



O Desempenho Empresarial nos fatores "ESG-Environmental, Social and Governance" em diferentes ambientes institucionais

Autoria

Alexandre Sanches Garcia - atempresarial@uol.com.br

Progr de Mestr Prof em Admin/FECAP - Centro Universitário FECAP

Renato J. Orsato - renato.orsato@fgv.br

Mestr e Dout em Admin de Empresas /FGV/EAESP - Fundação Getulio Vargas/Esc de Admin de Empresas de São Paulo

Leonardo Lugoboni - leonardo.lugoboni@fecap.br

Progr de Mestr Prof em Admin/FECAP - Centro Universitário FECAP

Resumo

Nas últimas duas décadas, um número crescente de executivos e acadêmicos têm alocado tempo e recursos em assuntos de estratégia empresarial que envolve a responsabilidade social das organizações. Mas a pergunta que ainda fica sem resposta é: quando vale a pena adotar essas estratégias socioambientais? Considerando as diferenças institucional, cultural e regulamentar entre países, explicada pela Hipótese de Diferença Institucional, essa pesquisa investiga quais as diferenças entre o desempenho Environmental, Social and Governance (ESG) e sua relação com o desempenho financeiro das empresas pertencentes a países emergentes e países desenvolvidos. Por meio do banco de dados Thomson Reuters ESG, 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 das empresas. Além disso, foi constatado também que empresas de setores considerados polêmicos possuem melhor desempenho ESG do que empresas dos outros setores. Tais resultados contribuem para o debate do tema "pays-to-be-green" (vale a pena ser verde), mostrando que executivos de empresas e gestores públicos de países de economia emergente ainda tem um longo caminho a percorrer na busca por melhores práticas ESG.





O Desempenho Empresarial nos fatores “ESG-Environmental, Social and Governance” em diferentes ambientes institucionais

RESUMO

Nas últimas duas décadas, um número crescente de executivos e acadêmicos têm alocado tempo e recursos em assuntos de estratégia empresarial que envolve a responsabilidade social das organizações. Mas a pergunta que ainda fica sem resposta é: quando vale a pena adotar essas estratégias socioambientais? Considerando as diferenças institucional, cultural e regulamentar entre países, explicada pela Hipótese de Diferença Institucional, essa pesquisa investiga quais as diferenças entre o desempenho *Environmental, Social and Governance* (ESG) e sua relação com o desempenho financeiro das empresas pertencentes a países emergentes e países desenvolvidos. Por meio do banco de dados Thomson Reuters ESG, 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 das empresas. Além disso, foi constatado também que empresas de setores considerados polêmicos possuem melhor desempenho ESG do que empresas dos outros setores. Tais resultados contribuem para o debate do tema “*pays-to-be-green*” (vale a pena ser verde), mostrando que executivos de empresas e gestores públicos de países de economia emergente ainda tem um longo caminho a percorrer na busca por melhores práticas ESG.

Palavras-chave: Responsabilidade Social Empresarial, Desempenho ESG, Sustentabilidade

1 INTRODUÇÃO

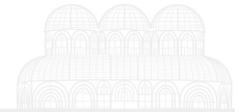
Nas últimas duas décadas, questões ambientais, sociais e de governança, conhecidas na literatura mais recente como *Environmental, Social and Governance* (ESG) tornaram-se importantes nas estratégias de negócios das empresas (Bansal, 2002; Dyllick & Hockerts, 2002; Halt & Milstein, 1999). Para Porter e Kramer (2011), estratégias socioambientais devem tornar-se 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*”.

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).

Porém, pela lógica da Hipótese de Diferença Institucional (IDH, em inglês), as fragilidades institucionais dos países de economia emergente podem afetar o desempenho ESG das empresas. As diferenças institucionais entre países desenvolvidos e emergentes têm efeitos importantes na tomada de decisão estratégica das empresas.

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.

Essa pesquisa contribui para a literatura acadêmica ao ressaltar a lógica do IDH e da teoria institucional quando comparados empiricamente os resultados no desempenho ESG e financeiro de empresas pertencentes a países com diferentes estágios de desenvolvimento econômico. E também mostra aos executivos e governantes a lacuna existente nas práticas de ESG das empresas.

