

## **Quem Financia Define o Comportamento? Influência da Estrutura de Capital no Desempenho ESG em Economias Emergentes**

**SADY MAZZIONI**

UNIVERSIDADE COMUNITÁRIA DA REGIÃO DE CHAPECÓ (UNOCHAPECÓ)

**ILSE MARIA BEUREN**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA (UFSC)

**CAROLINE KEIDANN SOSCHINSKI**

UNIVERSIDADE COMUNITÁRIA DA REGIÃO DE CHAPECÓ (UNOCHAPECÓ)

### **Agradecimento à órgão de fomento:**

Fundação de Amparo à Pesquisa e Inovação do Estado de Santa Catarina (FAPESC) - Processo 735/2024.

# Quem Financia Define o Comportamento?

## Influência da Estrutura de Capital no Desempenho ESG em Economias Emergentes

### Resumo

As empresas podem adotar objetivos ambientais, sociais e de governança (ESG) alinhados com as estratégias de financiamento, para evitar problemas de agência e construir relacionamentos mais próximos com financiadores e investidores. Assim sendo, este artigo analisa a influência da estrutura de capital sobre o desempenho ESG em economias emergentes. O estudo foi realizado com 12.738 observações de 2.665 empresas, sediadas em 24 economias emergentes, usando dados em painel desbalanceado com controles específicos de ano, setor e país, do período de 2016 a 2023. Os resultados da pesquisa revelaram que o maior uso de recursos próprios e a concentração de dívidas onerosas de curto prazo reduz o desempenho ESG. Isso foi observado de forma consistente, o que sinaliza ampliação do poder discricionário dos gestores para privilegiar decisões de visibilidade financeira em detrimento do desempenho ESG. Além disso, o uso de dívidas onerosas restringe o desempenho ESG apenas em ambientes específicos, como do sistema legal e do nível de transparência do país. Sob uma perspectiva de agência, a escolha das fontes para financiar as operações busca equilibrar as expectativas de desempenho ESG de investidores e financiadores alinhados com os objetivos estratégicos de resultado financeiro das empresas e os interesses privados dos gestores.

**Palavras-chave:** Estratégias de financiamento. Desempenho ESG. Empresas de economias emergentes.

### 1 Introdução

A conscientização pública sobre as questões ambientais, sociais e de governança (ESG) vem se mostrando crescente. Implicações às mudanças climáticas, esgotamento dos recursos naturais, más condições de trabalho e escândalos corporativos contribuíram para o aumento das expectativas da sociedade em relação ao comportamento responsável das empresas (Zhao & Zhang, 2024). Como consequência, as empresas estão sob pressão em termos de desempenho ESG, uma vez que as questões ambientais, sociais e de governança são percebidas como críticas à continuidade dos negócios (El Khoury et al., 2023; Ungphakorn, 2024).

Em meio às crescentes preocupações globais com sustentabilidade, mudanças climáticas, equidade social e governança responsável, um fluxo da pesquisa gerencial vem investigando fatores explicativos para o desempenho ESG (ex., Baldini et al., 2018; Kim et al., 2024; Rahman et al., 2021; Zeng et al., 2023; Zhang & Wu, 2023; Zhao & Zhang, 2024). Argumenta-se que as pressões para apresentar um bom desempenho ESG variam de acordo com os interesses principais das fontes de financiamento utilizadas pelas empresas. Apesar disso, os efeitos da estrutura de capital têm sido pouco explorados na literatura gerencial (Zamil et al., 2021; Al Amosh et al., 2024).

A estrutura de capital de uma empresa reflete a combinação de recursos utilizados na sua política de financiamento, dívidas e capital próprio, influenciando o perfil de risco e a estratégia organizacional (Khan et al., 2024; Li et al., 2024). Envolve decisões políticas e estratégicas, que têm reflexos em diversos indicadores de desempenho financeiro da empresa (Al Amosh et al., 2024). Portanto, o tema é de interesse de várias partes interessadas, como acionistas, investidores, credores e financiadores (Hamdi et al., 2022). Além disso, estudos prévios têm focado empresas de economias desenvolvidas (ex., Abdullah et al., 2024; Hamdi et al., 2022), que contrastam com

economias emergentes, em que a escassez de recursos configura um cenário particular de custos da estrutura de capital, portanto, são ambientes propícios para novas evidências.

A estrutura de capital também está associada à divulgação de informações, principalmente em decorrência dos conflitos nas práticas de empréstimo (Zamil et al., 2021). À luz da teoria da agência, as empresas orientadas à divulgação de informações sobre sustentabilidade conseguem reduzir assimetrias de informação entre empresas e investidores, criando valor para os acionistas (Alotaibi & Hussainey, 2016). Em consonância com os preceitos dessa teoria, um maior nível de divulgação de informações ESG está associado a uma menor assimetria de informação entre as empresas tomadoras de financiamento e as instituições de crédito (Eliwa et al. 2021), permitindo mitigar conflitos de agência e reduzir o risco para os credores (Aman & Nguyen, 2013).

Nosso estudo busca suprir estas lacunas ao trazer evidências empíricas de empresas de economias emergentes. A partir destas considerações, o estudo tem a seguinte pergunta de pesquisa: Qual a influência da estrutura de capital sobre o desempenho ESG de empresas em economias emergentes? O objetivo é analisar a influência da estrutura de capital sobre o desempenho ESG de empresas em economias emergentes. Compreender o relacionamento dos fatores ESG e o financiamento corporativo é crucial para as partes interessadas (Zhao & Zhang, 2024). Para isso, foram analisadas 12.738 observações de 2.665 empresas, sediadas em 24 economias emergentes.

Ao destacar o impacto das escolhas nas decisões de financiamento da estrutura de capital em apoiar o desempenho de ESG de empresas em economias emergentes, o estudo apresenta três contribuições teórico-empíricas importantes: (i) evidencia que o uso de recursos próprios amplia o poder discricionário dos gestores para privilegiar decisões de visibilidade financeira em detrimento do desempenho ESG; (ii) demonstra que o uso de dívidas onerosas atua como mecanismo disciplinador e restringe o uso de recursos discricionários direcionados para melhorar o desempenho ESG apenas em ambientes específicos; (iii) comprova que a concentração de dívidas onerosas no curto prazo reduz o desempenho ESG de forma consistente. Estes achados avançam a literatura, uma vez que estudos anteriores atribuíram pouca atenção aos fatores financeiros como determinantes do desempenho não financeiro das empresas (Al Amosh et al., 2024; Hamdi et al., 2022). Nosso estudo preenche essa lacuna na literatura, oferecendo evidências teóricas e empíricas sobre a estrutura de capital e sua relação com o desempenho ESG em contextos de economias emergentes.

