



“TEN YEARS WORKING TOGETHER FOR A SUSTAINABLE FUTURE”

O desempenho *ESG-Environmental, Social and Governance* em diferentes ambientes institucionais

GARCIA, A. S. ^{a,*}, ORSATO, R. ^a, MENDES-DA-SILVA, W. ^a

a. EAESP-FGV, São Paulo

**Corresponding author, atgempresarial@uol.com.br*

Resumo

Considerando as diferenças institucional, cultural e regulamentar entre países, essa pesquisa investiga quais as diferenças entre os desempenhos *ESG-Environmental, Social and Governance* e sua relação com o desempenho financeiro das empresas pertencentes a países emergentes e de países desenvolvidos. Por meio do banco de dados ASSET4, foi utilizada a metodologia de dados em painel com 2.165 empresas de países desenvolvidos e países emergentes. Os resultados permitem aceitar as hipóteses levantadas de que há prevalência do ambiente institucional na relação desempenho financeiro e desempenho ESG. Além disso, foi constatado também que empresa de setores polêmicos possuem melhor desempenho ESG do que empresas dos outros setores.

Palavras-chave: responsabilidade social empresarial, desempenho ESG, sustentabilidade

1. INTRODUÇÃO

Nas últimas duas décadas, questões ambientais, sociais e de governança (conhecidos na literatura mais recente como *ESG (Environmental, Social and Governance)* tornaram-se importantes nas estratégias de negócios (Bansal, 2002; Dyllick; Hockerts, 2002; Halt; Milstein, 1999). Estratégias socioambientais devem se transformar em assunto da alta administração, pois há possibilidades das empresas aumentarem sua competitividade enquanto simultaneamente geram avanços às condições socioeconômicas da comunidade na qual a empresa opera, conceito esse definido como “*shared value*” (Porter; Kramer, 2011).

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

Uma possível explicação para um comportamento proativo das empresas nas questões socioambientais pode ser dada pela teoria institucional, que aborda a influência do ambiente institucional em que as empresas estão inseridas e a necessidade destas legitimarem-se frente aos agentes sociais, institucionais e econômicos com os quais se relacionam (Meyer; Rowan, 1977). Considerando as diferenças institucional, cultural e regulamentar entre países, essa pesquisa investiga quais são as

diferenças entre os desempenhos ESG e sua relação com o desempenho financeiro das empresas pertencentes a países emergentes e de países desenvolvidos.

2. REVISÃO DA LITERATURA

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

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

O fenômeno da globalização exerceu forte pressão para a prática da RSE. Organismos internacionais como a Organização Mundial do Comércio (OMC), a Organização Internacional do Trabalho (OIT) e a própria Organização das Nações Unidas (ONU), como por exemplo, por meio do programa chamado *Global Compact*, incentivam as empresas de todo o mundo a adotar códigos de conduta e princípios básicos relacionados à preservação do meio ambiente, às condições de trabalho e ao respeito aos direitos humanos (Barbieri; Cajazeira, 2009).

Embora, consideradas como incentivadores para o engajamento das organizações empresariais nas iniciativas socioambientais, é de se destacar a diferença da implementação desses acordos e programas, principalmente entre os países desenvolvidos e emergentes. Para Tenório (2006), a maioria dos países em desenvolvimento ainda não está habilitada, ou não acredita ter condições de cumprir esses padrões exigentes. Além disso, há empresas de países desenvolvidos que competem em desvantagem no mercado internacional com empresas oriundas de países em desenvolvimento, por apresentarem custos sociais, trabalhistas e ambientais mais elevados que os de suas concorrentes.

2.1 CSP-Corporate Social Performance

Com o aumento gradual da consciência sobre a proteção ambiental e responsabilidade social, o problema de saber se os investimentos em RSE resultam em uma vantagem competitiva para a empresa tornou-se uma questão instigante tanto para o meio acadêmico como para os executivos. Para isso, naturalmente surgem tentativas de criação de métodos de mensuração dos benefícios e impactos resultantes das práticas de RSE. Podemos afirmar que esse tema é preocupação do conceito de *CSP-Corporate Social Performance*.

Ao lado dos já tradicionais indicadores financeiros existentes e largamente utilizados por acadêmicos e executivos, indicadores não-financeiros foram desenvolvidos para avaliar a RSE das empresas e o desempenho em ESG (Rahdari; Anvary; Rostamy, 2015).