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 Porter e van der Linde (1995), o argumento é que a imposição de padrões e regulamentações ambientais adequados pode estimular as empresas a adotarem inovações que reduzem os custos totais de um produto ou aumentam seu valor, melhorando a competitividade das empresas e, conseqüentemente, do país. Assim, a preservação ambiental está associada ao aumento da produtividade dos recursos utilizados na produção e, conseqüentemente, ao aumento da competitividade da empresa. 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 Responsabilidade Social Empresarial-RSE, incluindo a prática de divulgação de relatórios de sustentabilidade, como forma de apresentar o desempenho em ESG das empresas. 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 às 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).

O estímulo para a elaboração de relatórios de sustentabilidade integrados com os relatórios financeiros pode ser considerado como uma consequência da recomendação às empresas feita pela ONU, durante a *Conferência* das Nações Unidas sobre Desenvolvimento Sustentável, a *Rio+20*, ocorrida em 2012. No documento final dessa conferência, foi incluído o parágrafo 47 que recomenda a adoção da integração entre os relatórios financeiros e de sustentabilidade adotados pelas empresas. Ainda no mesmo texto, a ONU reforça a necessidade de capacitação no tema para as empresas dos países em desenvolvimento (Rio+20, 2012).

Além disso, em 2015, os Estados-membros, que compõem a ONU, assinaram o compromisso de até 2030 cumprir com os Objetivos do Desenvolvimento Sustentável. São 169 metas distribuídas em 17 indicadores. Especificamente no indicador de número 12.6.1, a ONU pede aos países o “número de empresas que publicam relatórios de sustentabilidade”.

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.

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, surgem métodos de mensuração dos benefícios e impactos resultantes das práticas de RSE, ou seja, do desempenho empresarial em iniciativas socioambientais, conhecido na literatura acadêmica como *Corporate Social Performance* (CSP).

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).

Segundo estudos de Rahdari (2016) a maioria dos estudos que examinam a relação CSP e o desempenho financeiro, também conhecido como *Corporate Financial Performance* (CFP), nos últimos 40 anos, concentra-se em empresas de países de mercados desenvolvidos. E, 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 RSE nesses países. Na revisão da literatura de RSE identifica-se uma área emergente de pesquisa que postula o que é conhecida como IDH (Grossman & Hoskisson, 1998). Fundamenta que as diferenças institucionais entre economias desenvolvidas e emergentes têm efeitos importantes sobre a tomada de decisão estratégica nas organizações.

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 em que atuam. 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. Para Dobers e Halme (2009) 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.

Essa situação é facilmente encontrada nos países de economia emergente porque os governos desses países normalmente apresentam dificuldades 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.

Outra questão, ainda aberta e muito debatida nas pesquisas acadêmicas, refere-se à relação causal entre desempenho financeiro e RSE. De acordo com Surroca, Tribó e Waddock (2010) são três as possibilidades dessa relação: (i) A CSP afeta o desempenho CFP; (ii) A CSP é afetada em função do desempenho CFP; (iii) Há uma relação neutra entre CSP e CFP. A Figura 1 ilustra essa relação bidirecional.

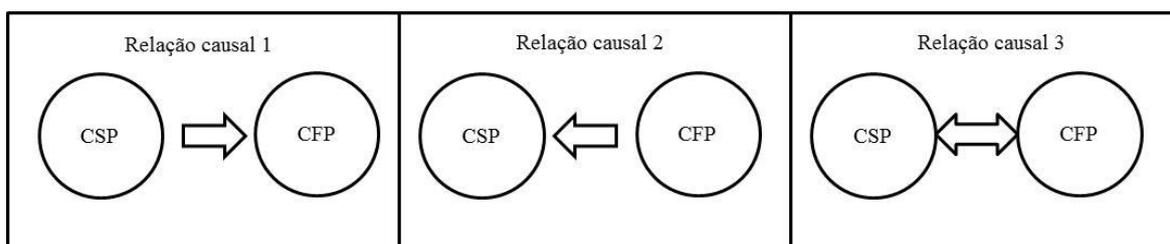


Figura 1 - Possibilidades da relação causal CSP/CFP

Sendo assim, nesse estudo 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

Quanto aos objetivos, esta pesquisa tem caráter exploratório e aplica a técnica de regressão de dados em painel. Utilizamos uma adaptação do método aplicado por Surroca et al. (2010). Esses autores argumentam que há uma relação causal recursiva entre desempenho ESG e desempenho financeiro e, que diversas variáveis podem intervir nessa relação, de forma bidirecional.