## **2 Revisão da Literatura e Desenvolvimento das Hipóteses**

O interesse pela pesquisa sobre a estrutura de capital tem sido renovado desde o trabalho seminal de Modigliani e Miller (1958), principalmente, para identificar os fatores determinantes e as consequências da escolha da estrutura de capital de uma empresa. Na literatura de finanças, diversos estudos examinaram o impacto das práticas responsáveis (RSC/ESG) sobre a estrutura de capital. Dentre as diferentes abordagens, as pesquisas examinaram o impacto no custo da contratação de dívidas de terceiros (ex., Al Amosh et al., 2024; Guo et al., 2024; Raimo et al., 2021), no acesso ao capital de terceiros (ex., Guo et al., 2024; Malik & Kashiramka, 2024; Raimo et al., 2021) e no custo do capital próprio (ex., Andrikopoulos et al., 2014; Chen et al., 2023; Chouaibi et al., 2021).

Contudo, o impacto da estrutura de capital no desempenho em RSC/ESG é pouco investigado, sendo o estudo de Al Amosh et al. (2024) com empresas da Jordânia uma das poucas exceções. Assim, nosso artigo avança a literatura ao ampliar as evidências da relação entre as decisões de estrutura de capital e o desempenho ESG, utilizando uma amostra de empresas sediadas em 24 países emergentes. Assume-se que a estrutura de capital exerce influência nas decisões

estratégias de responsabilidade corporativa, considerando a melhora do ambiente e a redução dos riscos inerentes ao negócio (Yang et al., 2018). Independentemente do tipo de fonte de financiamento adotado pela empresa, por meio da contratação de dívidas ou capital próprio, os financiadores são propensos a exercer influência nas decisões da empresa (Carney et al., 2011).

As empresas podem escolher o financiamento por dívidas para aproveitar os benefícios da redução de impostos, custos de transação e eficiência de mercado, em detrimento dos custos de capital próprio (Ellili, 2020). Assim, é esperado que uma empresa com elevada pontuação ESG tenha maior acesso ao crédito no mercado e com menor custo, influenciando a adoção de estratégias de dívidas e alavancagem (Eliwa et al., 2021). Neste sentido, empresas que operam com endividamento elevado podem adotar práticas ESG como resposta aos interesses de diversos *stakeholders*, incluindo os credores, que tendem a classificar essas empresas com baixo risco de falência, boa reputação, transparência e alta governança (Huang & Ye, 2021). Ao se envolver com práticas ESG, a empresa também atua para mitigar riscos de conformidade, critério utilizado pelas instituições de crédito, para redução do custo de capital (Bhuiyan & Nguyen, 2020; Dal Maso et al., 2017).

Dentre os benefícios de maior transparência nos relatórios ESG e das classificações mais elevadas, destacam-se os menores custos da dívida e o melhor acesso ao financiamento de terceiros (Guo et al., 2024; Malik & Kashiramka, 2024; Raimo et al., 2021). Al Amosh et al. (2024) investigaram a influência da estrutura de capital no desempenho ESG em 51 empresas industriais jordanianas, no período de 2012-2020. Os resultados revelaram que o financiamento por meio de dívida se correlaciona positivamente com o desempenho ESG em todas as suas dimensões. As melhores pontuações ESG também aparecem relacionadas com o uso do capital próprio, reduzindo o custo e estimulando as decisões de utilizar esta fonte de financiamento de capital, conforme as evidências dos estudos de Chouaibi et al. (2021) e Chen et al. (2023).

Empresas financiadas com capital próprio buscam aumentar o desempenho ESG para reduzir as assimetrias informacionais. Como consequência, buscam reduzir os custos de informação e aumentar o acompanhamento dos analistas e a confiança dos investidores, provocando a redução do custo do capital próprio (Maama & Marimuthu, 2021). Os resultados dos estudos de Chouaibi et al. (2021) e Chen et al. (2023) reforçam os argumentos de que investidores frequentemente pagam um prêmio por ações de empresas com fortes práticas ESG, aumentando a parcela do patrimônio líquido da estrutura de capital em relação à dívida (Adeneye et al., 2023; Eliwa et al., 2021).

Evidências de empresas engajadas em RSC revelam que, de um lado, criam valor para os acionistas a longo prazo (Nguyen et al., 2020), mas, de outro lado, os mercados de ações subvalorizam a RSC no curto prazo (Fernández-Guadaño & Sarria-Pedroza, 2018). Essas relações também se apresentam negativas ou não significativas, como nos estudos de Bae et al. (2019) e Lemma et al. (2022). Tang (2022) utilizou 2.131 observações de empresas chinesas com classificação ESG, de 2015 a 2020. O estudo indicou um efeito negativo, moderado pelas crenças heterogêneas dos investidores, do desempenho ESG no custo do capital próprio. Observou ainda que quanto maiores as restrições de financiamento da empresa, mais elevados são os custos do capital próprio. Ao analisar 4.612 observações empresa/ano, em 18 economias emergentes, de 2002 a 2018, Hassan et al. (2023) encontraram correlação negativa entre as pontuações ESG e o custo do capital próprio. A partir do exposto, postula-se que:

H1: Existe uma relação negativa entre o financiamento da empresa por meio de capital próprio e o seu desempenho ESG.

Sob uma perspectiva de agência, as dívidas onerosas podem ser caracterizadas como um mecanismo que restringe o uso de recursos discricionários pelos gestores (Jensen & Meckling, 1976), limitando o uso para investimentos em ESG. Gestores e grandes acionistas podem buscar interesses pessoais, como obter publicidade, reputação pessoal e atenção da mídia (Jensen & Meckling, 1976). Para aumentar sua reputação, podem investir de forma mais incisiva em práticas que aumentem o desempenho ESG (Barnea & Rubin, 2010). A dívida de curto prazo, nestas condições, tende a servir como mecanismo de monitoramento, uma vez que os gestores precisam divulgar mais informações sobre suas atividades ao renovar a dívida (Tristiarini et al., 2021). Nesta perspectiva propõe-se que:

H2: Existe uma relação negativa entre as dívidas onerosas da empresa e o seu desempenho ESG.

Empresas que apresentam um elevado desempenho ESG podem preferir incorrer em dívida de curto prazo para financiar investimentos de curto prazo, de forma que, ao buscar financiamento de longo prazo, são mais propensas a utilizar capital próprio (Benlemlih, 2015). Nesse contexto, a dívida de curto prazo pode ser usada como um mecanismo de monitoramento externo para reduzir as oportunidades de investimento excessivo para os gestores em atividades ESG (Li et al., 2024). Empresas que utilizam dívidas de curto prazo são esperadas ter um melhor desempenho ESG, em decorrência de desejar valer-se da sua melhor classificação para renegociar as condições de seus empréstimos no vencimento (Benlemlih, 2015). Diante disso, conjectura-se que:

H3: Existe uma relação positiva entre as dívidas onerosas no curto prazo da empresa e o seu desempenho ESG.