A maioria dos estudos que examinam a relação CSP-CFP, nos últimos 40 anos, concentra-se em empresas de países de mercados desenvolvidos (Rahdari, 2016). Os resultados apontam que a maioria desses estudos mostra um resultado positivo na relação CSP-CFP (Griffin; Mahon, 1997; Orlitzky; Schmidt; Rynes, 2003; Margolis; Elfenbein; Walsh, 2009). Entretanto, alguns poucos estudos que utilizam, na amostra de pesquisa, somente empresas de países de economia emergente tem demonstrado que tal resultado não necessariamente é válido nesses países (Allouche; Laroche 2005; Rettab; Brik; Mellahi, 2009; Aras; Aybars; Kutlu, 2010; Lu; Chau; Wang; Pan, 2014; Chetty; Naidoo; Seetharam, 2015; Martínez-Ferrero; Frías-Aceituno, 2013).

Quando se trata de empresas de países de mercados emergentes há um baixo entendimento das forças e fraquezas de CSR nesses países. Na revisão da literatura de RSE identifica-se uma área emergente de pesquisa que postula o que é conhecido como Hipótese de Diferença Institucional-IDH

(Campbell, 2007). Fundamenta que as diferenças institucionais entre economias desenvolvidas e emergentes têm efeitos importantes sobre a tomada de decisão estratégica nas organizações (Grossman; Hoskisson, 1998).

Outra diferença também nas análises da RSE de empresas de países desenvolvidos e de países de economia emergente é em relação aos setores de atividades econômicas dessas empresas. Os setores definidos na literatura como controversos (Cai; Jo; Pan, 2012) são caracterizados por tabus sociais, debates morais e pressões políticas, e incluem indústrias como tabaco, jogos de azar, álcool e entretenimento para adultos.

Do ponto de vista prático, setores que podem ser considerados controversos e sensíveis em países emergentes, devido o seu impacto e dano ambiental e/ou social geralmente pertencem às indústrias extrativistas, como mineração, óleo e gás e papel e celulose. Isto cria um paradoxo: de um lado, as empresas desses setores geram fortes impactos como poluição, esgotamento de recursos naturais e deslocamento de comunidades inteiras, mas por outro lado, além de representar parte fundamental da economia daquele país, elas muitas vezes são reconhecidas pela grande contribuição gerada à população, por meio das iniciativas de RSE, suprimindo necessidades do bem estar que deveriam ser providas pelas esferas governamentais, como construção de creches e até unidades de atendimento hospitalar (Dobers; Halme, 2009).

Essa situação é facilmente encontrada nos países de economia emergente porque os governos desses países não tem capacidade para, de forma consistente, prover necessidades de infraestrutura, saúde, educação entre outros, em função da fragilidade institucional que assolam esses países (Dobers; Halme, 2009).

2.2 Hipóteses de Pesquisa

Considerando as diferenças institucionais entre países de economia desenvolvida e os de economia emergentes, é de se esperar que o desempenho ESG, nesses últimos, além de inferior, não mantém relação significativa com o desempenho financeiro. São poucos os trabalhos que investigaram essa relação nos países emergentes (Aras *et Al.*, 2010; Crisóstomo; Freire; Vasconcellos, 2011). Por essa razão, a hipótese investiga:

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

Também é investigada a relação inversa: o desempenho ESG não exerce influencia no desempenho financeiro de empresas de países de economia emergente, conforme a segunda hipótese de pesquisa:

H2: O desempenho ESG das empresas de países emergentes não influencia o desempenho financeiro dessas empresas.

Considerando apenas os países de economia desenvolvida é esperada a relação positiva em ambas as direções, conforme já verificado em vários estudos (Orlitzky *et al.*, 2003; Allouche; Laroche, 2005; Griffin; Mahon, 1997; Margolis *et al.*, 2009). Para tanto, a terceira e quarta hipóteses investigam:

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

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

Para manter a legitimidade de suas operações, empresas que exploram atividades econômicas consideradas, na literatura, como polêmicas, controversas ou sensíveis, necessitam de maiores esforços e investimentos em ESG visando até mesmo minimizar os impactos de suas atividades para a sociedade e ao meio ambiente (Lindorff; Prior Jonson; Mcguire, 2012; Patten, 2002; Brammer; Pavelin, 2008). Dessa forma, é de se esperar que empresas que atuam nos setores polêmicos, tem melhor desempenho em ESG, conforme a quinta hipótese:

H5: Empresas de setores polêmicos têm melhor desempenho ESG comparadas às demais empresas dos outros setores

Há um debate em aberto na literatura na tentativa de definir o que são setores controversos ou sensíveis. Os setores caracterizados por tabus sociais, debates morais e pressões políticas, incluem indústrias como tabaco, jogos de azar, álcool e entretenimento para adultos (Cai *et. al*, 2012). Já outros setores, cujo impacto socioambiental é relevante e saliente para a sociedade, como as indústrias de energia, incluindo petróleo e gás, e de produtos químicos, papel e celulose, mineração e siderurgia, são chamados de sensíveis (Kilian; Hennigs, 2014).