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

Dessa forma, a amostra é composta 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 os setores financeiro (21%), mineração, metalurgia, química e de papel e celulose (14%). Ressaltamos que o fato das empresas dos Estados Unidos compreenderem a metade da amostra não comprometeu os resultados quando do uso do método de regressão.

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.

Os dados das variáveis obtidas da base de dados Thomson Reuters ESG 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 (*Performance ESG*) das empresas varia de 0 a 100%. Reflete a média do desempenho de uma empresa nos pilares de governança, ambiental e social compilado pela Thomson Reuters.

Em função das controvérsias de quais indicadores financeiros utilizar nos modelos econométricos (McWilliams & Siegel, 2001; Moore, 2001; Cochran & Wood; 1984; Hillman & Keim, 2001; Martínez-Ferrero & Frías-Aceituno, 2013), executamos o modelo considerando os indicadores financeiros sob duas perspectivas: 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 (lucro ou prejuízo) pelo Ativo total. Obtido da base de dados Datastream, da Thomson Reuters.

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. Também obtido do banco de dados Datastream. O valor estimado por este modelo é chamado de *Enterprise value* ou valor das operações.

Para as variáveis de controle utilizamos as mais representativas dos 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 et al., 2010). Calculado usando o logaritmo natural da receita da firma, obtida do banco de dados Datastream.

LEV – Endividamento (“leverage”, em inglês) pode ter impacto significativo nas decisões da empresa sobre RSE, em razão dos investimentos e dos custos envolvidos. 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. Também obtido do banco de dados Datastream

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.

Considerando a análise da relação bidirecional CSP/CFP e as diferentes abordagens financeiras (indicador contábil ou de mercado), também adotamos os seguintes modelos econométricos:

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

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

As equações 2 e 3 verificarão o modelo considerando como variável dependente o desempenho financeiro da empresa, alterando apenas a medida de mensuração. 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

Pela Tabela 1 observam-se as medidas estatísticas das variáveis dependentes estudadas. O *score* médio do desempenho ESG das empresas de toda a amostra é de 59%, em uma escala de 0 a 100%.

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 associação entre as variáveis. A Tabela 2 apresenta as correlações de *Pearson* (*r*) entre as variáveis. 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 – Matriz de 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, pela Tabela 2, que as variáveis apontam para uma baixa correlação entre si (resultados abaixo de 0,5). É esperado que as variáveis apresentem coeficientes de correlação baixos entre si, dado que a situação contrária seria indicativa da recomendação de



supressão, no modelo, da variável que apresentasse correlação elevada, o que, caso não fosse feito, poderia resultar em viés de especificação no modelo.

Verifica-se, ainda, que as correlações entre as variáveis são, em sua maioria, significativas, corroborando 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 na 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 comprovadas 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.		Painel B – ROA variável dep.		Painel C – DCF variável dep.	
Variável	Efeito Fixo	Variável	Efeito Fixo	Variável	Efeito Fixo
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 [#Empresas]	213	N [#Empresas]	214	N [#Empres]	213
R ² Adjust	5,59%	R ² Adjust	3,4%	R ² Adjust	1,75%
Akaike Criterio	6977,119	Akaike Criterio	6288,529	Akaike Criterio	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 o 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.		Painel B – ROA variável dep.		Painel C – DCF variável dep.	
Variável	Efeito Fixo	Variável	Efeito Fixo	Varrável	Efeito Fixo
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 [#Empresas]	1929	N [#Empresas]	1939	N [#Empresas]	1933
R ² Adjust	5,3%	R ² Adjust	1,5%	R ² Adjust	1,34%
Akaike Criterio	96532,44	Akaike Criterio	90431,24	Akaike Criterio	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 de diversos estudos de meta-análises (Griffin & Mahon, 1997; Roman, Hayibor & Agle, 1999; Orlitzky et al., 2003; Margolis & Walsh, 2003), na quais indicam que o desempenho ESG tem relação estatisticamente significativa no desempenho financeiro e vice-versa.

