

## ARTIGO

## As Controvérsias ESG Influenciam o Valor das Empresas? Uma Análise com Dados Longitudinais em Diferentes Países

Gabriela de Abreu Passos<sup>1</sup>gabriela.abreu.passos@gmail.com |  0000-0002-0165-3615Paula Pontes de Campos-Rasera<sup>1</sup>paula.pontes.campos@gmail.com |  0000-0003-3217-127X

### RESUMO

Esta pesquisa tem por objetivo analisar a influência das controvérsias ESG no valor das empresas. Foram analisados os dados anuais de 6.325 empresas de 61 países no período de 2002 a 2020. No modelo econométrico desenvolvido utilizaram-se como controvérsias de ESG os índices elaborados pela Refinitiv<sup>®</sup> e disponibilizados por meio da plataforma Eikon, além das três variáveis como proxy de valor da empresa: Q de Tobin, Market-to-Book e Capitalização de Mercado. Os resultados indicam uma relação negativa entre as controvérsias ESG e o valor das empresas mensurado pelas proxies Q de Tobin e Capitalização de Mercado. Considerando que o valor de uma firma representa a estimação de retornos, os achados corroboram a visão de que as controvérsias produzem efeitos negativos nas avaliações dos resultados futuros. Contribui-se com a literatura ao demonstrar que as controvérsias ESG produzem efeitos para a empresas a partir de uma análise a nível global, além aprofundar entendimentos sobre os impactos das irregularidades corporativas.

### PALAVRAS-CHAVE

Controvérsias ESG, Valor da Empresa, Países

<sup>1</sup>Universidade Federal do Paraná,  
Curitiba, PR, Brasil

Recebido: 20/06/2022.  
Revisado: 17/11/2022.  
Aceito: 26/11/2022.  
Publicado: 28/11/2023.  
DOI: <https://doi.org/10.15728/bbr.2022.1326.pt>



This Article is Distributed Under the Terms of the Creative Commons Attribution 4.0 International License

## Do ESG Controversies Influence Firm Value? An Analysis with Longitudinal Data in Different Countries

### ABSTRACT

This study aims to analyze the influence of ESG controversies on the value of companies. Annual data from 6,325 companies from 61 countries between 2002 and 2020 were analyzed. In the econometric model developed, the indices prepared by Refinitiv®, made available through the Eikon platform, were used as ESG controversies, in addition to the three variables as proxies of company value: Tobin's Q, Market-to-Book, and Market Capitalization. The results indicate a negative relationship between ESG controversies and the value of companies measured by Tobin's Q and Market Capitalization proxies. Considering that the value of a firm represents the estimation of returns, our findings corroborate the view that controversies produce negative effects on the evaluation of future results. It contributes to the literature by demonstrating that ESG controversies affect companies based on global analysis and a deepening understanding of the impacts of corporate irregularities.

### KEYWORDS

ESG controversies, Company Value, Countries

## 1. INTRODUÇÃO

Esta pesquisa tem por objetivo analisar a influência das controvérsias ESG (*Environmental, Social e Governance*) no valor das empresas. Diante da mudança de pensamento nas últimas décadas sobre os impactos enfrentados pelas organizações e seus objetivos, elas começaram a se engajar no desenvolvimento de práticas sociais responsáveis (Ali et al., 2017; Carroll, 2008; Ye et al., 2020). Nessa perspectiva, as empresas são vistas como responsáveis perante a sociedade, pelo bem-estar econômico, social e ambiental na região em que se situam, além de atenderem às diferentes expectativas dos seus stakeholders (Agudelo et al., 2019). Entretanto, pouca atenção é dada aos aspectos das controversas (ou controvérsias) ESG que são consideradas situações de comportamentos suspeitos, danosos, ilícitos ou pertencentes à escândalos corporativos envolvendo os pilares ambiental, social e governança.

Devido ao impacto nas decisões empresariais, o comportamento social responsável se tornou uma dimensão relevante dentro da tomada de decisão das firmas (Lindgreen & Swaen, 2010). Como consequência desse movimento, houve um aumento de investimentos ESG nos últimos anos pelas empresas refletindo na aplicação de recursos para um conjunto amplo de ações sociais responsáveis (Daugaard, 2020). Conjuntamente, pesquisadores se interessaram pelos aspectos das práticas ESG nas companhias, buscando investigar as causas e consequências que uma gestão voltada às práticas ESG pode gerar (Ali et al., 2017; Daugaard, 2020; Malik, 2015).