### **3 Dados e Metodologia**

#### **3.1 Construção da Amostra**

A seleção da amostra da pesquisa incluiu empresas localizadas em 24 economias emergentes, conforme classificação da *Morgan Stanley Capital Internacional* (MSCI, 2023). Nesta classificação, os países emergentes são distribuídos em três regiões geográficas: Américas (Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru), Europa, Oriente Médio e África (República Tcheca, Egito, Grécia, Hungria, Kuwait, Polônia, Catar, Arábia Saudita, África do Sul, Turquia, Emirados Árabes Unidos) e Ásia e Pacífico (China, Índia, Indonésia, Malásia, Filipinas, Coreia do Sul, Taiwan, Tailândia). A estrutura de classificação de mercado do MSCI consiste em três critérios: desenvolvimento econômico, tamanho e liquidez do mercado e acessibilidade ao mercado (MSCI, 2023).

O período da pesquisa compreende os anos de 2016 a 2023, configurando assim uma série temporal (Gujarati & Porter, 2009). Seguindo Mnif e Kchaou (2025), o período inicial foi selecionado devido ao estabelecimento dos 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) pela ONU em 2015. Esses objetivos, por meio de novas estratégias e políticas, influenciaram as práticas de sustentabilidade e de reporte (Khaled et al., 2021). A população inicial da pesquisa compreendeu todas as empresas disponíveis na base de dados Refinitiv Eikon<sup>®</sup>. Contudo, para a composição da amostra de estudo, foram excluídas as empresas sem classificação no score ESG, as empresas do setor financeiro e aquelas com dados faltantes. Após os procedimentos adotados, a amostra resultou em 12.738 observações de 2.665 empresas.

#### **3.2 Variáveis**

A Tabela 1 apresenta os constructos da pesquisa, com a descrição das variáveis e as respectivas métricas, baseadas em estudos anteriores (ex., Al Amosh et al. 2024; Mazzioni et al., 2024; Pinheiro et al., 2024).

**Tabela 1**

Definição das variáveis de estudo

Variáveis	Métrica	Autores
<b>Dependente</b>		
ESG score (ESG)	Escala de 0 (baixo) a 100 (alto) desempenho ESG da companhia	Al Amosh et al. (2024) Mazzioni et al. (2024)
<b>Independentes</b>		
Capital próprio (SER)	Capital próprio dividido pelos ativos totais	Al Amosh et al. (2024) Campos-Rasera et al. (2021)
Dívidas onerosas (TDA)	Dívidas onerosas totais dividido pelos ativos totais	Al Amosh et al. (2024) Campos-Rasera et al. (2021)
Dívidas onerosas de curto prazo (STD)	Dívidas onerosas de curto prazo dividido pelo total de dívidas onerosas	Sorge et al. (2017)
<b>Controle</b>		
Tamanho (SIZE)	Logaritmo do valor dos ativos totais	El Khoury et al. (2023) Yang et al. (2018)
Retorno sobre ativos (ROA)	Lucro líquido dividido pelos ativos totais	Al Amosh et al. (2024) Rahman et al. (2021)
Cobertura de analistas (ANALYSTS)	Número de analistas que acompanham a companhia	Mazzioni et al. (2024) Zhang e Wu (2023)
Idade da empresa (FAGE)	Logaritmo do número de anos desde a constituição da empresa	Ding e Wang (2025) Shah et al. (2024)
Política de remuneração em ESG (CESG)	Variável categórica, que assume 1 se a companhia possui remuneração atrelada ao desempenho ESG, 0 caso contrário	Lee et al. (2024) Nasta et al. (2024)
GDP per capita (GDP)	Logaritmo do Produto Interno Bruto per capita	Barman e Mahakud (2024) Pinheiro et al. (2024)
Índice Global de Inovação (GII)	Escala de 0 (baixa inovação) a 100 (alta inovação)	Proposição do estudo

A variável dependente é o desempenho ESG disponível no banco de dados Refinitiv Eikon<sup>®</sup>, com pontuação que varia em uma escala de 0 a 100. A pontuação 100 indica que uma determinada empresa atende a todos os critérios analisados pelo banco de dados, enquanto 0 indica que uma determinada empresa não atende qualquer critério analisado (Refinitiv, 2024). ESG é capturada nesta base de dados com cerca de 450 itens em nível de empresa, que são refletidos em 178 indicadores (Bofinger et al., 2022).

As variáveis independentes compreendem métricas da estrutura de capital (Abdullah et al., 2024; Al Amosh et al., 2024; Sharma et al., 2020; Sorge et al., 2017; Ungphakorn, 2024), para captar a preferência da empresa por financiamento por dívida ou capital próprio. Alinhado com estudos anteriores (Al Amosh et al., 2024; Barman & Mahakud, 2024; Ding & Wang, 2025; El Khoury et al., 2023; Khaled et al., 2021; Lee et al., 2024; Mazzioni et al., 2024; Nasta et al., 2024; Pinheiro et al., 2024; Rahman et al., 2021; Shah et al., 2025; Villarón-Peramato et al., 2018; Zhang & Wu, 2023;), variáveis de controle em níveis de empresas e de país foram selecionadas para controlar o efeito das variáveis independentes. Os dados das variáveis em nível de empresa foram coletadas na Refinitiv Eikon<sup>®</sup>. Os dados da variável GDP são produzidos pelo *International Monetary Fund* (IMF) e do GII pela *The World Intellectual Property Organization* (WIPO), coletados nos sites dessas organizações.

### 3.3 Especificação dos modelos

Nesta pesquisa, foram utilizados modelos de regressão como base da análise empírica para investigar o efeito da estrutura de capital no desempenho ESG. Considerando o fato de que a

variável dependente é truncada (escala de 0 a 100), utilizou-se a técnica Tobit para a análise. O modelo de regressão utilizado é o da equação 1:

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SER_{i,t} + \beta_2 TDA_{i,t} + \beta_3 STD_{i,t} + \Sigma Controle_{i,t} + Ano + Setor + País + \epsilon_{i,t}$$

### 3.4 Teste de Robustez

Além dos testes principais, testes adicionais foram realizados para conferir robustez aos resultados. Assim, a amostra total foi segregada em subamostras, considerando fatores específicos em nível das empresas e de país, considerando a adesão ou não ao Pacto Global da ONU (*Global Compact Signatory*), o sistema legal do país sede da empresa (se *Civil Law* ou outro regime), conforme a classificação do JuriGlobe (*World Legal System*) e do Índice de Percepção da Corrupção (*International Transparency*).

### 3.5 Análise dos Dados

Os modelos de regressão foram estimados usando os mínimos quadrados ordinários (MQO) com dados em painel desbalanceado, observadas as hipóteses de validade dos modelos econométricos. Em relação a distribuição normal dos dados, utilizou-se o teste Jarque-Bera, ainda que essa hipótese possa ser relaxada devido ao tamanho da amostra (Gujarati; Porter, 2009), com base no Teorema do Limite Central (CLT). A ausência de problemas de multicolinearidade foi aferida pelo teste *Variance Inflation Factor* (VIF). Da mesma forma, não houve problemas com autocorrelação dos resíduos, evidenciado pelo teste de *Durbin-Watson*. Por fim, para abordar a heterocedasticidade dos resíduos, foi utilizado o erro padrão de *White*, corrigido para heterocedasticidade (Gujarati & Porter, 2009).