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.

A teoria existente reconhece que fatores institucionais exercem uma influência significativa no desempenho ESG (Campbell, 2006), mas só recentemente esta convicção foi explorada na literatura de RSE. Julian e Ofori-Dankwa (2013) sugerem a manifestação da IDH, 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, contrariamente verificadas em países desenvolvidos (Blowfield & Frynas, 2005; Fabig & Boele, 1999; Waddell, 2000).

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).

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 comprometem a conscientização e pressão, pela sociedade, por melhorias nos produtos e serviços ofertados pelas empresas. Enquanto as pesquisas na área de RSE com empresas de países desenvolvidos, caracterizados por instituições e mercado de capitais robustos, 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.

Variável	Amostra toda	Países desenvolvidos	Países emergentes
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)
Ind	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 [#Empresas]	2153	1939	214
Akaike Critério	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

Com o objetivo de pesquisar o desempenho ESG e sua relação com o desempenho financeiro das empresas pertencentes a países emergentes e de países desenvolvidos, identificamos que fatores institucionais influenciam o resultado dessa relação.

Por meio de uma amostra de 2.165 empresas, verificamos 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 estatisticamente significativa entre essas variáveis, quando considerado o indicador baseado nos livros contábeis (ROA).

Esses diferentes resultados encontrados tendem a contradizer o *mainstream* da literatura, que apresenta conclusões de uma relação bidirecional positiva na relação CSP/CFP. Esse fato sugere que forças institucionais e de mercado são fatores preponderantes na relação entre desempenho financeiro e ESG das empresas. O fato de que, nos países emergentes, a fragilidade do ambiente institucional, que inclui a fraca atuação de órgãos reguladores de fiscalização e políticas e medidas de combate à corrupção, além do pequeno mercado de capitais nesses países, se comparado aos de países desenvolvidos, não são suficientes agentes impulsionadores para uma cobrança de melhor desempenho das empresas em RSE.

A hipótese das diferenças institucionais pode explicar tais resultados. O IDH enfatiza as diferenças significativas no contexto institucional que existe entre países de economia desenvolvida e os emergentes e como essas diferenças institucionais afetam a natureza, a forma de executar e as consequências da RSE.

O estudo constatou que os investidores de empresas nos países emergentes não valorizam o desempenho ESG das empresas, conforme resultado estatisticamente não significativo encontrado na modelagem econométrica 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 a prevalência do ambiente institucional na qual a empresa está inserida, reforçando os preceitos da teoria institucional. Por essa teoria, os valores sociais (como práticas, crenças, obrigações) assumem o *status* de regra no pensamento e na ação social, talvez não tão difundida 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).



Como limitação dessa pesquisa, pontua-se o fato de que, embora acreditamos que o banco de dados utilizado captura com confiabilidade as informações disponibilizadas pelas empresas, o mesmo não se pode afirmar quanto ao processo de divulgação dessas informações pelas empresas. Buscamos mitigar possíveis erros pelo uso de variáveis de estudos anteriores e uma amostra robusta.