3. METODOLOGIA

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

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

Uma vez que, com base na definição do critério da amostra, o último índice de bolsa de valores foi criado em 2005 e, pela disponibilidade de dados na base de dados consultada, utilizamos, para a coleta de dados, os anos de 2007 a 2014, compreendendo oito períodos para fins de análise.

Sendo assim, considerando os quinze países e oito anos de dados, a amostra compreendeu, já com a eliminação de *outsiders*, um total de 2.165 empresas. O país mais representativo na amostra são os Estados Unidos (50,7%) e os setores econômicos mais representativos são o setor financeiro (21%), seguido dos setores de mineração, metalurgia, química e de papel e celulose (14%).

3.1 Dados e Variáveis

Como será analisada a relação bidirecional CSP/CFP, então no primeiro modelo econométrico, a variável dependente terá como proxy, o desempenho ESG, sendo uma das variáveis explicativas a proxy de desempenho financeiro. No segundo modelo econométrico, a ordem dessas duas variáveis será invertida, ou seja, como variável dependente será utilizada a proxy de desempenho financeiro, sendo o desempenho ESG a variável explicativa.

Foi utilizada a base de dados denominada ASSET4, organizado pela empresa *Thomson Reuters*. As medidas obtidas da base de dados resultam em uma pontuação (score) geral de desempenho em ESG para cada empresa, categorizadas em três pilares: ambiental, social e governança (Cheng; Ioannou; Serafeim, 2014).

A proxy do desempenho em ESG é medida da seguinte maneira:

Performance ESG = Medida que varia de 0 a 100%. É obtida com base nas informações em pilares de governança, ambiental e social compilado pela Thomson Reuters. Reflete a média do desempenho de uma empresa nessas três áreas.

Em função das controvérsias de quais indicadores utilizar (McWilliams; Siegel, 2001; Moore, 2001; Cochran; Wood; 1984; Hillman; Keim, 2001; Martínez-Ferrero; Frías-Aceituno, 2013), executamos o modelo econométrico considerando as duas abordagens: contábil e de mercado.

Sendo assim, a proxy do desempenho financeiro foi segregada em duas medidas:

Desempenho financeiro baseado na contabilidade (ROA) = Return on Assets. Calculado pela divisão do resultado pelo Ativo total. Obtido da base de dados Datastream

Desempenho financeiro baseado no mercado (DCF) = Enterprise discounted cash flow. É o valor em US\$ baseado na série de recebimentos de caixa que compõem o fluxo dividido pelo custo médio ponderado de capital. Obtido do banco de dados *Datastream*. O valor estimado por este modelo é chamado de *Enterprise value* ou valor das operações.

Utilizamos as variáveis de controle representativas de atributos específicos das empresas como:

SIZE – Tamanho (porte) da empresa. As empresas maiores estão sujeitas a comportamentos mais sustentáveis de práticas de RSE (Hillman; Keim, 2001; Surroca; Tribó; Waddock, 2010).

LEV – Endividamento (“leverage” em inglês) pode ter impacto significativo nas decisões da empresa sobre RSE, em razão dos investimentos e dos custos envolvidos nessa área. Diversos autores (Graves; Waddock, 1994; Mcguire; Sundgren; Schneeweis, 1998; Aras *Et Al.*, 2010; Wahba, 2008; Nelling; Webb, 2009) usaram a dívida sobre o ativo total para controlar o grau de endividamento da empresa.

IND – Criamos uma variável categórica *dummy* para controlar as empresas pertencentes a setores polêmicos (Richardson; Welker, 2001; Lee; Faff, 2009; Kilian; Hennigs, 2014). Quando essa variável tem o valor = 1, significa pertencente a setores polêmicos, e valor = 0, significa pertencente aos outros setores, considerados não polêmicos.

LIST – Empresas listadas em índices de sustentabilidade de bolsas de valores dos países em análise, sendo uma variável categórica *dummy*, onde valor = 1, se a empresa foi, em algum momento do período analisado, participante de índice de sustentabilidade e valor = 0, se a empresa não pertenceu ao índice de sustentabilidade nos anos em análise.

3.2 Modelo econométrico

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

$$ESG\ performance_{it} = \beta_0 + \beta_1 Roa_{it} + \beta_2 DCF_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 List_{it} + \beta_6 Ind_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

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

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 Lev_{it} + \beta_3 Ind_i + \beta_4 List_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$DCF_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 Lev_{it} + \beta_3 Ind_i + \beta_4 List_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

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

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

Dois métodos comuns para estimar modelos de dados em painel são: métodos de efeitos fixos e efeitos aleatórios. Aplicamos o teste de Hausman, em que a hipótese nula a ser testada é se a diferença entre os coeficientes dos efeitos fixos e aleatórios não é sistemática. Assim, como houve diferença significativa entre os dois modelos, tal diferença é interpretada como uma evidência em favor da estimação por efeitos fixos, rejeitando a hipótese nula (Wooldridge, 2009).