O olhar para as práticas ESG tem aumentado nos últimos anos em razão dos retornos positivos alcançados pelas empresas que investiram esforços e recursos na convergência das duas ações com esses pilares (Cui & Docherty, 2020). Os efeitos da adoção de práticas voltadas ao ESG são relatados por diferentes estudos e vão desde o desempenho financeiro (Huang, 2019; Xie et al., 2019) até elementos intangíveis como a reputação corporativa (Capelle-Blancard & Petit, 2019; Jeffrey et al., 2019). No entanto, para que as companhias possam obter resultados positivos, é necessário que os stakeholders legitimem as ações corporativas, considerando-as adequadas e apropriadas segundo os seus julgamentos (Alda, 2021).

Deve-se considerar que o olhar dos stakeholders nas práticas corporativas transcende os elementos positivos do ESG. As controvérsias ESG estão presentes no dia a dia das corporações, ganhando os holofotes da mídia e atraindo a atenção dos acionistas (Aouadi & Marsat, 2018). Por possuírem relação com irresponsabilidades e impactos negativos com o meio no qual a firma se situa, essas práticas não são aceitas pelas partes interessadas, resultando em efeitos desfavoráveis, principalmente relacionados à reputação corporativa (Sabbaghi, 2020). Por vezes, as práticas de ESG parecem reduzir as consequências negativas das controvérsias, mas os resultados negativos permanecem por tempos (Nirino et al., 2021).

Os investidores tendem a reagir negativamente diante da divulgação das ações de controvérsias ESG, por representarem uma ruptura das práticas ESG (Capelle-Blancard & Petit, 2019; Cui & Docherty, 2020). Por conta disso, os shareholders podem retirar investimentos das corporações e restringir o acesso ao capital, conduzindo a uma redução do seu valor de mercado (Aouadi & Marsat, 2018). O valor da empresa se traduz na perspectiva futura da empresa de gerar retornos positivos às suas partes interessadas (Li et al., 2019). Portanto, defende-se neste estudo que as controvérsias ESG podem impactar negativamente o valor das companhias devido em virtude da não aceitação dessas práticas pelos *stakeholders*.

Para alcançar o objetivo proposto, utilizou-se uma amostra composta por 7.140 companhias não financeiras de capital aberto que possuem *score* de Controvérsias ESG da disponível na plataforma Refinitiv de 2002 a 2020. Empregou-se a abordagem de dados em painel para as três variáveis de avaliação do valor de empresas: Q de Tobin, *Market to Book* e Capitalização de Mercado. Os resultados apurados indicam uma associação negativa entre as controvérsias ESG e o valor da companhia. Entretanto, isso apenas foi confirmado para duas das três proxies utilizadas como valor das empresas. Tendo em vista que a mensuração do valor da empresa reflete a capacidade de gerar retornos positivos futuros, pode-se apontar que os achados deste estudo são consistentes com a perspectiva de que as controvérsias ESG produzem efeitos negativos nas avaliações dos resultados futuros que é traduzida pelo valor menor da firma.

Em um momento em que as práticas ESG adquirem relevância, o presente estudo e seus resultados estendem o olhar para os elementos negativos relacionados aos pilares ambiental, social e de governança, conhecidos como dimensões norteadoras das decisões corporativas na atualidade. Além disso, essa investigação ratifica o aumento crescente do interesse de pesquisadores em compreender os impactos das irregularidades corporativas, conforme comentado por Nieri e Giuliani (2018). Por conseguinte, busca-se contribuir com a literatura ao apresentar uma análise em nível global sobre a influência das controvérsias ESG no valor das empresas.

Adicionalmente, os resultados da pesquisa demonstram que os agentes de mercado não estão “cegos” para as ações das empresas, com especial atenção às controvérsias ESG que comprovadamente afetam de forma negativa o valor das empresas quando mensurado por variáveis do mercado. Diante disso, contribui-se com os gestores de diferentes países ao evidenciar a atenção necessária nas decisões para combater ações controversas de ESG, com o propósito de evitar uma redução no valor da empresa. Além disso, evitar consequentes desdobramentos, tais como a descapitalização pela fuga de capital, que constitui um item importante de financiamento dentro da estrutura de capital.

