresas. O resultado indica que investidores do mercado de ações respondem positivamente às empresas com melhor desempenho ESG, mesmo em países de economia emergente como constatado no estudo de Zou *et al.* (2020). Possivelmente pelo fato de que as maiores empresas normalmente divulgam mais informações ESG, mesmo nesses países, conforme comprovado por Arrive e Feng (2018).

Reforçando que nossa amostra compreende empresas de países do Brasil e África do Sul, que foram os países pioneiros na criação de índices de sustentabilidade em bolsa de valores. Além disso, há forte pressão nesses países para a divulgação de informações ESG. No Brasil, além da exigência do programa “Relate ou Explique” aplicado pela bolsa de valores, a B3, às empresas listadas que devem justificar o motivo de não divulgar informações de sustentabilidade, o órgão regulador brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) exige, desde 2009, por meio da resolução 480, a inclusão de informações de natureza social e ambiental no documento Formulário de Referência. E na África do Sul, empresas listadas na bolsa de valores de Johannesburgo, são obrigadas a elaborar e divulgar o Relato Integrado, um conjunto de informações que compreende a divulgação desde o modelo de negócio e estratégia da empresa até as questões materiais com impacto nos fatores ESG.

**Tabela 4** – Resultado da regressão com dados em painel: Empresas de países emergentes

Painel A – ESG variável dep.		Painel B – ROA variável dep.		Painel C – MCAP variável dep.	
Variável	Efeito Fixo	Variável	Efeito Fixo	Variável	Efeito Fixo
Const	-37,2769** (18,463)	Const	-5,4714 (21,287)	Const	6,72343*** (1,236)
ROA	-0,0605* (0,034)	ESG	-0,0800* (0,045)	ESG	0,0086*** (0,002)
MCAP	1,8615*** (0,575)	MCAP	4,8279*** (0,639)	ROA	0,0170*** (0,002)
LEV	0,0358 (0,575)	LEV	-0,1157*** (0,027)	LEV	-0,0082*** (0,001)
FCF	-0,0276 (0,049)	FCF	0,0202 (0,057)	FCF	0,0141*** (0,003)
SIZE	3,3773*** (1,120)	SIZE	-3,4992*** (1,289)	SIZE	0,5574*** (0,073)
N[#Firms]	173	N[#Firms]	173	N[#Firms]	173
N[#Obs]	814	N[#Obs]	814	N[#Obs]	814
R <sup>2</sup> within	4,93%	R <sup>2</sup> within	14,93%	R <sup>2</sup> within	24,18%
R <sup>2</sup> between	20,20%	R <sup>2</sup> between	40,69%	R <sup>2</sup> between	68,82%
R <sup>2</sup> overall	17,70%	R <sup>2</sup> overall	24,08%	R <sup>2</sup> overall	65,17%
F test	34,63 (p=0)	F test	1,88 (p=0)	F test	16,04 (p=0)
Durbin-Watson	1,100425	Durbin-Watson	1,969995	Durbin-Watson	1,299598

Nota: \*\*\* p < 0.01; \*\* p < 0.05; \* p < 0.1

Fonte: elaboração própria

Já, ao utilizar no modelo de estimação somente empresas dos países desenvolvidos, os resultados são diferentes em relação aos obtidos com empresas de países emergentes. Na

Tabela 5-Painel A verificamos que o desempenho financeiro medido pelo indicador contábil ROA ( $\beta_1 \sim 0,0293$ ;  $p < 0,1$ ) tem associação positiva e estatisticamente significativa no desempenho ESG, a variável dependente. O mesmo ocorre na relação inversa, ou seja, utilizando no modelo econométrico como variável dependente o desempenho financeiro, medido pelo ROA, o desempenho ESG ( $\beta_1 \sim 0,0253$ ;  $p < 0,1$ ) tem associação positiva e estatisticamente significativa no desempenho financeiro, conforme Tabela 5-Painel B.

Ao considerar o indicador de mercado como desempenho financeiro (MCAP), o resultado é semelhante: há associação positiva e estatisticamente significativa entre o desempenho ESG ( $\beta_1 \sim 0,0016$ ;  $p < 0,05$ ) e o desempenho financeiro, medido pelo indicador baseado no mercado de ações, conforme Tabela 5 – Painel C.

Dessa forma, não rejeitamos as hipóteses H3 e H4, seja o indicador utilizado como *proxy* para o desempenho financeiro, medidas baseadas na contabilidade ou no mercado de ações.