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Análise exploratória dos dados

Esta seção apresenta as medidas estatísticas como média, mediana, desvio padrão, valores máximos e mínimos, e a correlação entre as variáveis. A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva da amostra toda.

Tabela 1 – Estatística Descritiva

Variável	N	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio-Padrão
ESG	14122	59,22	64,06	2,56	97,46	28,87
ROA	15822	6,46	5,92	-113,65	302,42	10,66
Lev	16155	40,34	37,08	0,01	480,39	34,18
DCF	15571	1,16	0,74	-19,97	19,99	3,63
Size	16097	15,11	15,08	0	20,37	1,70

Fonte: elaboração própria

Em relação às demais variáveis estudadas, o Endividamento (Lev) apresenta maior dispersão dos seus dados (34,18), cuja média apresentada é de 40,34% de endividamento.

Antes das análises de regressão em painel foi realizada a análise de correlação para investigar se há uma associação entre as variáveis. A Tabela 2 apresenta as correlações de *Pearson* (r) entre as variáveis dependentes e explicativas. Os dados foram tratados por meio do software SPSS versão 22, o qual já fornece o resultado do teste t para as correlações.

Tabela 2 – Correlação

	ESG	ROA	Lev	FCF	LnRev
ESG	1				
ROA	,069**	1			
Lev	,009	-,042**	1		
DCF	,060**	,012**	-,027**	1	
LnRev	,476**	,025**	,044**	,227**	1

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

Fonte: elaboração própria

Verifica-se que as correlações entre as variáveis são, em sua maioria, significativas, colaborando com a teoria e com diversos trabalhos que apontam estas variáveis como importantes determinantes no estudo do desempenho ESG e financeiro das empresas.

4.2 Regressão de Dados em painel

A Tabela 3-Painel A mostra o resultado da regressão com dados em painel somente dos países emergentes da amostra, que são a África do Sul e o Brasil. O desempenho financeiro, medido pela variável ROA ($\beta_1 \sim -0,0305$; $p > 0,1$), quando considerados somente os países emergentes, não tem influência do desempenho financeiro, medido pela variável ESG, a variável dependente.

O mesmo resultado, isto é, não há relação estatisticamente significativa, ocorre quando invertemos a modelagem, colocando o desempenho financeiro, medido pelo ROA, como variável dependente, apontado na Tabela 3-Painel B. O desempenho ESG ($\beta_1 \sim -0,0041$; $p > 0,1$) não tem relação significativa no desempenho financeiro de empresas pertencentes a países emergentes. Ao considerar o indicador de mercado DCF como desempenho financeiro, o resultado é semelhante: não há relação estatisticamente significativa entre o desempenho ESG ($\beta_1 \sim -0,0026$; $p > 0,1$) e o desempenho financeiro, medido pelo DCF, conforme Tabela 3-Painel C.

Esses resultados permitem aceitar as hipóteses H1 e H2, como já comprovados em outros estudos feitos com empresas de países emergentes: por Rodrigo, Duran e Arenas (2016), que utilizaram na amostra, somente empresas de seis países da América Latina; por Kapoor e Shandhu (2010) que utilizaram empresas da Índia; Ramasamy *et al.* (2007) com empresas da Malásia; Aras *et al.* (2010) com empresas da Turquia; Crisóstomo *et al.* (2011) com empresas do Brasil e; Chetty *et al.* (2015) com empresas da África do Sul.

Tabela 3 – Resultado da regressão com dados em painel: Empresas de Países emergentes

Painel A – ESG variável dep. variável dep.		Painel B – ROA variável dep.		Painel C – DCF	
Variable	Fixed Effect	Variable	Fixed Effect	Variable	Fixed Effect
Const	5,02737 (17,393)	Const	32,9842*** (9,178)	Const	-11,4956*** (4,640)
ROA	-0,0305 (0,075)	ESG	-0,0041 (0,022)	ESG	-0,0026 (0,010)
DCF	-0,0435 (0,137)	Lev	-0,0965** (0,025)	Lev	-0,0263 (0,012)
Lev	-0,1458*** (0,045)	Size	-1,3313*** (0,587)	Size	0,8792** (0,296)
Size	3,4395*** (1,096)	List	0,5010 (0,953)	List	-0,6355*** (0,464)
List	7,7889*** (1,668)				
N	213	N	214	N	213
[#Companies]		[#Companies]		[#Companies]	
R ² Adjust	5,59%	R ² Adjust	3,4%	R ² Adjust	1,75%
Akaike Criterion	6977,119	Akaike Criterion	6288,529	Akaike Criterion	4758,627
F	25,76142	F	7,644999	F	5,532355
Durbin-Watson	1,191048	Durbin-Watson	1,371374	Durbin-Watson	1,826408

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

Fonte: elaboração própria

Já, ao considerar no modelo de estimação somente os países desenvolvidos, os resultados são diferentes. Na Tabela 4-Painel A verificamos que o desempenho financeiro ($\beta_1 \sim 0,1205$; p < 0,01) tem influência significativa do desempenho ESG, a variável dependente. O mesmo ocorre na relação inversa, ou seja, utilizando no modelo econométrico como variável dependente o desempenho financeiro, medido pelo ROA, o desempenho ESG ($\beta_1 \sim 0,0605$; p < 0,01) influencia significativamente no desempenho financeiro, conforme Tabela 4-Painel B.