## 2. REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE DE PESQUISA

O entendimento de que as empresas possuem responsabilidades sobre o meio em que estão situadas não é recente, porém, nos últimos anos, tem recebido notoriedade devido à crescente preocupação com o desenvolvimento sustentável (Hassan et al., 2021; Honig et al., 2015; Ye et al.,

2020). Mediante essa perspectiva, o acrônimo ESG representa uma evolução da terminologia nos estudos sobre os impactos das ações corporativas no bem-estar social e reflete a integração de aspectos ambientais, sociais e de governança na gestão empresarial de forma a melhorar a atuação das organizações na sociedade (Gillan et al., 2021). Com o decorrer nos anos, o desempenho ESG passou a ser visto como um indicador abrangente sobre o desenvolvimento responsável da gestão das empresas (Clementino & Perkins, 2020; Slager et al., 2012).

Em modelos de negócios, entende-se o ESG como uma estratégia corporativa que traz vantagens competitivas pelo equilíbrio da maximização dos lucros com os elementos econômicos, sociais e ambientais (Ye et al., 2020). Esse entendimento marca o abandono da visão filantrópica na adoção das ações sociais responsáveis pelas empresas e as torna compulsórias e necessárias dentro de um mercado competitivo (Carroll, 2008). Devido a maior consciência dos elementos do ESG, os investidores passaram a requisitar dados sobre o desempenho das entidades nessas áreas para serem utilizados nas decisões de investimentos (Galbreath, 2013).

Na literatura sobre ESG, é possível encontrar diferentes benefícios dessas práticas. A princípio, apesar de não ser consenso, a maioria das pesquisas constatam uma relação positiva entre o alto nível de ESG e o desempenho financeiro positivo (Friede et al., 2015; Huang, 2019; Xie et al., 2019). Estudos defendem que as atividades de ESG reduzem o custo de capital, pois o ESG melhora as políticas corporativas e de decisão, diminuindo os problemas de agência e assimetria de informações, reduzindo custos de capital próprio e, ainda, pelo fato de que as práticas de ESG reduzem o risco da empresa, conseqüentemente há uma contenção nos custos de empréstimos e financiamentos (Campos-Rasera et al., 2021; Eliwa et al., 2019). Um outro benefício relatado se refere à reputação corporativa, uma vez que as práticas ESG aumentam a percepção de um comportamento confiável e de valorização das ações da companhia com os *stakeholders* (Jeffrey et al., 2019).

Cabe destacar que o resultado final com a agregação dos benefícios do desempenho superior de práticas ESG está no aumento do valor da empresa (Aboud & Diab, 2018; Fatemi et al., 2018; Malik, 2015; Wong et al., 2021). De acordo com Malik (2015), isso ocorre porque os benefícios derivados das ações corporativas voltadas ao ESG maximizam o lucro e proporcionam maior desempenho operacional da companhia, que conseqüentemente levam ao aumento do valor da firma. Por isso o ESG é utilizado como uma ferramenta estratégica de curto e longo prazo para agregar valor à corporação. Sob a perspectiva da Teoria dos *Stakeholders*, o ESG demonstra o atendimento das expectativas de diferentes partes interessadas da organização quanto à atuação ambiental, social e de governança, tornando-a mais atrativa a investimentos e, assim, aumentando os retornos da empresa e por fim o seu valor (Li et al., 2018).

De forma racional, o ESG também agrega valor à empresa pelo relacionamento que possui com os seus *stakeholders* (Peloza & Shang, 2011). Segundo Aouadi e Marsat (2018), as práticas ESG atraem a atenção da mídia que por sua vez propaga uma imagem positiva das empresas quanto à relação com as suas partes interessadas devido à proteção e promoção dos interesses desses indivíduos. Para os autores, a visibilidade midiática proporciona auxílio aos gestores para atrair mais investimentos e aumentar o valor da companhia perante o mercado.

Apesar do ESG possibilitar benefícios e agregar valor à firma, essas ações precisam ser entendidas como legítimas pelos *stakeholders* para que isso ocorra (Alda, 2021; Aouadi & Marsat, 2018; Eliwa et al., 2019). A legitimidade, na visão de Suchman (1995, p. 574), “é uma percepção generalizada ou suposição de que as ações de uma entidade são desejáveis, adequadas ou apropriadas dentro de algum sistema de normas, valores, crenças e definições socialmente construído”. Segundo Donaldson e Preston (1995), compete aos gestores das companhias direcionar os recursos e

selecionar as atividades para obter benefícios a partir da legitimidade dos *stakeholders*. Assim, os esforços dos dirigentes devem se voltar-se para tornar aos comportamentos de ESG transparentes às partes interessadas para que assim possam ser julgadas e se tornarem (ou não) legítimas (Servaes & Tamayo, 2013). Se não forem consideradas legítimas, as essas práticas não geram benefícios.

