Insper

Programa de Mestrado Profissional em Administração

Rodrigo da Silveira Gomes

IMPACTO DAS PRÁTICAS SUSTENTÁVEIS NO RETORNO DE AÇÕES DE EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS EM BOLSA

São Paulo

2022

Rodrigo da Silveira Gomes

Impacto das práticas sustentáveis no retorno de ações de empresas brasileiras listadas em bolsa

Dissertação apresentada ao programa de Mestrado Profissional em Administração do INSPER – Instituto de Ensino e Pesquisa como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração.
Orientador: Prof ª Drª Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi.

São Paulo

2022

Gomes, Rodrigo da Silveira
Impacto das práticas Sustentáveis no retorno de ações de empresas brasileiras listadas em bolsa
Rodrigo da Silveira Gomes. – São Paulo, 2022.
26 f.

Dissertação (Mestrado – Programa de Mestrado Profissional em Administração. Área de Concentração: Estratégia) – Insper, 2022
Orientador: Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi

1.Sustentabilidade. 2. Social. 3. Governança. 4. Retorno Acionário. 5. Fatores de Risco I. Rodrigo da Silveira Gomes. II. Impacto das práticas sustentáveis no retorno de ações de empresas brasileiras listadas em bolsa

Rodrigo da Silveira Gomes

Impacto das práticas sustentáveis no retorno de ações de empresas brasileiras listadas em bolsa

Dissertação apresentada ao programa de Mestrado Profissional em Administração do INSPER – Instituto de Ensino e Pesquisa como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração.
Orientador: Prof ª Drª Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi.

Banca Examinadora

_____

Andrea Fonseca Accioly Minardi

Insper

_____

Priscila Fernandes Ribeiro

Insper

_____

Richard Saito

Fundação Getúlio Vargas

Resumo

O debate sobre sustentabilidade vem se aprofundando intensamente nos últimos anos. Dada a relevância do tema, é imprescindível que órgãos públicos e privados sejam protagonistas nessa dinâmica. Ainda que não haja um consenso acadêmico sobre aspectos relevantes do tema, os conceitos *Environmental, Social and Governance* (ESG) já possuem lugar de destaque na realidade diária dos executivos no mundo empresarial. Uma das abordagens para entender esse efeito é analisar se existe prêmio de risco atribuído pelo mercado para a adoção dessas iniciativas. A literatura recente sugere que a adoção de práticas ESG aumenta a percepção de qualidade dos ativos e pode ser critério relevante para a tomada de decisão dos gestores de fundos de investimentos. No entanto, não há na literatura estudos que exploram a relação entre ESG e o retorno das ações das empresas listadas em bolsa. O objetivo primário desse estudo é então preencher esta lacuna da literatura e testar a hipótese de que há uma associação entre o rating ESG das empresas e o respectivo prêmio de risco associado. Através de dados públicos coletados, foram avaliadas 67 empresas de capital aberto no Brasil entre o período de 2013 a 2021. A partir de análise dos dados, foi possível concluir que existe uma relação entre a adoção de práticas ESG o retorno das empresas de capital aberto, porém não há significância estatística em relação ao valor médio do prêmio de risco atribuído pelo mercado de capitais.

Palavras-chave: Sustentabilidade. Social. Governança. Retorno acionário. Fatores de Risco

Abstract

The discussion and debate on sustainability has been deepening in recent years. Given the relevance of the topic, it is essential that public and private organizations be protagonists in this dynamic. Although there is no academic consensus on relevant aspects of the subject, the Environmental, Social and Governance (ESG) concepts already have a prominent place in the reality of executives in the business world. One of the relevant aspects to understand this is to analyze whether there is a risk premium attributed by the market for the adoption of these initiatives. Recent literature suggests that the adoption of ESG practices increases the perception of asset quality and may be a relevant criterion for investment managers' decision. However, authors empirically test the relationship between ESG and the stock return of listed companies. The primary objective of this study is therefore to fill this gap in the literature and test the hypothesis that there is an association between the ESG rating of companies and the associated risk premium. Through public data collected, 67 publicly traded companies in Brazil were evaluated between the period from 2013 to 2021. From the data analysis, it was possible to conclude that there is a relationship between the adoption of ESG practices and the return of publicly traded companies, but there is no statistical significance in relation to the average value of the risk premium attributed by the capital market.

Keywords: Sustainability. Social. Governance. Share return. Risk factors

Sumário Executivo

Nos últimos anos, muito vem sendo discutido sobre o impacto gerado por entidades privadas e públicas nos mais diversos âmbitos. Dentro desse contexto, temas relacionados a meio ambiente, aspectos sociais e governança possuem notável protagonismo. São as denominadas práticas ESG *(Environmental, Social and Governance,* em português, Ambiental, Social e Governança), cujo termo foi criado em 2004 a partir de uma apresentação do secretário-geral da ONU a presidentes de grandes instituições financeiras, sobre como integrar fatores sociais, ambientais e de governança ao mercado de capitais. Sendo assim, o interesse de agentes econômicos sobre o tema aumentou de maneira significativa, e, portanto, sendo imprescindível a contínua evolução da literatura sobre o tema. Como exemplo para ilustrar a relevância, temos que 88% dos cotistas do fundo de investimentos BlackRock sinalizaram sustentabilidade como critério prioritário para alocação dos recursos sob gestão.

A amostra utilizada para análise consiste em empresas brasileiras de capital aberto que possuem dados públicos relacionados a adoção de práticas ESG (rating ESG), como proxy da qualidade das práticas sustentáveis adotadas pelas organizações.

Para este trabalho, foi analisada a existência de prêmio de risco atribuído pelo mercado a adoção de práticas ESG, para medir o impacto da adoção de tais práticas no valor das ações das empresas do mercado brasileiro. Dessa forma, o trabalho foi segmentado em duas etapas: a primeira, na qual foram segmentadas três carteiras, com base nos ratings ESG, as quais foram balanceadas anualmente, para identificação do prêmio de risco. A segunda análise consistiu em realizar a regressão por dois estágios para estimação do valor do prêmio de risco. Vale mencionar que não temos no Brasil trabalhos relevantes que tenham explorado essa temática, a qual já foi explorada com mais minuciosidade em artigos de periódicos renomados internacionalmente.

Através da análise dos prêmios diários entre os anos de 2013 e 2021, foi possível concluir após a realização dos respectivos testes estatísticos: para a primeira análise, podemos concluir que existe um prêmio de risco maior para empresas com piores práticas ESG, dado o maior retorno para as carteiras com pior rating. Além disso, através da montagem da carteira autofinanciada, constituída pela diferença de retornos entre maior e pior rating, reafirmando essa conclusão, com significância estatística. Para a segunda análise, não pudemos rejeitar a hipótese nula de que o prêmio de risco seria diferente de zero com significância estatística. Dessa forma o trabalho permite concluir que existem evidências de que a adoção de práticas ESG represente um menor risco para os detentores de ativos.

Como limitações do estudo, temos que foram analisadas somente empresas com rating Refinitiv, ou seja, que divulgam relatório de sustentabilidade. Essa por si só e uma amostra viesada, pois é um conjunto de empresas que potencialmente têm práticas melhores que as outras empresas que não divulgam relatórios.