## 4 Resultados

A Tabela 2 apresenta estatísticas descritivas das variáveis do estudo em nível de empresa.

**Tabela 2**

Estatísticas descritivas em nível de empresa (N = 12.738)

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
ESG	44,687	20,518	0,074	94,551
SER	0,480	0,202	0,063	0,911
TDA	0,246	0,167	0,000	0,669
STD	0,464	0,309	0,000	1,000
SIZE	24,299	2,693	16,05	33,753
ROA	0,049	0,068	-0,188	0,280
ANALI	8,795	8,341	0,000	57,000
FAGE	27,971	17,994	0,000	153,000

Os dados em nível de empresa indicam uma média total do desempenho ESG de 44,69, semelhante a estudos pregressos, como de Mazzioni et al. (2024), que constataram nas empresas dos países BRICS uma média ESG de 43,07, assim como de Ungphakorn (2024), que encontrou nas empresas de 19 países emergentes uma média ESG de 43,10. Estes valores médios sugerem que os níveis de desempenho ESG são modestos no contexto de economias emergentes.

Na análise das variáveis independentes de estrutura de capital, verifica-se que o capital próprio financia 48% dos investimentos totais, a relação média entre as dívidas onerosas e os ativos totais (TDA) é de 24,6%, enquanto a concentração das dívidas onerosas no curto prazo (STD) representa 46,4% do total. O retorno médio sobre os investimentos é de 4,9%, a idade média das empresas da amostra é de 28 anos e são acompanhadas, em média, por 8 analistas. Na análise da

existência de política de remuneração atrelada ao desempenho ESG, constatou-se que 2.006 (84,25%) observações são de empresas que adotam políticas C ESG e 10.732 observações de empresas que não adotam políticas C ESG (15,75%).

A Tabela 3 evidencia estatísticas descritivas das variáveis do estudo em nível de país, considerando o número de empresas, os valores médios do desempenho ESG e das variáveis de estrutura de capital. Além disso, adicionaram-se os valores médios do *Gross Domestic Product per capita* (GDP), *Corruption Perceptions Index* (CPI) e do *Global Innovation Index* (GII).

**Tabela 3**  
Média das variáveis principais por país

País	N	ESG	SER	TDA	STD	GDP	GII
África do Sul	126	56,535	0,451	0,247	0,339	3,804	33,210
Arábia Saudita	221	30,672	0,490	0,269	0,286	4,433	34,710
Brasil	615	52,160	0,383	0,338	0,219	3,956	33,340
Catar	113	23,434	0,549	0,287	0,285	4,810	34,630
Chile	260	49,170	0,415	0,312	0,200	4,175	36,160
China	5614	38,269	0,492	0,224	0,587	4,019	52,990
Colômbia	90	58,386	0,396	0,322	0,178	3,815	32,250
Coréia do Sul	954	48,723	0,489	0,230	0,468	4,532	57,700
Egito	59	29,440	0,383	0,255	0,660	3,552	25,540
Emirados Árabes Unidos	158	36,742	0,517	0,242	0,323	4,643	42,030
Filipinas	187	48,051	0,381	0,348	0,202	3,538	32,760
Grécia	131	50,934	0,377	0,311	0,218	4,297	37,800
Hungria	34	53,657	0,491	0,189	0,218	4,229	42,380
Índia	50	59,913	0,578	0,060	0,229	3,317	35,760
Indonésia	369	47,445	0,481	0,248	0,367	3,619	29,090
Kuwait	38	42,940	0,473	0,242	0,258	4,492	31,740
Malásia	705	45,372	0,549	0,218	0,442	4,043	42,230
México	377	50,719	0,432	0,310	0,157	4,022	34,030
Peru	174	41,188	0,476	0,232	0,259	3,850	30,850
Polônia	172	43,773	0,440	0,216	0,267	4,217	39,740
República Tcheca	10	56,685	0,324	0,253	0,186	4,389	47,880
Tailândia	709	52,274	0,479	0,323	0,386	3,843	37,160
Taiwan	1117	57,241	0,512	0,220	0,482	4,447	52,990
Turquia	455	58,691	0,418	0,271	0,516	4,031	37,900

Os dados em nível de país indicam que o valor médio do logaritmo GDP é de 4,0863 e do GII médio 38,12. O CPI médio é de 46,50, levemente superior à média mundial que é de aproximadamente 43 pontos. Dos 24 países da amostra, apenas onze possuem média superior a 50 pontos no desempenho ESG, na escala de 0 a 100. Para testar o efeito direto das variáveis de estrutura de capital sobre o desempenho ESG em empresas de economias emergentes, testes econométricos foram aplicados utilizando dados em painel desbalanceado.

#### 4.1 Análise das regressões

A Tabela 4 apresenta os resultados dos modelos econométricos aplicados utilizando dados em painel desbalanceado.

**Tabela 4**

Efeito direto da estrutura de capital sobre o desempenho ESG

Variáveis	ESG	ESG
SER	<b>-11,27686***</b>	<b>-12,77657***</b>
TDA	-1,665692	-1,890906
STD	<b>-7,256725***</b>	<b>-7,775139***</b>
SIZE	0,1430012**	0,2711005***
ROA	7,932588***	8,614918***
ANALYST	0,6014376***	0,6727979***
FAGE	0,1364054***	0,1413934***
CESG	16,59065***	14,88041***
LOG_GDP	4,532001***	3,885613***
GII	-0,2215038***	-0,2865677***
CONS	30,04646***	25,03864***
Observações	12,738	12,738
VIF Máximo	2,26	3,89
Durbin Watson	1,741168	1,769709
R-quadrado ajustado	0,0312	0,0347
EF país	No	No
EF setor	No	Yes
EF ano	No	Yes

Nota: Nível de significância ao nível de \*\*\*  $p < 0,01$ , \*\*  $p < 0,05$ , \*  $p < 0,1$ . Os valores apresentados são dos coeficientes.

Os achados sugerem que, em média, empresas com menor proporção de capital próprio (SER), apresentam desempenho ESG mais elevado, o que suporta não rejeitar a hipótese H1. Este resultado contrasta com os achados de Al Amosh et al. (2024), que não constataram efeito significativo sobre o desempenho ESG em empresas da Jordania. Sob a lente da Teoria da Agência, empresas financiadas mais intensivamente com capital próprio podem implementar mecanismos de monitoramento mais fracos e pressupor que os investimentos em ESG impactam negativamente os lucros (Fuadah & Kalsum, 2021). Gestores de empresas financiadas com capital próprio podem ter propensão para projetos com resultados de visibilidade financeira mais imediata, na presunção que investimentos em ESG são onerosos e parecem atender interesses próprios (Johnson, 2020).