**Tabela 5** – Resultado da regressão com dados em painel: Empresas de países desenvolvidos

Painel A – ESG variável dep.		Painel B – ROA variável dep.		Painel C – MCAP variável dep.	
Variável	Efeito Fixo	Variável	Efeito Fixo	Variável	Efeito Fixo
Const	-85,9769*** (7,953)	Const	15,7617** (7,472)	Const	9,5561*** (0,358)
ROA	0,0293* (0,015)	ESG	0,0253* (0,006)	ESG	0,0016** (0,001)
MCAP	0,7362** (0,301)	MCAP	5,3645*** (0,269)	ROA	0,0141*** (0,001)
LEV	0,0017** (0,001)	LEV	-0,0017** (0,001)	LEV	-0,00004 (0,000)
FCF	0,0557*** (0,016)	FCF	0,0434*** (0,014)	FCF	0,0037*** (0,001)
SIZE	8,0405*** (0,472)	SIZE	-5,973*** (0,443)	SIZE	0,3828*** (0,022)
N[#Firms]	1297	N[#Firms]	1297	N[#Firms]	1297
N[#Obs]	6124	N[#Obs]	6124	N[#Obs]	6124
R <sup>2</sup> within	6,97%	R <sup>2</sup> within	9,64%	R <sup>2</sup> within	12,94%
R <sup>2</sup> between	20,28%	R <sup>2</sup> between	27,22%	R <sup>2</sup> between	69,19%
R <sup>2</sup> overall	18,71%	R <sup>2</sup> overall	24,48%	R <sup>2</sup> overall	66,84%
F test	31,94 (p=0)	F test	5,27 (p=0)	F test	37,16 (p=0)
Durbin-Watson	1,035611	Durbin-Watson	1,846751	Durbin-Watson	1,301222

Nota: \*\*\*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*  $p < 0,1$

Fonte: elaboração própria

Esses resultados, consideradas apenas empresas de países desenvolvidos, são consistentes com estudos anteriores (Yu e Zhao, 2015; Friede *et al.*, 2015). Também estão condizentes com os resultados das metas-análises já realizadas historicamente, na quais indicam que o desempenho em ESG tem relação estatisticamente significativa no desempenho financeiro e vice-versa (Griffin e Mahon, 1997; Orlitzky *et al.*, 2003; Margolis e Walsh, 2003).

Comparando esses resultados com o estudo de Garcia e Orsato (2020), que utilizou na amostra o período de 2007 a 2014, observamos que o comportamento das empresas tanto de países de economia emergente como os desenvolvidos, manteve-se o mesmo, considerando o período pós Agenda 2030 da ONU, no qual utilizamos, nesse estudo, os anos de 2015 a 2019 na amostra da pesquisa.

Isto reforça a teoria institucional ao estudar de forma segregada o desempenho desses indicadores entre empresas de países desenvolvidos e emergentes. Esse fato sugere que forças institucionais e de mercado são fatores preponderantes na relação entre desempenho financeiro e ESG das empresas. O fato de que, nos países emergentes, a fragilidade do ambiente institucional, que inclui a fraca atuação de órgãos reguladores de fiscalização e políticas e medidas de combate à corrupção, além do pequeno mercado de capitais nesses países, se comparado aos de países desenvolvidos, não são suficientes agentes impulsionadores para uma cobrança de melhor desempenho das empresas em ESG.

A lógica do IDH sugere que, nessas circunstâncias, as empresas são mais propensas a priorizar o acúmulo de capital e não reconhecer o potencial benefício estratégico dos investimentos em RSE (Frynas, 2005; Ofori e Hinson, 2007). Além disso, essas empresas sofrem pouca pressão por iniciativas em RSE, sejam essas pressões vindas de órgãos governamentais ou de organizações não governamentais, como é normalmente verificado em países desenvolvidos (Blowfield e Frynas, 2005; Waddell, 2000).

Também, outros fatores de maior prioridade à população nesses mercados devido à pobreza, ao baixo nível educacional, à falta de moradia e ao atendimento deficitário da saúde não geram a conscientização e pressão, pela sociedade, por melhorias nos produtos e serviços ofertados pelas empresas. Enfim, enquanto as pesquisas na área de RSE com empresas de países desenvolvidos, caracterizados por instituições financeiras fortes, demonstram uma relação positiva entre ESG e CFP, a lógica do IDH sugere uma relação negativa nos países de economia emergente.