Este estudo possui relevância visto que contribui para o desenvolvimento da literatura sobre o assunto, o qual possui elevado potencial para mais pesquisas e contribuições para o mercado financeiro, os órgãoes governamentais, e por conseguinte a sociedade de modo geral.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 9
2 REVISÃO DE LITERATURA E HIPÓTESES..... 11
3 BASE DE DADOS E METODOLOGIA 15
4 RESULTADOS..... 18
5 CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS..... 20

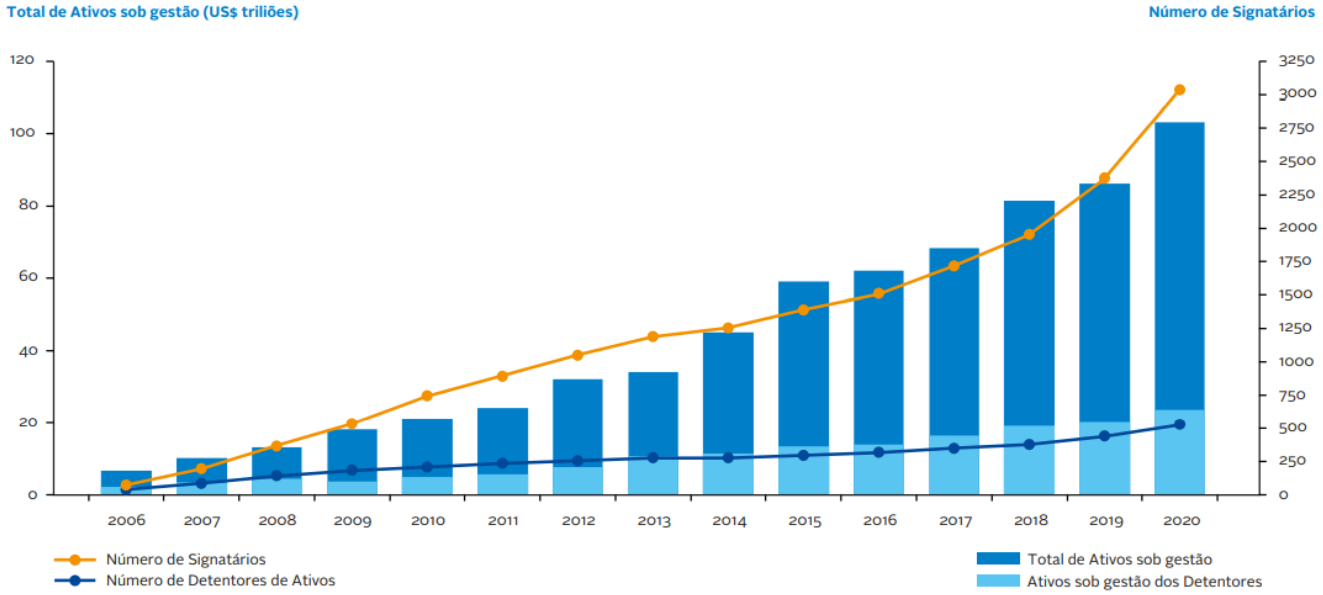
1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, o interesse por temas relacionados à sustentabilidade socioambiental e governança aumentou de forma significativa. Diversos agentes da sociedade como governos, empresas, organizações sem fins lucrativos e cidadãos de modo geral passaram a buscar mecanismos para promover e fomentar ações nesta direção, gerando impacto positivo para as comunidades em que atuam. Dentro desse contexto, o interesse dos agentes do mercado de capitais, em especial gestores de fundos de investimentos, que possuem responsabilidade fiduciária de longo prazo, aumentou consideravelmente, tornando ainda mais relevante o contínuo desenvolvimento da literatura sobre o tema.

Em 2006, houve o primeiro grande marco referente a visibilidade e relevância dos temas relacionados a ESG (sigla em inglês para Ambiental, Social e Governança), que foi a criação do PRI (Principles of Responsible Investment – em português, Princípios do Investimento Responsável). Fundado neste mesmo ano e apoiado pela Organização das Nações Unidas (ONU), o PRI tornou-se a rede líder e a maior iniciativa mundial para investidores compromissados com o investimento responsável e retornos sustentáveis de longo prazo. A Plataforma de Colaboração fornece registros relacionados a essas temáticas coletadas objetivamente, registrados e datados com precisão (DIMSON, KARAKAS e LI, 2021). Os órgãos reguladores devem atuar para que os proprietários de ativos cumpram seus deveres com os beneficiários, logo suas responsabilidades devem se estender além do perfil de risco/retorno estritamente financeiro para incluir também o papel mais amplo que os investimentos desempenham em economias e sociedades.

A evolução do número de signatários do PRI, número de detentores de ativos, total de ativos sob gestão e ativos sob gestão dos detentores pode ser vista abaixo no Gráfico 1.

Gráfico 1: Evolução do total de ativos sob gestão e do número de signatários do PRI



Fonte: Principles of Responsible Investment

O crescimento do interesse pelo investimento responsável está sendo orientado por diversos motivos, dentre os quais podemos citar (PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT,2021):

- Pelo reconhecimento de que as questões ESG são importantes financeiramente;
- Pelo entendimento de que a integração destes temas são parte do compromisso fiduciário do investidor com seus clientes e beneficiários;
- Pela preocupação com o impacto no desempenho da companhia, retorno do investimento e comportamento do mercado de se pensar somente no curto prazo;
- Pelos requisitos regulatórios para que os investidores exerçam seus direitos e responsabilidades como detentores de ativos;
- Pela pressão dos competidores que buscam se diferenciar por meio do investimento responsável;
- Por motivações éticas dos investidores, clientes e beneficiários.

Empresas que buscam obter vantagem competitiva sustentável no mercado em que atuam precisam possuir recursos valiosos, raros e difíceis de serem replicados, conforme abordagem de Visão Baseada em Recursos (Resource Based View – RBV). Discussões referentes a ESG estão ganhando relevância no mundo empresarial, principalmente devido ao aumento da complexidade envolvida nessas questões (PASTOR, STAMBAUGH e TAYLOR 2021). Como exemplo, temos que 88% dos cotistas do fundo de investimentos BlackRock sinalizaram sustentabilidade como critério prioritário para alocação dos recursos sob gestão (BLACKROCK, 2020). Por conseguinte, empresas de diversos setores buscam desenvolver práticas que as possibilitem gerar impacto positivo nos ecossistemas nos quais atuam. O desenvolvimento de práticas ESG deve, além de configurar uma vantagem competitiva, representar também uma componente positiva na atratividade dos ativos vinculados a essas empresas, como ações e títulos de dívida, com menor percepção de risco pelo mercado e, portanto, afetando também a precificação atribuída a esses ativos.

Conforme exposto por Johnson et al. (2007) as companhias utilizam seus recursos e capacidades com o intuito de usufruir das oportunidades do mercado e diminuir as ameaças que podem ser geradas pelos concorrentes, desenvolvendo assim uma vantagem competitiva própria e diferenciada, já para Barney e Hesterly (2011) uma companhia possui uma vantagem competitiva quando ela atinge um valor econômico maior que os concorrentes através do uso de recursos e capacidade estratégica nos seus serviços e produtos.

O interesse em ESG do ponto de vista corporativo é indicado pelo Governance & Accountability Institute, que em 2018 relatou que 86% das empresas do S&P 500 divulgaram relatórios de sustentabilidade ou responsabilidade corporativa em comparação com pouco menos de 20% em 2011 (GILLAN, KOCH e STARKS, 2021). Existe o interesse e expectativa do mercado de que fatores ESG podem afetar a percepção de riscos enfrentados pelas empresas e, em última análise, o custo de capital, refletido na expectativa de um prêmio negativo de retorno para ações mais sustentáveis. As companhias com pior desempenho ESG tendem a ter classificações de crédito mais baixas e spreads de performance mais elevados, principalmente se estiverem localizadas em estados com regulamentações mais rígidas (PASTOR, STAMBAUGH e TAYLOR 2021).