Ao considerar o indicador de mercado DCF como desempenho financeiro, o resultado é semelhante: há relação estatisticamente significativa entre o desempenho ESG ($\beta_1 \sim 0,0145$; p < 0.01) e o desempenho financeiro, medido pelo DCF, conforme Tabela 4 – Painel C.

Tabela 4 – Resultado da regressão com dados em painel: Empresas de Países desenvolvidos

Painel A – ESG variável dep. variável dep.		Painel B – ROA variável dep.		Painel C – DCF	
Variable	Fixed Effect	Variable	Fixed Effect	Variable	Fixed Effect
Const	-42,4431*** (5,0264)	Const	-13,3072*** (3,349)	Const	-8,7798*** (1,093)
ROA	0,1205*** (0,014)	ESG	0,0605*** (0,006)	ESG	0,0145*** (0,002)
DCF	0,2609*** (0,044)	Lev	-0,0055*** (0,001)	Lev	-0,0002 (0,0002)
Lev	-0,0018 (0,001)	Size	1,0676*** (0,224)	Size	0,6035*** (0,073)
Size	6,6664*** (0,332)	List	-0,0028 (0,434)	List	-0,0488 (0,133)
List	2,0604*** (0,629)				
N	1929	N	1939	N	1933
[#Companies]		[#Companies]		[#Companies]	
R ² Adjust	5,3%	R ² Adjust	1,5%	R ² Adjust	1,34%

Akaike Criterion	96532,44	Akaike Criterion	90431,24	Akaike Criterion	59402,16
F	40,38960	F	6,947656	F	9,888494
Durbin-Watson	1,074208	Durbin-Watson	1,588385	Durbin-Watson	1,464121

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

Fonte: elaboração própria

Esses resultados, considerados empresas de países desenvolvidos, estão condizentes com os resultados das metas-análises pesquisadas, na quais indicam que o desempenho em ESG tem relação estatisticamente significativa no desempenho financeiro e vice-versa (Griffin; Mahon, 1997; Roman; Hayibor; Agle, 1999; Orlitzky *Et. Al*, 2003; Margolis; Walsh, 2003).

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

A teoria existente reconhece que fatores institucionais exercem uma influência significativa no DSE (Campbell, 2007; Chiu; Sharfman, 2011), mas só recentemente esta convicção foi explorada na literatura de RSE. Julian e Ofori-Dankwa (2013) sugerem a hipótese da diferença institucional (*Institutional Difference Hypothesis-IDH*, em inglês), pelos quais as fraquezas institucionais presentes nos mercados emergentes, como a qualidade dos mercados de capitais, afetam a relação entre CFP e CSP.

A lógica do IDH sugere que, nessas circunstâncias, as empresas são mais propensas a priorizar o acúmulo de capital e não reconhecer o potencial benefício estratégico dos investimentos em RSE (Frynas, 2005; Ofori; Hinson, 2007). Além disso, essas empresas sofrem pouca pressão por iniciativas em RSE, sejam essas pressões vindas de órgãos governamentais ou de organizações não governamentais, como é normalmente verificado em países desenvolvidos (Amao, 2008; Atuguba; Dowuona-Hammond, 2006; Blowfield; Frynas, 2005; Fabig; Boele, 1999; Waddell, 2000; Winston, 2006).

Também o alto nível de corrupção e pagamentos de propinas existentes nos países de economia emergente (AHUNWAN, 2002; OSEI; 1998), pressionam as empresas em não atender ao *compliance*, o que contradiz totalmente a teoria do "*beyond compliance*", no qual prega que as empresas adotam práticas de RSE "além das exigências legais" (Berccichi; King, 2007).

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

4.3 Setores sensíveis

Para testar a hipótese 5, empresas de setores polêmicos possuem melhor desempenho em ESG, a modelagem de estimação usada considerou os efeitos aleatórios em dados em painel. Isto porque, como a variável de interesse criada para identificar os setores sensíveis é uma variável *dummy* constante ao longo do tempo (o setor que a empresa é classificada não tem variação), não podemos usar o modelo por efeitos fixos para estimarmos seus efeitos na variável dependente desempenho em ESG. Portanto, executamos a regressão com dados em painel utilizando a modelagem por efeitos aleatórios.