## 5. CONCLUSÃO

O estudo tem como objetivo investigar se após o lançamento da Agenda 2030, estabelecido no Acordo de Paris pela ONU em 2015, houve mudanças de comportamento das empresas no desempenho ESG e sua relação com o desempenho financeiro das empresas pertencentes tanto a países emergentes como de países desenvolvidos. A base teórica da hipótese da diferença institucional (IDH), pelos quais as fraquezas institucionais presentes nos mercados emergentes, como a qualidade dos mercados de capitais, afetam a relação no desempenho ESG e CFP das empresas pode explicar as diferenças no resultado de desempenho das empresas entre países com diferentes estágios de desenvolvimento econômico.

Para isso, a amostra compreende as mesmas empresas utilizadas no trabalho de Garcia e Orsato (2020) que usou os dados do período de 2007 a 2014. Para tanto, utilizamos o período de 2015 a 2019, ou seja, pós Agenda 2030 da ONU, aplicando modelos de dados em painel nas variáveis definidas, como *score* ESG e medidas de desempenho financeiro baseadas na contabilidade (ROA) e no mercado de ações (MCAP).

Os resultados indicam que empresas de países de economia emergente apresentam uma associação negativa e estatisticamente significativa entre o desempenho ESG e financeiro, esse medido por indicador baseado na contabilidade (ROA) das empresas. Já quando utilizado um indicador baseado no mercado de ações (MCAP) como *proxy* de desempenho financeiro o resultado foi uma associação positiva e estatisticamente significativa.

Quando analisadas apenas empresas de países desenvolvidos foi constatada uma associação positiva e estatisticamente significativa entre essas variáveis, quando considerado o indicador baseado na contabilidade (ROA) ou o indicador baseado no mercado de ações (MCAP).

Esses resultados indicam que investidores respondem positivamente às empresas com melhor desempenho ESG, tanto em mercados de economia desenvolvida como emergentes.

Mas a diferença no resultado da associação entre desempenho ESG das empresas com seu desempenho financeiro medido com base em indicadores contábeis (ROA) existente quando consideradas as empresas de países emergentes foi diferente das empresas de países desenvolvidos. Essa diferença mostra a prevalência do ambiente institucional da empresa, reforçando os preceitos da teoria institucional, que envolve os processos em que valores sociais (como práticas, crenças, obrigações) assumem o *status* de regra no pensamento e na ação social, talvez não tão difundido assim, a questão de investimentos socioambientais pelas empresas, nos países de economia emergente.

Conclui-se ainda, que não houve mudança de comportamento da empresa pós Agenda 2030 da ONU, uma vez que os resultados obtidos com a amostra do período 2015-2019 permaneceram os mesmos no estudo de Garcia e Orsato (2020) que utilizaram o período de 2007-2014, antes da implementação das ODS, estabelecida em 2015 pela Agenda 2030.

Como limitações dessa pesquisa, pontua-se o fato de que, embora acreditarmos que o banco de dados utilizado captura com confiabilidade as informações disponibilizadas pelas empresas, o mesmo não se pode afirmar quanto ao processo de divulgação das informações ESG pelas empresas, que é voluntário na maioria dos países. Além disso, houve uma redução na amostra de empresas entre esse estudo e o trabalho base de comparação (Garcia e Orsato, 2020), já que várias empresas podem ter tido alterações societárias no período estudado, como fusões, encerramento de operações ou até mesmo cancelamento de registro na listagem de bolsa de valores.

Sugere-se para estudos futuros a ampliação da amostra, incorporando mais empresas de países emergentes e até mesmo ampliar o período de análise pós Agenda 2030, além de empregar métodos alternativos de estimação.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Allouche, J.; Laroche, P. (2005). A meta-analytical investigation of the relationship between corporate social and financial performance. *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, 57(1), 8-41.

Ahunwan, B. (2002). Corporate Governance in Nigeria. *Journal of Business Ethics*, 37(3), 269-287.

Aras, G.; Aybars, A; Kutlu, O. (2010). Managing corporate performance: Investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging markets. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 59 (3), 229-254.

Arrive, J. T.; Feng, M. (2018). Corporate social responsibility disclosure: Evidence from BRICS nations. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(5), p. 920-927.

Avetisyan, E.; Ferrary, M. (2013). Dynamics of stakeholders' implications in the institutionalization of the CSR field in France and in the United States. *Journal of Business Ethics*, 115(1), 115-133.

Bansal, P. (2002). The corporate challenges of sustainable development. *The Academy of Management Executive*, 16(2), 122-131.