Sugere-se para estudos futuros a ampliação do período estudado, tendo em vista a disponibilidade de dados mais recentes do tema estudado; empregar métodos alternativos de estimação e, fazer um aprofundamento qualitativo para compreender a relação prática entre desempenho ESG e desempenho financeiro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Ahunwan, B. (2002). Corporate governance in Nigeria. *Journal of Business Ethics*, 37(3), 269-287.
- Allouche, J. & Laroche, P. (2005). A meta-analytical investigation of the relationship between corporate social and financial performance. *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, 57(1), 8-41.
- Aras, G., Aybars, A., & Kutlu, O. (2010). Managing corporate performance: Investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging markets. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 59(3), 229-254.
- Bansal, P. (2002). The corporate challenges of sustainable development. *The Academy of Management Executive*, 16(2), 122-131.
- Barbieri, J., & Cajazeira, J. (2009). *Responsabilidade social empresarial sustentável: da teoria à prática*. São Paulo: Saraiva.
- Berchicci, L., & King, A. (2007). Postcards from the Edge: A Review of the Business and Environment Literature. *The Academy of Management Annals*, 1(1), 513-547.
- Blowfield, M., & Frynas, J. G. (2005). Editorial Setting new agendas: critical perspectives on Corporate Social Responsibility in the developing world. *International Affairs*, 81(3), 499-513.
- Bowen, F.E. (2000). Environmental visibility: a trigger of green organizational responsiveness? *Business Strategy and the Environment*, 9(2), 92-107.
- Brammer S., & Pavelin S. (2008). Factors influencing the quality of corporate environmental disclosure. *Business Strategy and the Environment*, 17(2), 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), 467-480.
- Campbell, J.L. (2006). Institutional analysis and the paradox of corporate social responsibility. *American Behavioral Scientist*, 49(7), 925-938.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23.
- Chetty, S., Naidoo, R., & Seetharam, Y. (2015). The impact of corporate social responsibility in firms' financial performance in South Africa. *Contemporary Economics*, 9(2), 193-214.
- Cochran, P.L., & Wood, R. (1984). A. Corporate social responsibility and financial performance. *Academy of Management Journal*, 27, 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), 295-309.
- Deegan, C., & Gordon, B. (1996). A study of environmental disclosure practices of Australian corporations. *Accounting and Business Research*, 26, 187-199.
- Dobers, P., & Halme, M., (2009). Corporate social responsibility and developing countries. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 16(5), 237-249.
- Dyllick, T., & Hockerts, K. (2002). Beyond the business case for corporate sustainability. *Business Strategy and the Environment*, 11(2), 130-141.
- Fabig, H., & Boele, R. (1999). The Changing Nature of NGO Activity in a Globalising World: pushing the corporate responsibility agenda. *IDS Bulletin*, 30(3), 58-67.
- Frynas, J. G. (2005). The false developmental promise of corporate social responsibility: Evidence from multinational oil companies. *International affairs*, 81(3), 581-598.
- Graves, S. B., & Waddock, S. A. (1994). Institutional owners and corporate social performance. *Academy of Management Journal*, 37, 1034-1046.
- Griffin, J. J., & Mahon, J. F. (1997). The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate. *Business & Society*, 36 (1), 5-31.
- Grossman, W., & Hoskisson, E.E. (1998). CEO pay at the crossroads of Wall Street and Main: Toward the strategic design of executive compensation. *Academy of Management Executive*, 12(1), 43-57.
- Halt, S., & Milstein, M. (1999). Global Sustainability and the Creative Destruction of Industries. *Sloan Management Review*, 41(1), 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), 125-139.
- Hoffman, A. (1999). Institutional evolution and change: environmentalism and the U.S. chemical industry. *Academy of Management Journal*, 42(4), 351-371.
- Jo, H., & Na, H. (2012). Does CSR Reduce Firm Risk? Evidence from Controversial Industry Sectors. *Journal of Business Ethics*, 110 (4), 441-456.
- Julian, S. D., & Ofori-dankwa, J. C. (2013). Financial resource availability and corporate social responsibility expenditures in a sub-Saharan economy: The institutional difference hypothesis. *Strategic Management Journal*, 34(11), 1314-1330.
- Kapoor, S., & Sandhu, H. S. (2010). Does it pay to be socially responsible? An empirical examination of impact of corporate social responsibility on financial performance. *Global business review*, 11(2), 185-208.
- Kilian, T., & Hennigs, N. (2014). Corporate social responsibility and environmental reporting in controversial industries. *European Business Review*, 26(1), 79-101.
- Lee, D. D., & Faff, R. W. (2009). Corporate Sustainability Performance and Idiosyncratic Risk: a global perspective, *Financial Review*, 44, 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), 457-467.
- Lu, W., Chau, K.W., Wang, H., & Pan, W. (2014). A decade's debate on the nexus between corporate social and corporate financial performance: a critical review of empirical studies 2002–2011. *Journal of Cleaner Production*, 79, 195-206.
- Margolis, J., Elfenbein, H., & Walsh, J. (2009). *Does It Pay to Be Good...and does It Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance*, Working Paper, Harvard Business School.
- Margolis, J., & Walsh, J. (2003). Misery loves companies: Rethinking social initiatives by business. *Administrative science quarterly*, 48(2), 268-305.
- Martínez-Ferrero, J., & Frías-Aceituno, J.V. (2013). Relationship between Sustainable Development and Financial Performance: *International Empirical Research. Business Strategy and Environment*, 24, 20-39.
- Mcguire, J.B., Sundgren, A., & Schneeweis, T. (1988). Corporate social responsibility and financial performance. *Academy of Management Journal*, 31(4), 854-872.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification? *Strategic Management Journal*, 21, 603-609.
- Meyer, J. W., & Rowan, B. (1977). Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony. *American Journal of Sociology*, 83(2), 340-363.
- Moore, G. (2001). Corporate social and financial performance: An investigation in the UK supermarket industry. *Journal of Business Ethics*, 34, 299-315.
- Nelling, E., & Webb, E. (2009). Corporate social responsibility and financial performance: the “virtuous circle” revisited. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32(2), 197-209.
- Ofori, D. F., & Hinson, R. E. (2007). Corporate social responsibility (CSR) perspectives of leading firms in Ghana. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 7(2), 178-193.
- Orlitzky, M., Schmidt, F., & Rynes, S. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403-441.
- Orsato, R. (2009). *Sustainability Strategies: When Does it Pay to be Green?* UK: Palgrave Macmillan.
- Osei, K. A. (1997). Analysis of factors affecting the development of an emerging capital market: The case of the Ghana stock market. *African economic research consortium*, 76.
- Patten, D. (2002). The relation between environmental performance and environmental disclosure: a research note. *Accounting, Organizations and Society*, 27, 763-773.
- Porter, M., & Kramer, M. (2011). Creating Shared Value. *Harvard Business Review*, 89, 62-77.
- Porter, M., & Van Der Linde, C. (1995). Green and Competitive: Ending the Stalemate. *The Harvard Business Review*, 73, 120-134.
- Prahalad, C. K. (2010). *A riqueza na base da pirâmide: erradicando a pobreza com o lucro*. Porto Alegre: Artmed.