Pelo resultado da Tabela 5, verificamos que empresas de setores sensíveis tem melhor desempenho ESG ($\beta_4 \sim 4,1641$; $p < 0,01$). Esse resultado confirma a hipótese 5 e corrobora diversos resultados de outros estudos recentes como Rodrigo *et al.*, (2016); Kilian e Hennigs (2014); Jo e Na (2012); Cai *et*

al., (2012). Mesmo segregando a base de dados em países desenvolvidos e países emergentes, setores controversos tem melhor desempenho em ESG ($\beta_4 \sim 3,7728$; $p < 0,01$ e $\beta_4 \sim 5,8740$; $p < 0,1$, respectivamente).

Tabela 5 – Resultado da regressão com dados em painel: ESG como variável dependente.

Variable	All	Developed countries	Emerging countries
Const	-51,8124*** (3,302)	-54,5635*** (3,469)	-55,8946*** (9,606)
ROA	0,1212*** (0,013)	0,1248*** (0,013)	0,0243 (0,059)
Lev	-0,0020 (0,001)	-0,0018 (0,0013)	-0,1157*** (0,035)
Size	7,1059*** (0,216)	7,3579*** (0,228)	6,8088*** (0,616)
Sens	4,1641*** (1,363)	3,7728*** (1,435)	5,8740* (3,192)
List	3,83085*** (0,566)	3,1171*** (0,6193)	13,111*** (1,439)
N [#Companies]	2153	1939	214
Akaike Criterion	128486,7	119803,0	8369,611

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

Fonte: elaboração própria

O resultado da regressão utilizando como *dummy* empresas de setores polêmicos indica que as empresas desses setores têm desempenho ESG superior às demais empresas. Para manter a legitimidade de suas operações, empresas que exploram atividades econômicas consideradas, na literatura, como polêmicas, controversas ou sensíveis, necessitam de maiores esforços e investimentos em ESG visando até mesmo minimizar os impactos de suas atividades para a sociedade e ao meio ambiente (Lindorff *Et Al.*, 2012; Patten, 2002; Brammer; Pavelin, 2008).

Isso pode explicar o resultado da relação estatisticamente significativa de que empresas de setores polêmicos têm melhores desempenhos em ESG. A natureza do setor na qual a empresa atua influencia a qualidade da informação gerada porque está altamente associada com o nível de envolvimento em questões socioambientais (Sinclair-Desgagné; Gozlan, 2003). Podemos assim, afirmar que empresas que exploram atividades de setores polêmicos e com alto impacto socioambiental, tendem a gerar mais informações dessa natureza (Deegan; Gordon, 1996; Hoffman, 1999; Bowen, 2000; Patten, 2002; Brammer; Pavelin, 2008).

5. CONCLUSÃO

Sintetizando os resultados dessa pesquisa, podemos concluir que há prevalência do ambiente institucional na relação desempenho financeiro e desempenho ESG. Empresas de países de economia emergente não apresentam relação estatisticamente significativa entre o desempenho ESG e financeiro, seja este último medido pelos indicadores baseados no mercado (DCF) ou na contabilidade (ROA) das empresas. Já nas empresas de países desenvolvidos existe relação estatística e significativa entre essas variáveis, quando considerado o indicador baseado nos livros contábeis, que é o que melhor representa o resultado das estratégias de investimentos socioambientais, uma vez que, é internamente na organização que são sentidos os primeiros resultados com ganho de competências internas e melhoria na eficiência das operações. Esse resultado fortalece as teorias da RBV (Barney; Hesterly, 1991) e das capacidades dinâmicas (Eisenhardt; Martin, 2000), que aparentemente, melhor funcionam nas economias de países desenvolvidos. Isso porque, nos países emergentes talvez outras estratégias socioambientais, sugeridas por London e Stuart (2004), surtiriam melhores efeitos no desempenho ESG das empresas como fazer alianças comerciais com parceiros não tradicionais, inovações customizadas ao ambiente local e, incentivar o desenvolvimento de fornecedores e capacidades locais.

O estudo constatou que os investidores de empresas de países emergentes não valoriza o desempenho ESG das empresas, conforme resultado estatisticamente não significativo encontrado quando utilizado o indicador de mercado, DCF. Isso já não acontece no ambiente dos países desenvolvidos, nos quais o

indicador DCF é estatisticamente significativo com o desempenho ESG. Essa diferença entre o comportamento do investidor de países desenvolvidos e de países emergentes mostra novamente a prevalência do ambiente institucional da empresa, reforçando os preceitos da teoria institucional, que envolve os processos em que valores sociais (como práticas, crenças, obrigações) assumem o *status* de regra no pensamento e na ação social, talvez não tão difundido assim, a questão de investimentos socioambientais pelas empresas, nos países de economia emergente.