O senso comum por parte dos agentes de mercado sugere que esses ativos trazem maior retorno ao longo do tempo. Entretanto, tomando por base a lógica de que ativos de maior qualidade oferecem menores riscos ao investidor, podemos deduzir que empresas que promovem práticas ESG devem ter menores prêmio de riscos e assim devem obter retornos inferiores ao longo do tempo, dada a atratividade de suas ações para o mercado de forma geral (PASTOR, STAMBAUGH e TAYLOR 2021).

O objetivo da análise deste trabalho é direcionado para empresas brasileiras de capital aberto que possuem rating ESG como dado público, visto que o país possui notável importância em relação a esses aspectos em âmbito mundial (diversidade climática, geográfica e social), além de mercado de capitais em desenvolvimento. A questão do trabalho possui relevância, pois o engajamento em temas pertinentes à sustentabilidade ganhará mais espaço nas discussões acadêmicas e corporativas nos anos subsequentes, e é fundamental que instituições públicas e privadas assumam papel de protagonismo neste contexto. Entender a leitura do mercado sobre essas iniciativas reflete a expectativa dos agentes econômicos em torno desse tema, e a geração de valor para as companhias e para a sociedade.

Para a elaboração deste trabalho, foram coletados dados de rating ESG disponíveis na plataforma Refinitiv Eikon disponíveis no período de janeiro de 2013 a de dezembro de 2021, a fim de utilizá-los como *proxy* da qualidade das práticas sustentáveis. Como modelo teórico, foram utilizados os modelos de Fama-French e Carhart para estimar a relação entre a adoção de práticas ESG e o prêmio de risco das companhias da amostra.

A partir das análises estatísticas destes dados foi possível responder à pergunta de pesquisa e concluir que, existem evidências empíricas que sugerem o incremento de prêmio risco por parte do mercado em relação a adoção de práticas ESG. Entretanto, não houve confirmação em relação a magnitude do prêmio que o mercado está trabalhando, ao realizarmos os testes estatísticos necessários. Dessa forma, este estudo contribui para a literatura ao aprofundar os conhecimentos sobre a relação entre o a adoção de práticas sustentáveis por parte de uma empresa e a percepção do mercado através da atribuição de um prêmio de risco. Além disso, este estudo contribui para a literatura ao se basear em dados do Brasil, um país cujas características geográficas, sociais e culturais o tornam relevante no entendimento desta dinâmica.

Este trabalho está organizado em cinco seções. A seção a seguir traz a revisão da literatura para o tema em questão neste estudo, além da pergunta de pesquisa. Na seção três, o detalhamento dos dados e metodologia utilizada na análise, enquanto os resultados são apresentados na seção quatro. Por fim, a última seção traz a discussão dos resultados, conclusões e sugestões para pesquisas futuras.

2 REVISÃO DE LITERATURA E HIPÓTESES

Lançado em 2000 pelo então secretário-geral das Nações Unidas, Kofi Annan, o Pacto Global é uma iniciativa para as empresas alinharem suas estratégias e desenvolverem ações que contribuam para o enfrentamento dos desafios da sociedade. Atualmente, é a maior iniciativa de sustentabilidade corporativa do mundo, com mais de 16 mil membros, entre empresas e organizações, distribuídos em 69 redes locais, que abrangem 160 países. Trata-se de uma iniciativa voluntária que fornece diretrizes para a promoção do crescimento sustentável, por meio de lideranças corporativas comprometidas e inovadoras.

O termo ESG, uma sigla em inglês que significa Environmental, Social and Governance, que corresponde às práticas ambientais, sociais e de governança, foi cunhado em 2004 em uma publicação do Pacto Global em parceria com o Banco Mundial, chamada *Who Cares Wins*. O termo surgiu de uma apresentação do secretário-geral da ONU a 50 CEOs de grandes instituições financeiras, sobre como integrar fatores sociais, ambientais e de governança ao mercado de capitais (PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT, 2022).

Em 2015 a ONU publicou os Objetivos do Desenvolvimento Sustentável (ODS) em parceria com governos, empresas privadas e instituição de pesquisas, a fim de compor a agenda para o desenvolvimento sustentável adotada até 2030 e que servem como diretrizes para os investimentos socialmente responsáveis. De acordo com a publicação, os ODS dispõem sobre o desenvolvimento econômico, a buscas por soluções aos problemas socioambientais e a boa governança em todos os níveis (ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS, 2021). Em síntese, a Agenda 2030 é atualmente o principal guia para as empresas ou organizações adequarem suas atividades às práticas ESG. Dessa forma, os ODS sintetizam os desafios sociais, ambientais e de governança que os principais agentes econômicos devem buscar soluções ao longo do tempo.

Segundo relatório da PwC, até 2025 57% dos ativos de fundos mútuos na Europa estarão em fundos que consideram os critérios ESG, em relação a 15,1%, no fim de 2020. Além disso, 77% dos investidores institucionais pesquisados pela PwC disseram que planejam parar de comprar produtos de empresas que não seguem práticas ESG nos próximos anos. No Brasil, fundos ESG captaram R$ 2,5 bilhões em 2020. Este levantamento foi feito pela Morningstar e pela Capital Reset (PACTO GLOBAL, 2021).

De acordo Broadstock, Chan, Cheng e Wang (2020), o tema ESG gerou interesse geral entre os investidores por duas razões fundamentais: em primeiro lugar, ao focar em investimentos ESG, naturalmente práticas de investimento que prezem por valores sustentáveis, sociais e éticos são ativamente promovidas. Em segundo lugar, o investimento ESG é cada vez mais considerado para melhorar o desempenho de um portfólio gerido, aumentando os retornos e reduzindo o risco do portfólio.

O investimento ESG depende da crença de que tanto os investidores quanto a sociedade se beneficiarão da adoção dessas práticas por parte das empresas, portanto a divulgação das informações referentes a essas condutas possui relevância, tendo em vista a análise e tomada de decisão por parte de investidores. Essa visão otimista é expressa em Shiller (2013) que discute o importante papel dos mercados financeiros no apoio a diversas atividades da sociedade. Nesta visão, inovação em finanças é necessário para acompanhar as mudanças exigidas pela sociedade.

De acordo com Pastor, Stambaugh e Taylor (2021), em situações de equilíbrio de mercado, empresas mais sustentáveis devem ter prêmio de risco menor, pois investidores estariam inclinados a

valorizar mais esse tipo de ativo pelo fato de apresentarem menor risco por conta da percepção positiva do mercado. Além disso, constataram que existe um intenso fluxo de capitais migrando para esse tipo de ativo, mesmo que apresentem retorno inferior em relação a ativos com baixa performance ESG.

O mercado financeiro é um ambiente que estimula a competição empresarial induzindo a adaptação sustentável das empresas que podem desenvolver um diferencial competitivo para sobrevivência destas perante a pressão dos agentes econômicos (ALSHEHHI et al., 2018; ELKINGTON, 2012). Esse ambiente tem sido influenciado pela mudança da concentração de renda para gerações mais novas, fenômeno esse apontado como uma das razões pelo aumento da demanda de investimentos em empresas com melhores práticas de responsabilidade socioambiental. (MATOS, 2020; CAÊTANO; PARO, 2020). Investidores podem ser motivados a incorporar a avaliação de ESG no processo de investimento por razões financeiras, com a expectativa de que as aplicações em ações, que se classificam bem nessas métricas, aumentem os retornos e tenham menores riscos (BOERSCH, 2010; CORNEL e DAMODARAN, 2020; FERRIANI; NATOLI, 2020; MATOS, 2020). Além disso, investidores de longo prazo podem exigir maior transparência das empresas sobre os impactos de sua operação, visto que uma boa divulgação das práticas de ESG indica maior segurança da aplicação financeira, reduzindo as possibilidades de desvalorização do preço das ações estimuladas por riscos socioambientais (FERNANDES; LINHARES, 2017; NAUM, 2018).