- Rahdari, A.H. (2016). Developing a fuzzy corporate performance rating system: a petrochemical industry case study. *Journal Cleaner Production*, 131, 421-434.
- Rahdari, A.H., & Rostamy, A.A. (2015). Designing a general set of sustainability indicators at the corporate level. *Journal Cleaner Production*, 108, 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), 371-390.
- Richardson, A. J., & Welker, M. (2001). Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, Organizations and Society*, 26, 597-616.
- Rio+20. (2012). Documento final da Conferência das Nações Unidas para o Desenvolvimento Sustentável, 2012. Recuperado em 05 fevereiro, 2018 de <http://www.mma.gov.br/port/conama/processos/61AA3835/O-Futuro-que-queremos1>.
- Rodrigo, P., Duran, I.J., & Arenas, D. (2016). Does it really pay to be good, everywhere? A first step to understand the corporate social and financial performance link in Latin American controversial industries. *Business Ethics: A European Review*, 25(3), 286-309.
- Roman, R. M., Hayibor, S., & Agle, B. R. (1999). The relationship between social and financial performance: Repainting a portrait. *Business & Society*, 38(1), 109-125.
- 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, 377-393.
- Surroca, J., Tribó, J.A., & Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: the role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31, 463-490.
- Tenório, F. (2006). *Responsabilidade social e Empresarial: teoria e prática*. 2 ed. Rio de Janeiro: Editora FGV.
- Waddell, S. (2000). New institutions for the practice of corporate citizenship: Historical, intersectoral, and developmental perspectives. *Business and Society Review*, 105(1), 107-126.
- Wahba, H. (2008). Does the market value corporate environmental responsibility? An empirical examination. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15(2), 89-99.
- Wooldridge, J. (2009). *Introductory econometrics: a modern approach*. South-Western, Cengage Learning.