Os *stakeholders* observam as ações ESG positivas e negativas (Fatemi et al., 2018). Os elementos negativos são chamados de controvérsias ESG, que compreendem comportamentos suspeitos, danosos, ilícitos ou pertencentes a escândalos corporativos que ganham os holofotes da mídia e chamam a atenção dos acionistas (Aouadi & Marsat, 2018). As controvérsias demonstram a existência de práticas organizacionais desviantes, má conduta, irregularidades corporativas e irresponsabilidade social corporativa (Nieri & Giuliani, 2018).

As controvérsias ESG são entendidas como ações que podem impactar adversamente os *stakeholders* e dessa forma geram diferentes notícias que disseminam publicidade negativa sobre a companhia, colocam-se como um risco à reputação corporativa (Li et al., 2019). Isso decorre da inflexão negativa registrada nas notícias e disseminadas na sociedade, as quais tendem a repercutir mais que aquelas de tom positivo (Sabbaghi, 2020). Por meio das notícias, as partes interessadas obtêm informações que auxiliam no julgamento das ações controversas para então responsabilizá-la pela conduta (Cui & Docherty, 2020; Kölbel et al., 2017).

Ainda que investigadas em menor nível quando comparado ao ESG, há diferentes relatos a respeito dos impactos que as controvérsias ESG podem provocar nas companhias. A reputação corporativa é o principal elemento que as controvérsias ESG geram, uma vez que essas geram dúvidas sobre as perspectivas de resultados futuros das companhias e, assim, acarretam a interferência em outras áreas, tais como o desempenho financeiro, risco e valor da empresa (Aouadi & Marsat, 2018; Capelle-Blancard & Petit, 2019). Nesse contexto, o prospecto negativo que resulta da existência das controvérsias ESG, conduz as organizações a desenvolverem mais ações responsáveis voltadas às dimensões ambiental, social e de governança (Li et al., 2019).

De acordo com Dorfleitner et al. (2020), as corporações que não apresentam práticas relacionadas às controvérsias ESG podem ser compreendidas como mais lucrativas sob o ponto de vista dos investidores, uma vez que a ausência de ações danosas é incorporada no preço das ações. Por conta disso, as companhias tendem a se afastar de escândalos e aspectos ilícitos para reduzir os impactos das controvérsias. Adicionalmente, essa tendência de posicionamento corporativo também pode ser explicada pela constatação de que as controvérsias ESG costumam ter um impacto maior do que as práticas voltada ao ESG, perdurando os seus efeitos negativos mesmo após a tentativa de eliminá-lo (Nirino et al., 2021).

Especificamente sobre a influência das controvérsias ESG no valor das empresas, Aouadi e Marsat (2018) argumentam que os *stakeholders* atuam como agentes de controle social das ações empresariais, avaliando e julgando constantemente as decisões dos gestores. Desse modo, para os autores, quando há desconformidade com conta das controvérsias ESG, as partes interessadas podem reagir negativamente, o que é incorporado no valor da empresa. “Por sua vez, Capelle-Blancard e Petit (2019) constataram que os eventos negativos de ESG geram retornos negativos nas ações das organizações, com reflexos no valor delas. Convergente esse achado, Cui e Docherty (2020) relatam que a divulgação das controvérsias ESG pela mídia conduz às reações negativas exageradas no mercado de capitais, reduzindo o valor de mercado das empresas. Posto isso, formula-se a seguinte hipótese:

- **H1:** As controvérsias ESG possuem uma relação negativa e significativa com o valor da empresa.

### 3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A população do estudo corresponde às companhias de capital aberto que possuem o *score* de Controvérsias ESG da base de dados Refinitiv®, do período de 2002 a 2020. Foram excluídas do estudo as empresas do setor financeiro. A eliminação das empresas se dá por suas características nos registros contábeis que se diferem de outros setores, o que implica a impossibilidade de análise comparativa entre as organizações utilizando todas as variáveis do estudo. A amostra é constituída por 6.325 empresas pertencentes a 61 países, e com dados financeiros anuais. Na Tabela 1, apresenta-se o número de companhias distribuídas por país.