Segundo Duuren, Plantinga e Scholtens (2016), incorporar fatores ESG nas estratégias de investimento é uma tarefa complexa, tendo em vista a aplicabilidade das metodologias tradicionais de avaliação de investimentos. O investimento ESG é uma abordagem que se concentra em aspectos não financeiros, como o impacto da empresa no meio ambiente, dimensão social e governança. Para cada uma dessas dimensões, muitas informações qualitativas e quantitativas sobre as práticas da empresa são coletadas e analisadas. Os resultados destas análises são usados pelos diferentes perfis de investidores para a consolidação de um portfólio diversificado, visando minimizar o risco da carteira dado o nível de retorno que se espera obter.

Renneboog et al. (2008) observou que os estudos existentes sugerem, mas não demonstram quantitativamente e de maneira conclusiva que os investidores ESG estão dispostos a aceitar um desempenho financeiro abaixo do ideal para buscar objetivos ambientais, sociais e/ou éticos. Mais recentemente, Hartzmark e Sussman (2019) encontraram evidências que os investidores responderam ativamente a um "choque com a relevância da sustentabilidade", migrando recursos de fundos com classificações baixas de sustentabilidade de portfólio para aqueles com classificações mais elevadas. Curiosamente, eles não encontraram evidências de que fundos de perfil alinhado com sustentabilidade superam os demais fundos, apoiando ainda mais a visão de que os investidores atribuem valor intrínseco (não monetário) ao investimento socialmente responsável.

Não há consenso na literatura na relação das pontuações altas ESG com os altos retornos, mas há estudos que apontam que o desempenho superior destas empresas se concentra em alguns setores que possuem certas características de clientes e funcionários. Estes estudos servem com um alerta aos investidores para não associarem a relação entre as altas pontuações da Environmental, Social and Governance (ESG) e os retornos dos investimentos acima do mercado. As primeiras evidências sobre os benefícios do investimento ESG foram divergentes.

A exigência de maior qualidade das informações socioambientais pelos stakeholders é impulsionada pelo debate sobre os efeitos negativos das mudanças climáticas e outros impactos ambientais (VIANA JUNIOR e CRISÓSTOMO, 2019). Governos podem futuramente exigir que empresas divulguem informações padronizadas sobre sustentabilidade, como demonstram estudos que avaliam

a divulgação obrigatória de informações sobre ações de sustentabilidade empresarial, na qualidade da informação e o efeito positivo no valor dessas empresas (CLARK Et Al., 2015; IAONNOU; SERAFEIM, 2017). Entretanto no Brasil, ainda não existe regulamentação que obrigue a divulgação de forma padronizada quanto ao conteúdo ou forma de apresentação, fazendo com que as informações divulgadas sejam voluntárias (CASTRO JÚNIOR, 2005; GARCIA, 2017; VIANA JUNIOR; CRISÓSTOMO, 2019).

A literatura financeira existente identificou uma série de fatores que afetam o valor da empresa. Por exemplo, Luo et al. (2022) introduziu as interações dos consumidores nas redes sociais (como postar comentários sobre uma determinada empresa) como um fator determinante para a avaliação do valor de mercado. Neste mesmo artigo foram verificadas evidências da literatura que sugerem que notícias negativas relacionadas a meio ambiente e sustentabilidade são particularmente relevantes para o valor de mercado das empresas.

No entanto, a tendência global para investimentos adicionou uma camada de complexidade para a tarefa dos gestores de fundos ativos. Isso não ocorre apenas porque os fundos com baixas classificações de sustentabilidade sofrem com saídas líquidas. Tomando por base que fundos com classificações altas recebem entradas líquidas (HARTZMARK e SUSSMAN, 2019), exigindo, assim, que os gestores de fundos considerem as preferências ambientais, sociais e de governança dos investidores para a seleção de seu portfólio. A literatura atual indica que a forte preferência por ativos que atendam a critérios ESG também é acompanhada por uma reação a surpresas de ganhos negativos (STARKS et al., 2020), outros sinais de precificação incorreta e uma disposição geral de aceitar um desempenho financeiro inferior em troca de um desempenho sustentável mais forte (RIEDL e SMEETS, 2017).

Em momentos de crise, grandes empresas costumam ter mais dificuldades em se adaptar do que as pequenas, pois é mais fácil para empresas menores e de nicho adequarem seus processos a melhores práticas já que requerem menos investimentos e podem atender com mais precisão a demanda dos clientes por produtos de menor impacto socioambiental, ao contrário de empresas de maior porte que atendem um mercado de massa e precisam ter um planejamento mais robusto para movimentações estratégicas (CORNELL, DAMODARAM, 2020). A reestruturação de uma companhia demandará investimentos ao passo que, as práticas de responsabilidade socioambiental podem se tornar mais desafiadoras enquanto empresas necessitam da lucratividade para sobreviver (SAVITZ, 2013). Durante a pandemia da Covid-19, as empresas brasileiras precisaram tomar decisões rapidamente em resposta aos impactos da crise, dentre elas a necessidade de investimento em tecnologia, desenvolvimento de novas capacidades, mudanças no modelo de negócio e nos modelos de governança corporativa, com a finalidade de assegurar a sobrevivência do negócio (CASNICI et al., 2021). Mesmo que uma empresa desenvolva boas práticas de responsabilidade coorporativa, o crescimento dela pode trazer investidores que não têm comprometimento com questões ESG. (CORNELL; DAMODARAN, 2020).

A crise da última pandemia teve efeito negativo sobre o mercado de capitais em todo o mundo. No primeiro trimestre de 2020, o índice S&P 500 havia perdido 34% do seu valor antes de se recuperar no final do mesmo trimestre (DEMERS, et al., 2021), enquanto no Brasil o principal índice de ações chegou a perder mais de 50% do valor durante o mês de março de 2020 ante o encerramento de 2019. Nesse contexto, os fatores ESG foram amplamente difundidos como indicadores de resiliência contra a desvalorização das ações (DEMERS et al., 2021).

Alguns estudos teóricos foram publicados com foco na relação entre desempenho ESG e valor da empresa, por exemplo, Bénabou e Tirole (2010) e Fatemi et al. (2015). Os pesquisadores

propuseram mecanismos diferentes através dos quais as atividades ESG podem criar valor para as empresas. No entanto, todos se enquadram essencialmente em um duas categorias: em primeiro lugar, as atividades ESG podem criar valor porque aumentam a riqueza dos acionistas. Este tipo de criação de valor pode ser alcançado aumentando os fluxos de caixa (por exemplo, os clientes querem comprar de empresas que têm boa reputação corporativa, os funcionários são mais produtivos quando trabalham para essas empresas) ou através da diminuição da taxa de desconto, o que impactará na avaliação da companhia. Em segundo lugar, as atividades ESG podem criar valor para a empresa por meio do canal de maximização da utilidade do acionista.

De acordo com Pastor e Staumbaugh (2021), os ativos verdes apresentam desempenho superior quando choques positivos atingem o fator ESG, que captura mudanças nas preferências dos clientes por produtos verdes e nas preferências dos investidores por ações de companhias sustentáveis verdes. O investimento sustentável produz um impacto social positivo, tornando as empresas mais verdes e transferindo o investimento real para empresas verdes.