E, finalmente, o estudo mostrou que empresas pertencentes a setores polêmicos apresentam melhor desempenho ESG do que empresas dos outros setores. Possivelmente pelo fato de que, uma vez que sua natureza econômica é a exploração de atividades que causam grande impacto socioambiental, a estratégia da empresa é provar que suas ações mitigam esses impactos, com relevantes investimentos na área socioambiental ou somente pelo *disclosure* de suas práticas sustentáveis, comprovando a doutrina da literatura do “*beyond compliance*” (Berchicci e King, 2007).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Allouche, J., Laroche, P. 2005. A meta-analytical investigation of the relationship between corporate social and financial performance. *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, 57(1), pp. 8-41.
- Aras, G., Aybars, A, Kutlu, O. 2010. Managing corporate performance: Investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging markets. *International Journal of Productivity and Performance Management*, v. 59, 3, pp. 229-254.
- Bansal, P. 2002. The corporate challenges of sustainable development. *The Academy of Management Executive*, 16(2), p. 122-131.
- Barbieri, J., Cajazeira, J. 2009. Responsabilidade social empresarial sustentável: da teoria à prática. São Paulo: Saraiva.
- Barney, J.B., Hesterly, W.S. 2011. *Administração estratégica e vantagem competitiva: conceitos e casos*. 3. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall.
- Berchicci, L., King, A. 2007. Postcards from the Edge: A Review of the Business and Environment Literature. *The Academy of Management Annals*, 1(1), pp.513-547.
- Bowen, F.E. 2000. Environmental visibility: a trigger of green organizational responsiveness? *Business Strategy and the Environment*, 9(2), pp. 92-107.
- Brammer S.; Pavelin S. 2008. Factors influencing the quality of corporate environmental disclosure. *Business Strategy and the Environment*, 17(2), p. 120-136.
- Cai, Y., Jo, H., Pan, C. 2012. Doing well while doing bad? CSR in controversial industry Sectors. *Journal of Business Ethics*, 108(4), pp. 467-480.
- Campbell, J.L. 2006. Institutional analysis and the paradox of corporate social responsibility. *American Behavioral Scientist*, v. 49(7), pp. 925-938.
- Cheng, B., Ioannou, I. Serafeim, G. 2014. Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, nº 35, pp. 1-23.
- Chetty, S., Naidoo, R., Seetharam, Y. 2015. The impact of corporate social responsibility in firms’ financial performance in South Africa. *Contemporary Economics*, 9(2), pp. 193-214.
- Cochran, P. L., Wood, R. 1984. A. Corporate social responsibility and financial performance. *Academy of Management Journal*, 27, pp. 42-56.
- Crisóstomo, V.L., Freire, F.S, Vasconcellos, F.C. 2011. Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7 (2), pp. 295-309.
- Deegan, C., Gordon, B. 1996. A study of environmental disclosure practices of Australian corporations. *Accounting and Business Research*, v. 26, pp. 187-199.
- Dobers, P., Halme, M., 2009. Corporate social responsibility and developing countries. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 16(5), pp. 237-249.
- Dyllick, T., Hockerts, K. 2002. Beyond the business case for corporate sustainability. *Business Strategy and the Environment*, 11(2), pp. 130-141.
- Eisenhardt, K.M., Martin, J.A. 2000. Dynamic capabilities: what are they? *Strategic Management Journal*, 21, pp.1105-1121.
- Graves, S. B., Waddock, S. A. 1994. Institutional owners and corporate social performance. *Academy of Management Journal*, 37, pp. 1034-1046.
- Griffin, J. J., Mahon, J. F. 1997. The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate. *Business & Society*, 36 (1), pp. 5-31.
- Grossman, W., Hoskisson, E.E. 1998. CEO pay at the crossroads of Wall Street and Main: Toward the strategic design of executive compensation. *Academy of Management Executive*, 12(1), pp. 43-57.
- Halt, S., Milstein, M. 1999. Global Sustainability and the Creative Destruction of Industries. *Sloan Management Review*, 41(1), pp. 23-33.
- HART, S. 2006. O capitalismo na encruzilhada: as inúmeras oportunidades de negócios na solução dos problemas mais difíceis do mundo. Porto Alegre: Artmed.