As dívidas onerosas (TDA) apresentaram relação negativa não significativa com o desempenho ESG, diferente do esperado, o que apoia a não rejeição da hipótese H2. O sinal negativo se assemelha aos achados de Lemma et al. (2022), que observaram uma relação negativa entre ESG e o financiamento por dívida. Porém, não converge com os achados de Al Amosh et al. (2024), que encontraram efeito positivo significativo sobre o desempenho ESG em empresas da Jordania. Também contrasta com as evidências de Andrikopoulos et al. (2014) e Chen et al. (2021), que constataram impacto positivo da alavancagem financeira no desempenho ambiental e social. Na análise das empresas dos BRICS, Mazzioni et al. (2024) encontraram relação positiva da alavancagem sobre o desempenho ESG. Portanto, embora a dívida onerosa tenha apresentado indícios de atuar como um mecanismo disciplinador para restringir o uso de recursos discricionários (Jensen & Meckling, 1976), o efeito não é significativo.

A concentração de dívidas onerosas no curto prazo (STD) demonstrou-se relação negativa com o desempenho ESG, o que apoia rejeitar a hipótese H3. Quando considerados os aspectos de agência, as dívidas de curto prazo reforçam o monitoramento financeiro pelos credores (Li et al. 2024), estimulando o gerenciamento de riscos, inclusive aqueles ligados aos aspectos ESG (Huang & Ye, 2021). Ao reduzir os recursos sob controle dos gestores e o potencial uso ineficiente dos

recursos para benefícios privados, o vencimento da dívida no curto prazo tende a exercer um papel de controle do custo de agência do fluxo de caixa livre (Benlemlih, 2015). Contudo, nas economias emergentes investigadas não houve confirmação desse pressuposto.

De forma similar a estudos anteriores, as variáveis de controle representativas de características em nível de empresa, como tamanho da empresa (ex., El Khoury et al., 2023; Izcán & Bektas, 2022; Rahman & Alsayegy, 2021; Ungphakorn, 2024; Villarón-Peramato et al., 2018;), retorno sobre ativos (ex., Borghesi et al., 2014; Rahman & Alsayegy, 2021), número de analistas que acompanham a empresa (ex., He et al., 2022; Zhang & Wu, 2023), idade da empresa (ex., Kim et al., 2024; Shah et al., 2025) e remuneração baseada em metas não financeiras (ex., Lee et al., 2024; Nasta et al., 2024; Zeng et al., 2023), mostraram-se positivamente relacionadas com maior desempenho ESG.

À luz da Teoria da Agência, empresas maiores apresentam custos de agência mais elevados devido à assimetria de informações entre gestores, acionistas e financiadores, sendo mais propensas a divulgarem informações relacionadas à sustentabilidade (Khaled et al., 2021). Gestores de empresas mais lucrativas são mais propensos a se envolver com as atividades de sustentabilidade para dar suporte à continuidade de suas posições e acordos de remuneração (Sharma et al., 2020). Além disso, empresas lucrativas possuem mais recursos e capacidade de arcar com os custos associados às atividades ESG (Borghesi et al., 2014; Rahman et al., 2021).

A relação entre a remuneração do CEO e o desempenho ESG corrobora uma visão de contratação ideal e propensão às classificações futuras mais elevadas de ESG (Gillan et al., 2021), equilibrando os conflitos de interesses entre principal e agente. O número de analistas que acompanha a empresa representa um mecanismo externo de monitoramento e um incentivo para melhorar o desempenho ESG (He et al., 2022). A cobertura de analistas permite ampliar a transparência das informações, reduzir o atrito no mercado de capitais, aumentar o acesso das empresas para oportunidades de financiamento externo e atrair investidores com foco em ESG para realizarem mais investimentos ESG (Zhang & Wu, 2023).

Nas características em nível de país, os achados da pesquisa indicaram relação estatisticamente positiva entre o PIB *per capita* e desempenho ESG, consistente com os resultados de Diaye et al. (2022), Ho et al. (2019) e Yousefian et al. (2023). Adicionou-se ao estudo a métrica que capta o índice global de inovação do país, que apresentou uma relação negativa com o desempenho ESG das empresas. Uma possível explicação é que governos em economias emergentes costumam oferecer incentivos para inovação (ex., isenções fiscais) e atribuem menor ênfase para as regulações ESG, assim, as empresas tendem a priorizar a inovação, impactando negativamente o desempenho ESG.

## **4.2 Análises de robustez**

Para assegurar a consistência dos resultados, testes adicionais foram realizados. Para tanto, a amostra foi segregada em grupos: empresas com adesão ao Pacto Global e empresas sem adesão ao Pacto Global da ONU; empresas localizadas em países com sistema legal *Civil Law* e empresas com outro sistema legal (*Common Law* ou misto); empresas localizadas em países com maior e menor índice de transparência conforme a mediana da amostra. Os resultados são apresentados na Tabela 5.

**Tabela 5**

Efeito direto da estrutura de capital sobre o desempenho ESG tendo adesão ao Pacto Global

Variáveis	Pacto Global		Sistema Legal		Nível de Transparência	
	Sim	Não	Civil Law	Outros	Maior	Menor
SER	-12,29479***	-11,45418***	-10,76681***	-13,78884***	-16,45796***	-10,17408***
TDA	-8,179585***	-0,947325	5,412517*	-6,342515***	-4,45053**	-2,47719
STD	-1,623088	-7,111586***	-2,953038*	-8,065546***	-8,240048***	-6,158976***
SIZE	0,5905986***	-0,1922494**	1,260798***	0,0046357	-0,5259884***	0,9487101***
ROA	24,29253***	7,60664***	13,2785**	6,521511**	17,08557***	-0,2098984
ANALYST	0,413504***	0,6601762***	0,8286738***	0,692855***	0,7457789***	0,5855487***
FAGE	0,0793342***	0,1380485***	0,0764789***	0,1866166***	0,1664543***	0,0650669***
CESG	10,3201***	14,13891***	15,24101***	13,65891***	14,51757***	14,88891***
LOG_GDP	9,315904***	1,269286	-4,792245*	3,872729***	-0,4296735	15,32846***
GII	-0,4101318***	-0,1411028***	0,2026455	-0,0550807**	0,2299351***	15,32846***
CONS	17,5993***	35,98946***	16,70496	20,80902***	41,21699***	-23,3462**
Observações	1.758	10.980	3.027	9.711	6.252	6.486
VIF Máximo	3,99	4,38	3,45	4,42	5,03	4,84
Durbin Watson	1,995008	1,980455	1,870659	1,787863	1,852485	1,814925
R2 ajustado	0,0346	0,0275	0,0397	0,0335	0,0351	0,0447
EF país	No	No	No	No	No	No
EF setor	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
EF ano	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

Nota: Nível de significância ao nível de \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1. Os valores apresentados são dos coeficientes.