Conforme Duuren, Platinga e Scholtens (2016), ainda não há consenso de mercado em relação a incorporação sobre o que de fato são empresas sustentáveis e até mesmo a respeito das métricas de rating utilizadas para classificação das organizações, além do sentimento de ceticismo em relação a essas práticas que varia entre países, alterando a percepção também dos investidores.

Os stakeholders esperam que as empresas evitem comportamentos ilegais, antiéticos ou ambientalmente e socialmente irresponsáveis, tais como condições precárias de trabalho, desastres ambientais e escândalos de corrupção. Ao se envolver em algum tipo de controvérsia, as expectativas dos stakeholders sobre a empresa são violadas, o que afeta negativamente a imagem que estes têm da organização. Além disso, em geral, as pessoas tendem a reagir mais fortemente a eventos negativos do que positivos (Baumeister et al, 2001).

Dessa forma, espera-se testar empiricamente se há associação entre a adoção de práticas ESG e o prêmio de risco de empresas. Espera-se que empresas com melhores práticas tenham prêmio de risco menor do que empresas com piores práticas. Sendo assim, a hipótese do trabalho é: Empresas com maior rating ESG apresentam prêmio de risco inferior comparativamente a empresas com pior rating ESG, refletindo a percepção de risco do mercado para esses ativos e o retorno deles.

3 BASE DE DADOS E METODOLOGIA

Foram coletados dados de preços de fechamento diários ajustados a proventos de todas as ações listadas na B3 que são classificadas quanto a critérios ESG da durante o período entre janeiro de 2013 e dezembro de 2021. Como plataforma para obtenção de dados relacionados a ESG, foi utilizada a ferramenta Refinitiv Eikon, que é um serviço de informações financeiras, incluindo dados da empresa e de mercado, notícias, dados macroeconômicos e análises. Esta ferramenta é utilizada para encontrar informações sobre ações e índices de ações, dados financeiros históricos de empresas e informações econômicas. O parâmetro utilizado como rating ESG é o ESG Score, que consiste na pontuação geral da empresa com base nas informações autorrelatadas nos pilares Ambiental, Social e de Governança Corporativa.

Esse processo resultou em preços de 67 ações de diferentes setores da economia, conforme pode ser visto na Tabela 1.

Tabela 1 – Empresas da amostra por setor

Setor	Nº de empresas	%
Energia Elétrica	10	15%
Financeiro	6	9%
Construção Civil	5	8%
Alimentos	4	6%
Transporte	4	6%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	4	6%
Siderurgia e Metalurgia	4	6%
Mineração	3	5%
Madeira e Papel	3	5%
Comércio e Distribuição	3	5%
Comércio	2	3%
Serviços Financeiros Diversos	2	3%
Exploração de Imóveis	2	3%
Água e Saneamento	2	3%
Serviços Médico - Hospitalares	2	3%
Telecomunicações	2	3%
Previdência e Seguros	2	3%
Químicos	1	2%
Material de Transporte	1	2%
Produtos de Uso Pessoal e de Limpeza	1	2%
Diversos	1	2%
Programas e Serviços	1	2%
Máquinas e Equipamentos	1	2%

Fonte: Elaboração Própria

Na Tabela 2, está demonstrada a distribuição anual das empresas com base no rating disponível, dada a amostra selecionada e a disponibilidade dos dados.

Tabela 2 - Número de empresas por ano

Nº de empresas da amostra por ano								
2013	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**
63	63	63	63	66	67	66	66	66

Fonte: Elaboração Própria

Para analisar se há relação entre a adoção de práticas ESG e o retorno, foram construídas três carteiras, as quais foram balanceadas anualmente com base no rating ESG para cada ano. Também foram levantados os retornos históricos diários das ações de cada carteira, durante o período referente a amostra. Para controlar por risco, foi adotado o modelo de Fama-French (1993) e Carhart (1997), e estimado o retorno em excesso de cada uma das carteiras de acordo com a Equação (1):

$r_{pt} - r_{ft} = \alpha_p + \beta_p (r_{mt} - r_{ft}) + \beta_{2p} SMB_t + \beta_{3p} HML_t + \beta_{4p} WML_t + e_{pt}$ (1)

A variável dependente do modelo é:

r_{pt} Retorno da carteira p no dia t

E as variáveis independentes do modelo são:

r_{ft} Retorno do CDI Selic, adotado como proxy do ativo livre de risco no dia t

$(r_{mp} - r_f)$ Retorno marginal do mercado em relação a taxa livre de Risco

$SMBt$ Fator tamanho no dia t, apurado como a diferença de retorno em função do tamanho da empresa

$HMLt$ Fator Book to Market no dia t, apurado como a diferença de retorno em função do índice BE/ME

$WMLt$: Fator Momento no dia t, apurado como a diferença de retorno entre empresas de maior e menor retorno realizado

As séries históricas de dados diários dos 3 fatores de risco de Fama- French e do fator momento proposto por Cahart foram coletados dos dados consolidados do NEFIN – Núcleo de Pesquisa em Economia Financeira. Todos os dados de retorno histórico foram obtidos do banco de dados Economática, o qual conta com fontes de dados primárias e fontes oficiais confiáveis como a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), a B3 e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Desse modo, através da regressão das três carteiras, avaliamos se há aumento da constante α por carteira, sendo a Carteira 1 a de maior rating e menor α e a Carteira 3 a de menor rating e maior α.

Além disso, foi construído o fator Sustentabilidade (ESG), que corresponde a uma quarta carteira auto-financiada, com posição comprada na carteira de menor rating (Carteira 3) e vendida na carteira da maior rating (Carteira 1) – os retornos diários dessa carteira foram estimados como a

diferença dos retornos da carteira 3 e carteira 1. Foi investigado se a constante α_p desse fator é positiva.

Para a estimação do valor do prêmio de risco relacionado a adoção de práticas ESG, foi realizada a regressão em dois estágios, denominada como regressão Fama MacBeth (1973).

As regressões Fama MacBeth (1973) são feitas em dois estágios. No primeiro estágio foram obtidos os coeficientes da Equação (2), entre janeiro de 2013 e dezembro de 2021. Para a cross section do mês t foram utilizadas as séries de tempo dos retornos e fatores de risco dos dias T. No segundo estágio, para cada cross section T, foram obtidos os prêmios dos 5 fatores da Equação (3). Isso resultou numa série de tempo diária para cada fator de risco. Para inferir a significância estatística dos prêmios de risco, foi feito um teste de hipótese tendo como hipótese nula a média dos prêmios ser igual a zero.

A regressão de primeiro estágio é descrita pela Equação (2):

$R_{it} - R_{ft}$ = α + β_{1i} (r_{mt} - r_{ft}) + β_{2i} SMBt + β_{3i} HMLt + β_{4i} WML t+ + $\beta_{5i} ESG_t$+ e_{it} *(2)*

Onde:

$R_{it} - R_{ft}$ Retorno marginal do ativo em relação a taxa livre de Risco

β_{1i} (r_{mt} - r_{ft}) Retorno marginal do mercado em relação a taxa livre de Risco

β_{2i} SMB_t Fator relacionado entre a diferença de retorno em função do tamanho da empresa

$\beta_{3i} HML_t$ Fator relacionado entre a diferença de retorno em função do índice BE/ME.