Barnett, M. L.; Salomon, R. M. (2012). Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 33(11), 1304-1320.

- Berchicci, L.; King, A. (2007). Postcards from the Edge: A Review of the Business and Environment Literature. *The Academy of Management Annals*, 1(1), 513-547.
- Blowfield, M.; Frynas, J. G. (2005). Editorial Setting new agendas: critical perspectives on Corporate Social Responsibility in the developing world. *International affairs*, 81(3), 499-513.
- Campbell, J.L. (2006). Institutional analysis and the paradox of corporate social responsibility. *American Behavioral Scientist*, 49(7), 925-938.
- Cheng, B.; Ioannou, I.; Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35, 1-23.
- Chetty, S.; Naidoo, R.; Seetharam, Y. (2015). The impact of corporate social responsibility in firms' financial performance in South Africa. *Contemporary Economics*, 9(2), 193-214.
- Crisóstomo, V.L.; Freire, F.S; Vasconcellos, F.C. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7 (2), 295-309.
- Daugaard, D. (2020). Emerging new themes in environmental, social and governance investing: a systematic literature review. *Accounting & Finance*, 60(2), 1501-1530.
- Dyllick, T.; Hockerts, K. (2002). Beyond the business case for corporate sustainability. *Business Strategy and the Environment*, 11(2), 130-141.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., & Kim, Y. (2017). Country-level institutions, firm value, and the role of corporate social responsibility initiatives. *Journal of International Business Studies*, 48(3), 360-385.
- Friede, G.; Busch, T.; Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233.
- Frynas, J. G. (2005). The false developmental promise of corporate social responsibility: Evidence from multinational oil companies. *International affairs*, 81(3), 581-598.
- Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of cleaner production*, 150, 135-147.
- Garcia, A. S., & Orsato, R. J. (2020). Testing the institutional difference hypothesis: A study about environmental, social, governance, and financial performance. *Business Strategy and the Environment*, 29(8), 3261-3272.
- García-Sánchez, I.-M., Martín-Moreno, J., Khan, S. A., & Hussain, N. (2020). Socio-emotional wealth and corporate responses to environmental hostility: Are family firms more stakeholder oriented? *Business Strategy and the Environment*, 30(2), 1003–1018. <https://doi.org/https://doi.org/10.1002/bse.2666>
- Girerd-Potin, I., Jimenez-Garcès, S., & Louvet, P. (2014). Which dimensions of social responsibility concern financial investors?. *Journal of Business Ethics*, 121(4), 559-576.
- Griffin, J. J., Mahon, J. F. (1997). The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate. *Business & Society*, 36 (1), 5-31.
- Grossman, W., Hoskisson, E.E. (1998). CEO pay at the crossroads of Wall Street and Main: Toward the strategic design of executive compensation. *Academy of Management Executive*, 12(1), 43-57.

- HART, S. (2006). *O capitalismo na encruzilhada: as inúmeras oportunidades de negócios na solução dos problemas mais difíceis do mundo*. Porto Alegre: Artmed.
- Hillman, A. J., Keim, G. D. (2001). Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line? *Strategic Management Journal*, 22, (2), 125-139.
- Jamali, D., & Karam, C. (2018). Corporate social responsibility in developing countries as an emerging field of study. *International Journal of Management Reviews*, 20(1), 32-61.
- Julian, S. D., & Ofori-dankwa, J. C. (2013). Financial resource availability and corporate social responsibility expenditures in a sub-Saharan economy: The institutional difference hypothesis. *Strategic Management Journal*, 34(11), 1314-1330.
- Kapoor, S., & Sandhu, H. S. (2010). Does it pay to be socially responsible? An empirical examination of impact of corporate social responsibility on financial performance. *Global business review*, 11(2), 185-208.
- Leite, C. (2018). Implementação dos objetivos de desenvolvimento sustentável em empresas: contribuições do investimento social privado no Brasil (Dissertação de Mestrado). Universidade Estadual de Campinas - Instituto de Economia. Campinas, SP, Brasil.
- Lu, W.; Chau, K.W.; Wang, H.; Pan, W. (2014). A decade's debate on the nexus between corporate social and corporate financial performance: a critical review of empirical studies 2002–2011. *Journal of Cleaner Production*, 79, 195-206.
- Margolis, J., Elfenbein, H., Walsh, J. (2009). *Does It Pay to Be Good...and does It Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance*, (Working Paper). Harvard Business School.
- Margolis, J. D., & Walsh, J. P. (2003). Misery loves companies: Rethinking social initiatives by business. *Administrative science quarterly*, 48(2), 268-305.
- Martínez-Ferrero, J., Frías-Aceituno, J. V. (2013). Relationship between Sustainable Development and Financial Performance: International Empirical Research. *Business Strategy and Environment*, 24, 20-39.
- McWilliams, A., Siegel, D. (2001). Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification?. *Strategic Management Journal*, 21, 603-609.
- Meyer, J. W; Rowan, B. (1977). Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony. *American Journal of Sociology*, 83(2), 340-363.
- Mishra, S.; Modi, S.B. (2013). Positive and negative corporate social responsibility, financial leverage, and idiosyncratic risk. *Journal of business ethics*, 117(2), 431-448.
- Ofori, D. F., & Hinson, R. E. (2007). Corporate social responsibility (CSR) perspectives of leading firms in Ghana. *Corporate Governance*, 7(2), 178–193.
- Orlitzky, M., Schmidt, F., Rynes, S. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403-441.
- Orsato, R. 2009. *Sustainability Strategies: When Does it Pay to be Green?* UK: Palgrave Macmillan.
- Osei, K. (1998). Analysis of factors affecting the development of an emerging capital market: The case of the Ghana stock market. *African economic research consortium*, v, 76.
- Pacto Global. 2021. A evolução do ESG no Brasil. Pacto Global e Stilingue. Disponível em <https://conteudos.stilingue.com.br/webinar-evolucao-do-esg-no-brasil>.