Os achados da pesquisa indicam que a menor participação de capital próprio (SER) manteve o comportamento da amostra principal, sugerindo que a busca de financiamento por dívida impulsiona o desempenho ESG das empresas, o que suporta não rejeitar a hipótese H1. Isso sugere que nas empresas de economias emergentes, a maior presença de capital próprio está associada com maior liberdade gerencial para evitar investimentos em práticas que não maximizem resultados financeiros de curto prazo, como odo ESG.

As dívidas onerosas (TDA) indicam influência negativa significativa sobre o desempenho ESG, para empresas com adesão ao Pacto Global e empresas sediadas em países com regime *Legal Common Law* ou misto e com maior transparência. Nestes ambientes, a H2 poderia ser confirmada. Nos ambientes com maior transparência e de regime *Common Law*/misto, os credores podem exercer maior poder *enforcement* e empresas com maiores volumes de dívidas podem ser exigidas a priorizar liquidez, desempenho financeiro de curto/médio prazo e maior disciplina de gastos. A pressão dos credores também condiciona a redução de investimentos ESG, percebidos como custos não essenciais, mesmo que a empresa declare adesão ao Pacto Global.

A concentração de dívidas onerosas no curto prazo (STD) manteve o comportamento da amostra principal, exceto para empresas com adesão aos Pacto Global. Os resultados reforçam a recusa da H3. Os resultados sugerem que empresas atuantes em economias emergentes com menores proporções de dívida onerosa no curto prazo estão sob menor pressão imediata por liquidez e maior folga de caixa, possibilitando investimentos em ESG.

## 5 Conclusões e implicações

Os resultados da pesquisa revelam que, de modo geral, há uma relação negativa entre a estratégia de financiamento por capital próprio e o desempenho ESG em empresas sediadas em um amplo conjunto de países emergentes. Este primeiro achado é importante, pois reforça o

posicionamento de que empresas financiadas de forma mais ampla por capital dos proprietários sofrem pressões mais brandas para assumir compromissos com projetos que podem envolver resultados difusos e de prazos mais longos. Neste contexto, sob a lente da teoria da agência, os gestores estão mais propensos a negligenciar o escrutínio adicional imposto pelos contratos de dívidas e reduzir investimentos relacionados ao ESG.

O segundo achado relevante da pesquisa é que o volume de dívidas onerosas demonstrou atuar como mecanismo disciplinador e restritivo ao uso de recursos discricionários para melhorar o desempenho ESG em ambientes específicos. Os achados são consistentes para países mais transparentes e com sistema jurídico baseado em princípios, principalmente, por ser um contexto mais propício para os credores utilizarem o poder de escrutínio na disciplina de gastos e do retorno financeiro de curto prazo. Esta tendência também foi verificada para empresas com adesão ao Pacto Global.

O terceiro achado importante é que a concentração de dívidas onerosas no curto prazo demonstrou influência negativa consistente sobre o desempenho ESG. Este comportamento pode indicar o comportamento dos credores, em privilegiar a liquidez em detrimento de práticas voluntárias ou a inovação em práticas ESG. Embora não tenha sido foco do estudo, destaca-se a consistência da política de remuneração baseada em desempenho ESG e da cobertura dos analistas em influenciar positivamente o desempenho ESG das empresas. O primeiro consubstancia-se em um incentivo gerencial e o segundo em um mecanismo de monitoramento que impulsionam práticas responsáveis.

A pesquisa apresenta implicações teóricas e práticas. Na perspectiva teórica, o estudo evidencia possibilidades para explicar o fenômeno do desempenho ESG, como a estrutura de capital das empresas no contexto de economias emergentes. O estudo acrescenta à literatura gerencial ao apresentar uma abordagem original ao investigar um amplo número de economias emergentes e considerar a estrutura de capital como fator explicativo do desempenho ESG, enquanto a abordagem tradicional considera o desempenho ESG como fator explicativo da estrutura de capital. Assim, sob a lente da teoria da agência, o desempenho ESG reflete o comportamento gerencial para mitigar conflitos de agência e reduzir o risco para os credores e investidores.

Implicações práticas decorrem do estudo para uma ampla gama de *stakeholders*, incluindo financiadores, gestores e formuladores de políticas de governo. Os financiadores, especialmente as instituições financeiras, desempenham um papel relevante no fornecimento de capital aos negócios. Para esses, os achados da pesquisa fornecem subsídios que facilitam o processo e reduzem custos de financiamento para empresas com preocupações de sustentabilidade. Aos gestores, os resultados contribuem na tomada de decisões de financiamento mais apropriadas, com vistas em garantir a competitividade da empresa. Aos formuladores de políticas, os resultados fornecem *insights* para direcionar o desempenho não financeiro das empresas e estimular a melhoria do desempenho ESG.

O estudo apresenta limitações que podem inspirar novas pesquisas. Primeiro, o fato de ter restringido a pesquisa ao ambiente de economias emergentes, o que impede a generalização dos resultados para outras realidades. Segundo, os resultados apresentam limitações devido à ausência de outras avaliações (ex., considerar a defasagem da estrutura de capital sobre o desempenho ESG). Terceiro, outros fatores explicativos podem ser adicionados nesta pesquisa e subsidiar posteriores comparativos. Estas limitações abrem perspectivas para investigações futuras elucidar estas lacunas, inclusive, ao comparar economias emergentes e desenvolvidas, de forma conjunta.