β_{4i} WML_t Fator Momento, relacionado entre a diferença de retorno de empresas de maior e menor retorno realizado

$\beta_{5i} ESG_t$Fator relacionado entre a diferença de retorno entre empresas de maior e menor rating ESG

A regressão de segundo estágio é descrita pela Equação (3):

R_{it} - R_{ft} $= \gamma_0 + \gamma_1\beta_1 + \gamma_2\beta_2 + \gamma_3\beta_3 + \gamma_4\beta_4 + \gamma_5\beta_5$ (3)

Onde:

$R_i - R_f$ Retorno marginal do ativo em relação a taxa livre de Risco

β_1 Coeficiente calculado no Estágio 1 para o retorno marginal do mercado em relação a taxa livre de Risco

β_2 Coeficiente calculado no Estágio 1 para o fator relacionado entre a diferença de retorno em função do tamanho da empresa

β_3 Coeficiente calculado no Estágio 1 para o fator relacionado entre a diferença de retorno em função do índice BE/ME

β_4 Coeficiente calculado no Estágio 1 para o fator Momento, relacionado entre a difetença de retorno de empresas de maior e menor retorno realizado

β_5 Coeficiente calculado no Estágio 1 para o fator relacionado entre a diferença de retorno entre empresas de maior e menor rating ESG

4 RESULTADOS

A Tabela 3 traz os valores médios de retorno diário para cada uma das carteiras, bem como os valores médios para cada um dos fatores de risco, divididos anualmente.

Tabela 3 – Valores médios de retorno e fatores de risco

		Período Total	2013	2014	2015	2016	2017	2019	2020	2021
Amostra	**Nº de empresas**	67	63	63	63	63	66	66	66	66
	Nº de observações	134.408	14.672	14.726	14.485	14.909	14.702	15.170	15.596	15.346
Carteiras	**Média Retorno Carteira 1**	0,0002	0,0004	-0,0007	-0,0012	0,0013	0,0004	0,0008	0,0010	-0,0002
	Média Retorno Carteira 2	0,0003	-0,0004	0,0004	-0,0013	0,0015	0,0005	0,0015	0,0006	-0,0005
	Média Retorno Carteira 3	0,0003	-0,0008	-0,0005	-0,0019	0,0021	0,0015	0,0012	0,0016	-0,0006
Fatores de Risco	**Média Fator Rm-Rf**	0,0001	-0,0003	-0,0003	-0,0010	0,0011	0,0004	0,0008	0,0003	-0,0007
	Média Fator WML	0,0008	0,0009	0,0013	0,0021	-0,0016	0,0009	0,0007	0,0007	0,0013
	Média Fator HML	0,0001	-0,0002	-0,0012	-0,0003	0,0012	0,0006	0,0004	-0,0004	0,0003
	Média Fator SMB	-0,0003	-0,0009	-0,0016	-0,0018	0,0007	0,0012	0,0004	-0,0003	0,0001

Fonte: Elaboração Própria

Na Tabela 4, denota-se a matriz de correlação para os fatores de risco, tanto no período acumulado quanto para cada um dos anos da amostra considerada. Através da análise da Tabela 4, podemos constatar que as correlações entre os fatores de risco apresentaram valor abaixo de 0,70. Adicionalmente, há uma alta correlação negativa entre os fatores HML e WML durante todo o período analisado, chegando à ordem de grandeza de 0,70 no ano de 2013, e a correlação entre os fatores WML e SMB, que possui o valor de -0,24 para o período total, tendo a correlação no ano de 2014 de -0,70.

Tabela 4 – Matriz de correlação dos fatores de risco

		Rm-Rf	WML	HML	SMB
Período Total	**Rm-Rf**	1,00	-	-	-
	WML	0,00	1,00	-	-
	HML	0,23	-0,34	1,00	-
	SMB	-0,01	-0,24	0,37	1,00
2013	**Rm-Rf**	1,00	-	-	-
	WML	-0,37	1,00	-	-
	HML	0,49	-0,70	1,00	-
	SMB	-0,17	-0,18	0,24	1,00
2014	**Rm-Rf**	1,00	-	-	-
	WML	0,03	1,00	-	-
	HML	0,38	-0,47	1,00	-
	SMB	-0,27	-0,70	0,29	1,00
2015	**Rm-Rf**	1,00	-	-	-
	WML	-0,18	1,00	-	-
	HML	0,19	-0,55	1,00	-
	SMB	-0,32	-0,47	0,17	1,00
2016	**Rm-Rf**	1,00	-	-	-
	WML	-0,49	1,00	-	-
	HML	0,53	-0,66	1,00	-
	SMB	0,17	-0,59	0,69	1,00
2017	**Rm-Rf**	1,00	-	-	-
	WML	0,52	1,00	-	-
	HML	0,59	0,52	1,00	-
	SMB	0,12	0,32	0,40	1,00
2018	**Rm-Rf**	1,00	-	-	-
	WML	0,02	1,00	-	-
	HML	0,24	0,06	1,00	-
	SMB	-0,34	-0,20	0,32	1,00
2019	**Rm-Rf**	1,00	-	-	-
	WML	0,15	1,00	-	-
	HML	0,22	0,23	1,00	-
	SMB	-0,25	-0,12	0,47	1,00
2020	**Rm-Rf**	1,00	-	-	-
	WML	0,31	1,00	-	-
	HML	-0,16	-0,43	1,00	-
	SMB	0,14	0,05	0,38	1,00
2021	**Rm-Rf**	1,00	-	-	-
	WML	-0,09	1,00	-	-
	HML	0,10	-0,12	1,00	-
	SMB	0,19	-0,28	0,23	1,00

Fonte: Elaboração Própria

A Tabela 5 contém os resultados da regressão descrita na Equação 1. A constante α é positiva e significativa a 10% para as carteiras 1, 2 e 3, e cresce de acordo com o ranking da carteira: menor para a carteira 1, aumenta de forma gradual para a carteira 2 e com aumento mais expressivo para a carteira 3, sendo a carteira 1 a mais sustentável e a 3 a menos sustentável. Observa-se para a carteira 4, autofinanciada, comprada na carteira 3 e vendida na carteira 1 também um α positivo e significativo. A partir dessa análise, observa-se o mercado acionário brasileiro exigindo um maior retorno das ações com piores práticas sustentáveis apuradas de acordo com o rating ESG da Eikon.

Tabela 5 – Resultado da regressão dos retornos das carteiras ESG em relação aos fatores de risco de Fama e french e Carhart

		Carteira 1	**Carteira 2**	**Carteira 3**	**Carteira 4**
α		0,00017 * (0,00011)	0,00031 *** (0,00012)	0,00042 *** (0,00015)	0,00054 *** (0,000175)
β_1	$R_m - R_f$	1,02691 *** (0,00747)	0,98989 *** (0,00830)	0,93938 *** (0,01074)	0,07381 *** (0,012393)
β_2	WML	-0,01380 (0,01154)	-0,06213 *** (0,01285)	-0,04381 *** (0,01657)	0,02453 (0,019074)
β_3	HML	0,08573 *** (0,01453)	0,02712 * (0,01618)	0,0672 *** (0,02080)	0,03660 (0,02395)
β_4	SMB	0,05495 *** (0,01289)	0,15423 *** (0,01431)	0,39358 *** (0,01849)	-0,33234 *** (0,021305)

*p<0,1; ** p<0,05; ***p<0,01

Fonte: Elaboração Própria

A Tabela 6 contém o prêmio médio diário no período total e segmentado por ano de cada fator de risco apurado de forma dinâmica conforme a regressão Fama MacBath expressa nas equações 2 e 3. Foi realizado o teste t de significância para o período total e para todos os anos da amostra, no qual não foi possível rejeitar a hipótese nula de que a média dos fatores seria igual a zero. Dessa forma, não há evidências estatística com significância de que o mercado está atribuindo um prêmio de risco relacionado a adoção de práticas ESG por parte das empresas.