- Hillman, A. J., Keim, G. D. 2001. Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line? *Strategic Management Journal*, 22, (2), pp. 125-139.
- Hoffman, A. 1999. Institutional evolution and change: environmentalism and the U.S. chemical industry. *Academy of Management Journal*, 42(4), pp. 351-371.
- Jo, H., Na, H. 2012. Does CSR Reduce Firm Risk? Evidence from Controversial Industry Sectors. *Journal of Business Ethics*, 110 (4), pp. 441-456.
- Kilian, T., Hennigs, N. 2014. Corporate social responsibility and environmental reporting in controversial industries. *European Business Review*, 26(1), pp. 79-101.
- Lee, D. D., Faff, R. W. 2009. Corporate Sustainability Performance and Idiosyncratic Risk: a global perspective, *Financial Review*, 44, pp. 213-237.
- Lindorff, M., Prior Jonson, E, Mcguire, L. 2012. Strategic Corporate Social Responsibility in Controversial Industry Sectors: The Social Value of Harm Minimization. *Journal of Business Ethics*, 110(4), pp. 457-467.
- London, T., Hart, S.L. 2004. Reinventing Strategies for Emerging Markets: Beyond the Transnational Model. *Journal of International Business Studies*, 35, pp. 350-370.
- Lu, W.; Chau, K.W.; Wang, H.; Pan, W. 2014. A decade's debate on the nexus between corporate social and corporate financial performance: a critical review of empirical studies 2002–2011. *Journal of Cleaner Production*, 79, pp. 195-206.
- Margolis, J., Elfenbein, H., Walsh, J. 2009. Does It Pay to Be Good...and does It Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance, Working Paper, Harvard Business School.
- _____, Walsh, J. 2003. Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business. *Administrative Science Quarterly*, 48, pp. 268-305.
- Martínez-Ferrero, J., Frias-Aceituno, J. V. 2013. Relationship between Sustainable Development and Financial Performance: International Empirical Research. *Business Strategy and Environment*, 24, pp. 20-39.
- Mcguire, J. B, Sundgren, A., Schneeweis, T. 1988. Corporate social responsibility and financial performance. *Academy of Management Journal*. v. 31,(4), pp. 854-872.
- McWilliams, A., Siegel, D. 2001. Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification? *Strategic Management Journal*, 21, pp. 603-609.
- Meyer, J. W; Rowan, B. 1977. Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony. *American Journal of Sociology*, v. 83, n. 2, pp. 340-363.
- Moore, G. 2001. Corporate social and financial performance: An investigation in the UK supermarket industry. *Journal of Business Ethics*, 34, pp. 299-315.
- Nelling, E., Webb, E. 2009. Corporate social responsibility and financial performance: the "virtuous circle" revisited. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, v.32 (2), pp. 197-209.
- Orlitzky, M., Schmidt, F., Rynes, S. 2003. Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Organization Studies*, 24(3), pp. 403-441.
- Orsato, R. 2009. *Sustainability Strategies: When Does it Pay to be Green? UK: Palgrave Macmillan.*
- Patten, D. 2002. The relation between environmental performance and environmental disclosure: a research note. *Accounting, Organizations and Society*, 27, pp.763-773.
- Porter, M.; Kramer, M. 2011. Creating Shared Value. *Harvard Business Review*, 89, pp. 62-77.
- Porter, M.; Van Der Linde, C. 1995. Green and Competitive: Ending the Stalemate. *The Harvard Business Review*, 73, pp. 120-134.
- Prahalad, C. K. 2010. A riqueza na base da pirâmide: erradicando a pobreza com o lucro. Porto Alegre: Artmed.
- Rahdari, A.H. 2016. Developing a fuzzy corporate performance rating system: a petrochemical industry case study. *Journal Cleaner Production*, 131, pp. 421-434.
- Rahdari, A.H., Anvary Rostamy, A.A. 2015. Designing a general set of sustainability indicators at the corporate level. *Journal Cleaner Production*, 108, pp. 757-771.
- Rettab, B.; Brik, A.B.; Mellahi, K. 2009. A study of management perceptions of the impact of corporate social responsibility on organizational performance in emerging economies: the case of Dubai. *Journal of Business Ethics*, 89(3), pp. 371-390.
- Richardson, A. J.; Welker, M. 2001. Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, Organizations and Society*, v. 26, pp. 597-616.
- Rodrigo, P.; Duran, I.J.; Arenas, D. 2016. Does it really pay to be good, everywhere? A first step to understand the corporate social and financial performance link in Latin American controversial industries. *Business Ethics: A European Review*, 25(3), pp. 286-309.
- Sachs, J. 2008. A riqueza de todos: a construção de uma economia sustentável em um planeta superpovoado, poluído e pobre. Rio de Janeiro: Nova Fronteira.
- Sinclair-Desgagné, B.; Gozlan, E. 2003. A theory of environmental risk disclosure. *Journal of Environmental Economics and Management*, 45, pp. 377-393.
- Surroca, J.; Tribó, J. A; Waddock, S. 2010. Corporate responsibility and financial performance: the role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31, pp. 463-490.
- Tenório, F. 2006. *Responsabilidade social e,ompresarial: teoria e prática*. 2 ed. Rio de Janeiro: Editora FGV.
- Wahba, H. 2008. Does the market value corporate environmental responsibility? An empirical examination. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15(2), pp. 89-99.
- Wooldridge, J. 2009. *Introductory econometrics: a modern approach*. South-Western, Cengage Learning.