## Referências

- Abdullah, A., Yamak, S., Korzhenitskaya, A., Rahimi, R., & McClellan, J. (2024). Sustainable development: the role of sustainability committees in achieving ESG targets. *Business Strategy and the Environment*, 33(3), 2250-2268. <https://doi.org/10.1002/bse.3596>
- Adeneye, Y. B., Kammoun, I., & Ab Wahab, S. N. A. (2023). Capital structure and speed of adjustment: the impact of environmental, social and governance (ESG) performance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 14(5), 945-977. <https://doi.org/10.1002/csr.1965>
- Al Amosh, H., Khatib, S.F., Alkurdi, A., & Bazhair, A.H. (2024). Capital structure decisions and environmental, social and governance performance: insights from Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 22(4), 972-989. <https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2021-0453>
- Alotaibi, K. O., & Hussainey, K. (2016). Determinants of CSR disclosure quantity and quality: Evidence from non-financial listed firms in Saudi Arabia. *International Journal of Disclosure and Governance*, 13(4), 364-393. <https://doi.org/10.1057/jdgd.2016.2>
- Aman, H., & Nguyen, P. (2013). Does good governance matter to debtholders? Evidence from the credit ratings of Japanese firms. *Research in International Business and Finance*, 29, 14-34. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.02.002>
- Andrikopoulos, A., Samitas, A., & Bekiaris, M. (2014). Corporate social responsibility reporting in financial institutions: evidence from Euronext. *Research in International Business and Finance*, 32(2), 27-35. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2014.02.001>
- Bae, K.H., El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C.C., & Zheng, Y. (2019). Does corporate social responsibility reduce the costs of high leverage? Evidence from capital structure and product market interactions. *Journal of Banking and Finance*, 100(1), 135-150. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.11.007>
- Baldini, M., Maso, L.D., Liberatore, G., Mazzi, F., & Terzani, S. (2018). Role of country- and firm-level determinants in environmental, social, and governance disclosure. *Journal of Business Ethics*, 150, 79-98. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3139-1>
- Barman, S., & Mahakud, J. (2024). Corruption and sustainability disclosure-firm performance sensitivity: an international evidence. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JFRA-01-2024-0040>
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71-86. <https://doi.org/10.1108/JFRA-01-2024-0040>
- Benlemlih, M. (2015). Corporate Social Responsibility and firm debt maturity. *Journal of Business Ethics*, 144(3), 491-517. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2856-1>
- Bhuiyan, M.B.U., & Nguyen, T.H.N. (2020). Impact of CSR on cost of debt and cost of capital: Australian evidence. *Social Responsibility Journal*, 16(3), 419-430. <https://doi.org/10.1108/SRJ-08-2018-0208>
- Bofinger, Y., Heyden, K. J., & Rock, B. (2022). Corporate social responsibility and market efficiency: Evidence from ESG and mis valuation measures. *Journal of Banking & Finance*, 134, 106322. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106322>

- Borghesi, R., Houston, J. F., Naranjo, A. (2014). Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests. *Journal of Corporate Finance*, 26, 164-181. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.03.008>
- Campos-Rasera, P. P., Passos, G. A., & Colauto, R. D. (2021). A estrutura de capital influencia a responsabilidade social corporativa? Uma análise das companhias nas maiores economias do mundo. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 15, e174007. <http://dx.doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2021.174007>
- Carney, M., Gedajlovic, E., & Sur, S. (2011). Corporate governance and stakeholder conflict. *Journal of Management and Governance*, 15(3), 83-507. <https://doi.org/10.1007/s10997-010-9135-4>
- Chen, S., Wang, Y., Albitar, K., & Huang, Z. (2021). Does ownership concentration affect corporate environmental responsibility engagement? The mediating role of corporate leverage. *Borsa Istanbul Review*, 21(1), 13-24. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.02.001>
- Chen, Y., Li, T., Zeng, Q., & Zhu, B. (2023). Effect of ESG performance on the cost of equity capital: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 83, 348-364. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.09.001>
- Chouaibi, Y., Rossi, M., & Zouari, G. (2021). The effect of corporate social responsibility and the executive compensation on implicit cost of equity: evidence from French ESG data. *Sustainability*, 13(20), 11510. <https://doi.org/10.3390/su132011510>
- Dal Maso, L., Liberatore, G., & Mazzi, F. (2017). Value relevance of stakeholder engagement: the influence of national culture. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(1), 44-56. <https://doi.org/10.1002/csr.1390>
- Diaye, M.A., Ho, S. H., & Oueghlissi, R. (2022). ESG performance and economic growth: a panel co-integration analysis. *Empirica*, 49(1), 99-122. <https://doi.org/10.1007/s10663-021-09508-7>
- Ding, H., & Wang, Z. (2025). The Influence of institutional pressures on environmental, social, and governance responsibility fulfillment: insights from Chinese listed firms. *Sustainability*, 17, 3982. <https://doi.org/10.3390/su17093982>
- El Khoury, R., Nasrallah, N., & Alareeni, B. (2023). ESG and financial performance of banks in the MENAT region: concavity-convexity patterns. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(1), 406-430. <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1929807>
- Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79, 102097. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>
- Ellili, O. D. N. (2020). Environmental, social, and governance disclosure, ownership structure and cost of capital: Evidence from the UAE. *Sustainability*, 12(18), 7706. <https://doi.org/10.3390/su12187706>
- Fuadah, L. L., & Kalsum, U. (2021). The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of tax aggressiveness in Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 209-216. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no3.0209>
- Fernández-Guadaño, J., & Sarria-Pedroza, J. H. (2018). Impact of Corporate Social Responsibility on value creation from a stakeholder perspective. *Sustainability*, 10(6), 20662. <https://doi.org/10.3390/su10062062>

- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Guo, K., Bian, Y., Zhang, D., & Ji, Q. (2024). ESG performance and corporate external financing in China: The role of rating disagreement. *Research in International Business and Finance*, 69, 102236. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102236>
- Hamdi, K., Guenich, H., & Ben Saada, M. (2022). Does corporate financial performance promote ESG: Evidence from US firms. *Cogent Business & Management*, 9(1), 2154053. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2154053>
- Hassan, M. K., Chiaramonte, L., Dreassi, A., Paltrinieri, A., & Piserà, S. (2023). Equity costs and risks in emerging markets: are ESG and sharia principles complementary? *Pacific-Basin Finance Journal*, 77, 101904. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101904>
- He, F., Du, H., & Yu, B. (2022). Corporate ESG performance and manager misconduct: evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 82, 102201. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.09.004>
- Ho, S. H., Oueghlissi, R., & El Ferktaji, R. (2019). The dynamic causality between ESG and economic growth: Evidence from panel causality analysis. MPRA - Munich Personal RePEc Archive. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/95390/>
- Huang, H., & Ye, Y. (2021). Rethinking capital structure decision and corporate social responsibility in response to COVID-19. *Accounting and Finance*, 61(3), 4757-4788. <https://doi.org/10.1111/acfi.12740>
- International Monetary Fund – IMF. GDP per capita. current prices. <https://www.imf.org/external/datamapper/ngdpdpc@weo/advec/weoworld/twn/chn/zaf>
- Izcan, D., & Bektas, E. (2022). The relationship between ESG scores and firm-specific risk of Eurozone Banks. *Sustainability*, 14, 8619. <https://doi.org/10.3390/su14148619>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Johnson, R. (2020). The link between environmental, social and corporate governance disclosure and the cost of capital in South Africa. *Journal of Economic and Financial Studies*, 13(1), 1–12. <https://doi.org/10.4102/jef.v13i1.543>
- JuriGlobe. World Legal System – WLS. <https://www.juriglobe.ca/eng/sys-juri/class-poli/common-law.php>
- Khaled, R., Ali, H., & Mohamed, E. K. (2021). The Sustainable Development Goals and corporate sustainability performance: mapping. extent and determinants. *Journal of Cleaner Production*, 311, 127599. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.127599>
- Khan, M. A., Hassan, M. K., Maraghini, M. P., Paolo, B., & Valentinuz, G. (2024). Valuation effect of ESG and its impact on capital structure: evidence from Europe. *International Review of Economics and Finance*, 91, 19-35. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.01.002>
- Kim, D., Shin, D., Lee, J., & Noh, G. (2024). Sustainability from institutionalism: determinants of Korean companies' ESG performances. *Asian Business & Management*, 23(3), 393-425. <https://doi.org/10.1057/s41291-024-00271-8>