- Porter, M.; Kramer, M. (2011). Creating Shared Value. *Harvard Business Review*, 89, 62-77.
- Porter, M.; Van Der Linde, C. (1995). Green and Competitive: Ending the Stalemate. *The Harvard Business Review*, 73, 120-134.
- Prahalad, C. K. 2010. *A riqueza na base da pirâmide: erradicando a pobreza com o lucro*. Porto Alegre: Artmed.
- Rahdari, A.H. (2016). Developing a fuzzy corporate performance rating system: a petrochemical industry case study. *Journal Cleaner Production*, 131, 421-434.
- Rahdari, A.H., Anvary Rostamy, A.A. (2015). Designing a general set of sustainability indicators at the corporate level. *Journal Cleaner Production*, 108, 757-771.
- Ramasamy, B., Ting, H. W., & Yeung, M. C. (2007). Does it pay to be good in developing countries? The relationship between corporate social responsibility and financial performance in Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 3(1), 21-36.
- Rettab, B.; Brik, A.B.; Mellahi, K. (2009). A study of management perceptions of the impact of corporate social responsibility on organizational performance in emerging economies: the case of Dubai. *Journal of Business Ethics*, 89(3), 371-390.
- Rodrigo, P.; Duran, I.J.; Arenas, D. (2016). Does it really pay to be good, everywhere? A first step to understand the corporate social and financial performance link in Latin American controversial industries. *Business Ethics: A European Review*, 25(3), 286-309.
- Russell Reynolds. (2021). 2021 Global and Regional Trends in Corporate Governance. Disponível em <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/03/03/2021-global-and-regional-trends-in-corporate-governance/>
- Sachs, J. 2008. *A riqueza de todos: a construção de uma economia sustentável em um planeta superpovoado, poluído e pobre*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira.
- Schramade, W. (2017). Investing in the UN Sustainable Development Goals: opportunities for Companies and Investors. *Journal of Applied Corporate Finance*, 29 (2), 87-99.
- Surroca, J.; Tribó, J.A; Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: the role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31, 463-490.
- Tenório, F. 2006. *Responsabilidade social empresarial: teoria e prática*. 2 ed. Rio de Janeiro: Editora FGV.
- Waddell, S. (2000). New institutions for the practice of corporate citizenship: Historical, intersectoral, and developmental perspectives. *Business and society review*, 105(1), 107-126.
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance–financial performance link. *Strategic management journal*, 18(4), 303-319.
- Wooldridge, J. 2009. *Introductory econometrics: a modern approach*. South-Western, Cengage Learning.
- Yu, M., & Zhao, R. (2015). Sustainability and firm valuation: an international investigation. *International Journal of Accounting and Information Management*, 23(3), 289-307.
- Zou, P.; Wang, Q.; Xie, J.; Zhou, C. (2020). Does doing good lead to doing better in emerging markets? Stock market responses to the SRI index announcements in Brazil, China, and South Africa. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 48(5), 966-986.