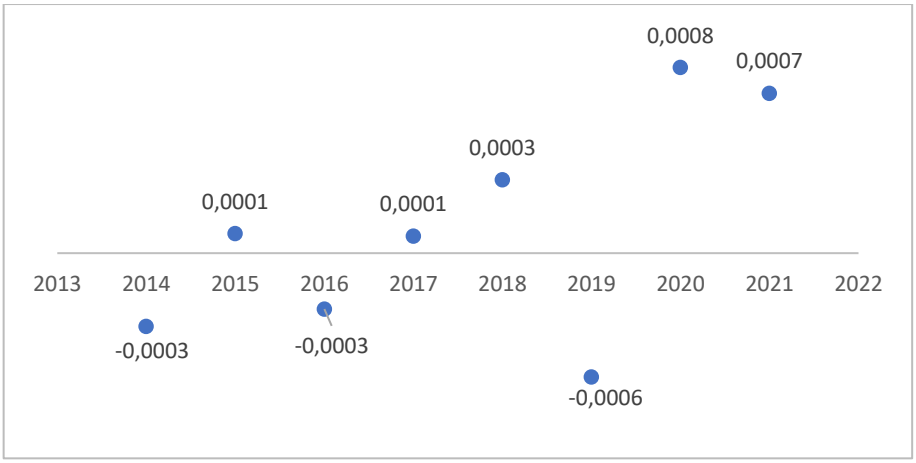
Tabela 6 – Prêmio médio diário dos fatores de risco apurados pela regressão Fama MacBeth

Ano	Rm - Rf	WML	HML	SMB	ESG
Período Total	-0,00019	0,00113	-0,00014	-0,00031	0,00012
2014	-0,0007	0,0015	-0,0005	0,0001	-0,0003
2015	-0,0009	0,0022	-0,0014	-0,0012	0,0001
2016	-0,0003	0,0001	-0,0003	-0,0001	-0,0003
2017	-0,0004	-0,0002	0,0007	0,0002	0,0001
2018	0,0002	0,0009	0,0000	-0,0009	0,0003
2019	0,0008	0,0018	0,0001	-0,0006	-0,0006
2020	-0,0003	0,0015	-0,0004	0,0001	0,0008
2021	0,0001	0,0012	0,0007	0,0000	0,0007

Fonte: Elaboração Própria

O Gráfico 2 contém a evolução do prêmio pelo fator ESG entre 2013 e 2021. Pode-se observar que há uma tendência de aumento do prêmio ao longo dos anos, refletindo o ganho de relevância do assunto nos últimos períodos e o maior apelo por parte dos agentes de mercado. Observa-se também os maiores prêmios nos anos de 2018, 2020 e 2021, refletindo possivelmente eventos adversos e notícias de cunho alarmante em âmbito mundial e nacional ocorridos nestes anos, como por exemplo, a pandemia do Covid-19 e a greve dos caminhoneiros, o que pode afetar a percepção de risco em relação a esses ativos, em linha com as conclusões obtidas por Pastor e Staumbaugh para o mercado norte-americano.

Gráfico 2 – Prêmio ESG estimado por ano



Fonte: Elaboração Própria

5 CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

A literatura sobre sustentabilidade, aspectos sociais e governança corporativa segue em desenvolvimento, sendo cada vez mais destacada a sua influência nos diferentes mercados e sociedades em que vivemos. Dessa forma, o presente estudo se baseia em dados públicos para testar se há uma associação entre a adoção de práticas ESG e o prêmio de risco atribuído pelo mercado a essas companhias, considerando o mercado brasileiro como base amostral.

A partir das análises estatísticas dos dados levantados foi então possível responder à pergunta de pesquisa e concluir que, existe evidência de que as empresas com piores práticas ESG de acordo com o rating ESG da Refinitiv pagam prêmios de retorno maiores, ou seja, possuem custo de capital próprio superior aos das empresas com maiores ratings, visto que a constante α decresce à medida que aumenta o rating de sustentabilidade, considerando o modelo de 4 fatores. Entretanto, quando se estima o prêmio ESG com a regressão fama Mac Beth não se encontra prêmio significativamente diferente de zero. Percebe-se uma evolução dos prêmios com o tempo, possivelmente indicando um aumento da procura por ações mais sustentáveis, e com isso, havendo diminuição do custo de capital dessas companhias.

Como limitações do estudo, temos que foram analisadas somente empresas com rating Refinitiv, ou seja, que divulgam relatório de sustentabilidade. Essa por si só e uma amostra viesada, pois é um conjunto de empresas que potencialmente têm práticas melhores que as outras empresas que não divulgam relatórios. Todas essas ações apresentaram alfa positivo em relação ao modelo de equilíbrio, ou seja, estão gerando retorno marginal para os investidores. Dentro desse conjunto, as com melhores práticas tem alfas menores, mesmo assim positivo. A quantidade de ações observada também é outra limitação – apenas 67. Espera-se que com o aumento da demanda do mercado financeiro pelo movimento ESG e o aumento de signatários ao PRI, e assim mais empresas começarão a divulgar informações.

Os estudos sobre o tema estão em desenvolvimento e possuem elevado potencial para mais pesquisas sobre este assunto. A seguir, temos as principais sugestões que podem ser interessantes em estudos futuros: replicar para setores não contemplados na amostra, para que se possa conhecer se a relação também é válida para estes setores; analisar isoladamente o comportamento das ações de setores tidos como controversos, as denominadas *sin stocks,* ou seja, empresas de capital aberto envolvidas ou associadas a uma atividade considerada antiética ou imoral; replicar a pesquisa também para análise do prêmio de risco vinculado a títulos de dívida emitidos pelas companhias, de acordo com práticas ESG; analisar a relação entre a veiculação de notícias e interações em redes sociais envolvendo temas ESG com o comportamento das ações e ativos vinculadas a companhias que promovam essas práticas.

REFERÊNCIAS

AHARONI, B. G. Stock returns and the Miller Modigliani valuation formula: Revisiting the Fama French analysis. **Journal of Financial Economics**, vol. 110, pp. 347-357.doi: 10.1016/ 3.08.003. 2013.

ALSHEHHI, A.; NOBANEE, H.; KHARE, N. The Impact of Sustainability Practices on Corporate Financial Performance: Literature Trends and Future Research Potential. **Sustainability**, v. 10, n. 2, pp. 494, 13 fev. 2018.

ASNICI, C. V. C.; MONTICELLI, J. M.; BENELLI, S. Estratégia pós-Covid-19. **GV-executivo**, v. 20, n. 1, janeiro-março.2021.

BARAKAT, S. R. et al. The influence of corporate social responsibility on employee satisfaction. **Management Decision**, v. 54, n. 9, pp. 2325-2339. 2016

BAUMESTEIR, R. BRATLAVSKY, E. FINKENAUER C. Bad is Stronger than Good. Review of General Psychology. vol 5., pp 323-370. doi: 10.1037/1089-2680.5.4.323. 2001.

BENABEU, R. TIROLE, J. Individual and Corporate Social Responsibility. Economica vol 77. pp. 1-19. **The London School of Economics and Political Science.** doi:10.1111/j.1468-0335.2009.

BLACKROCK (2021). Disponível em: https://www.blackrock.com/br/estrategias/investimento-sustentavel. Acesso em 14 nov. 2021

BOERSCH, A. 'Doing good by investing well' – Pension funds and socially responsible investment: results of an expert survey. **Allianz Global Investors International Pension Paper**, n. 1. 2010.