- Lee, J., Koh, K. R., & Shim, E. D. (2024). Managerial incentives for ESG in the financial services industry: direct and indirect association between ESG and executive compensation. *Managerial Finance*, 50(1), 10-27. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2023-0149>
- Lemma, T. T., Muttakin, M., & Mihret, D. (2022). Environmental, social, and Governance performance, national cultural values and corporate financing strategy. *Journal of Cleaner Production*, 373, 133821. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.133821>
- Li, W., Padmanabhan, P., & Huang, C. H. (2024). ESG and debt structure: Is the nature of this relationship nonlinear? *International Review of Financial Analysis*, 91, 103027. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.103027>
- Maama, H., & Marimuthu, F. (2021). Integrated reporting and cost of capital in sub-Saharan African countries. *Journal of Applied Accounting Research*, 23(2), 381-401. <https://doi.org/10.1108/JAAR-10-2020-0214>
- Malik, N., & Kashiramka, S. (2024). Impact of ESG disclosure on firm performance and cost of debt: empirical evidence from India. *Journal of Cleaner Production*, 448, 141582. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2024.141582>
- MSCI Global Market Accessibility Review. 2023. <https://www.msci.com/documents/1296102/a37efcf1-4584-6114-ca20-6ca94f1acbc0>
- Mazzioni, S., Soschinski, C. K., Leite, M., Dal Magro, C. B., Sanches, S. L. R. (2024). ESG performance in emerging economies. *Macro Management & Public Policies*, 6(1), 21-35. <https://doi.org/10.30564/mmpp.v6i1.6202>
- Mnif, Y., & Kchaou, J. (2025). Sustainability assurance joint provision and assurance statement readability: does the assurance provider gender diversity matter? *Journal of Applied Accounting Research*, 26(1), 1-27. <https://doi.org/10.1108/JAAR-04-2023-0117>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48, 261-297.
- Nasta, L., Magnanelli, B. S., & Ciaburri, M. (2024). From profits to purpose: ESG practices, CEO compensation and institutional ownership. *Management Decision*, 62(13), 46-68. <https://doi.org/10.1108/MD-06-2023-0932>
- Nguyen, J. H., & Phan, H. V. (2020). Carbon risk and corporate capital structure. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101713. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101713>
- Pinheiro, A. B., Behm, A. J. B., Do Prado, N. B., & Mazzioni, S. (2024). The impact of board composition on ESG performance: Comparing results from symmetrical and asymmetrical approaches. *Business Strategy & Development*, 7(3), e424. <https://doi.org/10.1002/bsd2.424>
- Rahman, R. A., Alsayegh, M. F. (2021). Determinants of corporate environment, social and governance (ESG) reporting among Asian firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(4), 167. <https://doi.org/10.3390/jrfm14040167>
- Raimo, N., Caragnano, A., Zito, M., Vitolla, F., & Mariani, M. (2021). Extending the benefits of ESG disclosure: the effect on the cost of debt financing. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(4), 1412-1421. <https://doi.org/10.1002/csr.2134>
- Refinitiv. (2024). Environmental, Social and Governance (ESG) Data. Retrieved from <https://www.lseg.com/en/data-analytics/sustainable-finance/esg-scores>
- Shah, S. Q. A., Lai, F. W., Shad, M. K., Hamad, S., & Ellili, N. O. D. (2025). Exploring the effect of enterprise risk management for ESG risks towards green growth. *International Journal*

- of Productivity and Performance Management*, 74(1), 224-249.  
<https://doi.org/10.1108/IJPPM-10-2023-0582>
- Sharma, P., Panday, P., & Dangwal, R. C. (2020). Determinants of environmental, social and corporate governance (ESG) disclosure: a study of Indian companies. *International Journal of Disclosure and Governance*, 17(4), 208-217. <https://doi.org/10.1057/s41310-020-00085-y>
- Sorge, M., Zhang, C., & Koufopoulos, K. (2017). Short-term corporate debt around the world. *Journal of Money, Credit and Banking*, 49(5), 997-1029.  
<https://doi.org/10.1111/jmcb.12403>
- Tang, H. (2022). ESG performance, investors' heterogeneous beliefs, and cost of equity capital in China. *Frontiers in Environmental Science*, 10, 992559.  
<https://doi.org/10.3389/fenvs.2022.992559>
- Transparency International - TI. Corruption Perceptions Index.  
<https://www.transparency.org/en/cpi/2023>
- Tristiarini, N., Prawitasari, D., Sumaryati, A., & Pamungkas, I. D. (2021). The role of debt as control mechanism for CSR activity and corporate values in Indonesia. *Journal of Hunan University Natural Sciences*, 48(4).
- Ungphakorn, T. (2024). Effects of country- and firm-specific factors on ESG performance: a cross country analysis for emerging markets. *Journal of Electrical Systems*, 20, 1705-1714.  
<https://doi.org/10.52783/jes.2233>
- Villarón-Peramato, O., García-Sánchez, I.-M., & Martínez-Ferrero, J. (2018). Capital structure as a control mechanism of a CSR entrenchment strategy. *European Business Review*, 30(3), 340-371. <https://doi.org/10.1108/EBR-03-2017-0056>
- World Intellectual Property Organization – WIPO. Global Innovation Index.  
<https://www.wipo.int/gii-ranking/en/>
- Yang, S., He, F., Zhu, Q., & Li, S. (2018). How does corporate social responsibility change capital structure? *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 25(3-4), 352-387.  
<https://doi.org/10.1080/16081625.2017.1354710>
- Yousefian, M., Bascompta, M., Sanmiquel, L., & Vintro, C. (2023). Corporate social responsibility and economic growth in the mining industry. *The Extractive Industries and Society*, 13, 101226. <https://doi.org/10.1016/j.exis.2023.101226>
- Zamil, I. A., Ramakrishnan, S., Jamal, N. M., Hatif, M. A., & Khatib, S. F. A. (2021). Drivers of corporate voluntary disclosure: a systematic review. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 21(2), 232-267. <https://doi.org/10.1108/JFRA-04-2021-0110>
- Zeng, Y., Zhao, X., & Zhu, Y. (2023). Equity incentives and ESG performance: evidence from China. *Finance Research Letters*, 58, 104592. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104592>
- Zhang, C., & Wu, X. (2023). Analyst coverage and corporate ESG performance. *Sustainability*, 15(17), 12763. <https://doi.org/10.3390/su151712763>
- Zhao, X., & Zhang, H. (2024). How does ESG performance determine the level of specific financing in capital structure? New insights from China. *International Review of Financial Analysis*, 95, 103508. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103508>