BOFINGER, Y. HEYDEN, K. ROCK, B. BANNIER, C. The sustainability trap: Active fund managers between ESG investing and fund overpricing. **Finance Research Letters**. vol. 45doi 10.1016/j.frl.2021.102160. 2021.

BROADSTOCK, D. CHAN, K. CHENG, L. WANG, X. The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. **Finance Research Letters.** vol 38. doi 10.1016/j.frl.2020.101716. 2021.

CAETANO, Rodrigo; PARO, Pedro. **Empreendedorismo Consciente**. Alta Books, 2020 *E-book.*

CARHART, M. M.. On Persistence in Mutual Fund Performance. **The Journal of Finance**, vol. 52, pp. 57-82. doi: 10.2307/2329556. 1997.

CASTRO JÚNIOR, Orlando Vieira de. **Conduta socioambiental e performance ambiental e econômica: evidências na indústria têxtil brasileira.** 2005. 115 p. Dissertação (Mestrado em Controladoria) – Universidade Federal do Ceará, Fortaleza. 2005

CLARK, Gordon L.; FEINER, Andreas; VIEHS, Michael. From the Stockholder to the Stakeholder: how sustainability can drive financial outperformance. **SSRN Electronic Journal**. doi:10.2139/ssrn.2508281. Acesso em: 18 fev. 2022.

CORNELL, Bradford; DAMODARAN, Aswath. Valuing ESG: Doing good or sounding good? **NYU Stern School of Business**, 2020.

DEMERS, Elizabeth; HENDRIKSE, Jurian; JOOS, Philip; LEV, Baruch. ESG did not immunize stocks during the COVID-19 crisis, but investments in intangible assets did. **Journal Of Business Finance & Accounting,** [S.L.], vol. 48, n. 3-4, pp. 433-462, mar. 2021. doi: 10.1111/jbfa.12523.

DIMSON, E. KARAKAS, O. LI, X. Coordinated Engagements. **European Corporate Governance Institute.** Finance Working Paper No. 721/2021. doi: 10.2139/ssrn.3209072. 2020.

DUUREN, E. PLANTINGA, A. SCHOLTENS, B. ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. **Journal of Business Ethics**, vol 138, pp. 525-533, doi: 10.1007/s10551-015-2610-8. 2015.

ELKINGTON, John. **Sustentabilidade, canibais com garfo e faca.** São Paulo, M.Books do Brasil Editora Ltda. 2012.

FAMA, E.F & DUURAN J. Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests. **The Journal of Political Economy**, vol. 81, n. 3, pp. 607-636. doi: 10.1086/260061. 1973.

FAMA, E. F., & FRENCH, K. R. Common risk factors in the returns of stocks and bonds. **Journal of Financial Economics**, vol 33, pp. 3-56. doi: 10.1016/0304-405. 1993

FATEMI, A. FOOLADI, I. TEHRANIAN H. Valuation effects of Corporate Social Responsibility. **Journal of Banking & Finance.** vol. 59, pp. 182-192. doi: 10.1016/j.jbankfin.2015.04.028

FERNANDES, J. L. B.; LINHARES, H. DA C. Análise do desempenho financeiro de investimentos ESG nos países emergentes e desenvolvidos (Financial Performance of ESG Investments in Developed and Emerging Markets). **SSRN Electronic Journal**, 201. Disponível em: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3091209. Acesso em: 12 fev. 2022.

GARCIA, A. S. **Associações entre desempenhos financeiro e socioambiental: um estudo das circunstâncias em que vale a pena ser verde.** 138 p. Tese (Doutorado em Administração) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2017.

GILLAN, S. KOCH, A. STARKS, L. Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in Corporate Finance. **Journal of Corporate Finance**, vol 66, doi: 10.1016/j.jcorpfin.2021.101889. 2021.

HARTZMARK, S. SUSSMAN, A. Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows. **European Corporate Governance Institute.** Finance Working Paper No 565/2018. 2018.

IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. The consequences of mandatory corporate sustainability reporting: evidence from four countries. **Harvard Business School Research Working Paper**, n. 11-100, pp. 1-49, 2017.

LUO, S. ZHOU G., LIU, L. Sustainable development, ESG performance and company market value: Mediating effect of financial performance. **Business Strategy and Development.** doi: 10.1002/bse.3089

NAUM, Cristine Marian. **Motivações para adoção de fatores ambientais, sociais e de governança (ASG) às análises de investimento pelos gestores de ativos.** 122 pp. Dissertação (Mestrado Profissional em Comportamento do Consumidor) Escola Superior de Propaganda e Marketing, São Paulo. 2018

PACTO GLOBAL. 2021. Disponível em: https://www.pactoglobal.org.br/pg/esg. Acesso em 12 fev. 2022.

POLLARDA, J. SHERWOOD, M. & KLOBUS,R. (2018). Establishing ESG as Risk Premia. **Journal Of Investment Management**, vol 118, pp 1-12.

PASTOR, L. STAMBAUGH, R.F. & TAYLOR, L.A. Sustainable investing in equilibrium. **Journal of Financial Economics**, vol. 142, pp. 550-571. doi: 10.1016/j.jfineco.2020.12.011. 2021.

PASTOR, L. STAMBAUGH, R.F. & TAYLOR, L.A. Dissecting Green Returns. **Fama-Miller Center Working Paper**. doi/10.2139/ssrn.3864502. 2021.

PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT.2022. Disponível em:https://www.unpri.org/. Acesso em 05 abr. 2022

REFINITIV. **Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from Refinitiv.** 2021. Disponível em: https://www.refinitiv.com/pt/sustainable-finance/esg-scores. Acesso em: 18 out. 2021.

RENNEBOOG, L., HORST, J., ZHANG., C. The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual fund. **Journal of Corporate Finance**. vol. 14, pp. 302-322, 2008.

RIEDL, A. SMEETS, P. Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds? The Journal of Finance. vol. 72, pp. 2505-2550. doi: 10.1111/jofi.12547. 2017.

RIZZI, L. **Análise comparativa de modelos para determinação do custo de capital próprio: CAPM, Fatores de Fama French e Fatores de Cahart**. Dissertação (Mestrado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. doi: 10.11606/D.12.2012.

SABBAGHI, O. The impact of news on the volatility of ESG firms. **Global Finance Journal**, vol. 51, doi 10.1016/j.gfj.2020.100570. 2020.

SAVITZ, Andrew W.; WEBER, Karl. **Talent, Transformation and the Triple Bottom Line: How Companies Can Leverage Human Resources to Achieve Sustainable Growth.** San Franciso, John Wiley & Sons, 2013. E-book.

SHANAEV, S. GHIMIRE, B. When ESG meets AAA: The effect of ESG rating changes on stock returns. **Finance Research Letters**, vol. 46., doi 10.1016/j.frl.2021.102302. 2022.

SHILLER, R. Finance and the Good Society. **Princeton University Press.** doi: 10.1515/9781400846177. 2013.

STARKS, L. KRUEGER,P. SAUTNER. The Importance of Climate Risks for Institutional Investors. The Review of Financial Studies, vol. 33, pp. 1067-1111. doi: 10.1093/rfs/hhz137. 2020.

VIANA JUNIOR, Dante; CRISÓSTOMO, Vicente. The Effects of Voting Ownership Concentration on Social and Environmental Disclosure: empirical evidence from brazil. **Review Of Business Management**, [S.L.], v. 21, n. 4, pp. 906-927, out. 2019. FECAP Fundação Escola de Comercio Alvares. doi: 10.7819/rbgn.v21i5.4026