**Tabela 1**

*Número de Empresas da Amostra por País*

País	N. Empresas	%	País	N. Empresas	%
África do Sul	100	1,58%	Itália	64	1,01%
Alemanha	158	2,50%	Japão	413	6,53%
Arábia Saudita	15	0,24%	Kuwait	7.	0,11%
Argentina	31	0,49%	Luxemburgo	1	0,02%
Austrália	339	5,36%	Malásia	54	0,85%
Áustria	22	0,35%	Marrocos	1	0,02%
Barein	2	0,03%	México	41	0,65%
Bélgica	40	0,63%	Noruega	48	0,76%
Brasil	81	1,28%	Nova Zelândia	51	0,81%
Canadá	285	4,51%	Omá	4	0,06%
Catar	8	0,13%	Países Baixos	49	0,77%
Cazaquistão	1	0,02%	Paquistão	2	0,03%
Chile	33	0,52%	Peru	24	0,38%
China	430	6,80%	Polónia	27	0,43%
Colômbia	13	0,21%	Portugal	11	0,17%
Coréia do Sul	127	2,01%	Quênia	1	0,02%
Dinamarca	37	0,58%	Reino Unido	342	5,41%
Egito	6	0,09%	República da Irlanda	11	0,17%
Emirados Árabes Unidos	9	0,14%	República Tcheca	2	0,03%
Eslovênia	1	0,02%	Rússia	33	0,52%
Espanha	55	0,87%	Singapura	61	0,96%
Estados Unidos da América	2.202	34,81%	Sri Lanka	1	0,02%
Filipinas	21	0,33%	Suécia	132	2,09%
Finlândia	36	0,57%	Suíça	95	1,50%
França	133	2,10%	Tailândia	52	0,82%
Grécia	19	0,30%	Taiwan	135	2,13%
Hong Kong	248	3,92%	Turquia	38	0,60%
Hungria	4	0,06%	Uganda	1	0,02%
Índia	118	1,87%	Vietnã	1	0,02%
Indonésia	38	0,60%	Zimbábue	1	0,02%
Israel	10	0,16%	<b>Total</b>	<b>6.325</b>	<b>100%</b>

*Fonte:* Dados da pesquisa.



Em relação aos setores econômicos, as empresas se distribuem em: consumo cíclico (14,38%), consumo não cíclico (7,77%), energia (6,00%), imobiliário (5,28%), indústria (19,90%), materiais (10,84%), saúde (10,25%), serviços de comunicação (5,98%), tecnologia da informação (11,17%), e utilidade pública (5,28%).

A coleta de dados foi realizada na plataforma Refinitiv®, abrangendo o período de 2002 a 2020 com dados anuais. Para os cálculos, recorreu-se ao *software* Stata®, com aplicação de testes para o diagnóstico das regressões. As estimações foram executadas considerando dados *cross-section* por meio do estimador de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), como forma de determinar a relação estatística entre a variável dependente e as independentes (Hair et al., 2009). As estimações acompanham o painel curto, em que  $N > P$ , e desbalanceado, uma vez que a quantidade de observações difere entre as companhias (Fávero & Belfiore, 2017).

### 3.1. MENSURAÇÕES DO VALOR DA EMPRESA

A variável dependente da investigação corresponde ao valor da empresa. Existem diferentes forma de avaliação de valor de uma companhia que diferem em questões de informações necessárias para as estimações. Dessa maneira, utilizam-se três variáveis que representam o valor da empresa: Q de Tobin, Market to Book e a Capitalização de Mercado. As respectivas operacionalizações são descritas a seguir. A escolha dessas variáveis se origina de perspectivas diversas na literatura que representam o valor das companhias. Do mesmo modo, a utilização de três mensurações de diferentes modos de operacionalização auxilia a verificação e análise de distintos resultados para cada representação do valor da empresa.

Para representar o valor da empresa, a primeira proxy utilizada é a variável Q de Tobin, a qual verifica a relação entre o valor de mercado de uma companhia considerando os custos de reposição dos ativos fixos (Nogueira et al., 2010). Este estudo procedeu com a proposta de Chung e Preuitt (1994) para valor da empresa que consiste no somatório do valor de mercado da empresa (número de ações multiplicado pelo valor da ação no último dia de fechamento) e do valor das dívidas (passivo circulante menos o ativo circulante, acrescido do valor contábil das dívidas de longo prazo), dividido pelo ativo total do período.

A segunda proxy utilizada para representar o valor da empresa corresponde ao Market to Book que representa o ponto em que o valor contábil subestima o valor patrimonial da companhia (Roychowdhury & Watts, 2007). Dessa maneira, quanto maior o Market do Book, maior o valor da empresa avaliado pelo mercado em comparação com o valor contábil, o qual corresponde a um valor maior. De acordo com Galema et al. (2008), o Market to Book é calculado pela razão entre a capitalização de mercado e o seu valor contábil do período.

Por fim, a terceira proxy para o valor da empresa é estimada pela capitalização de mercado. Isso significa que o valor da empresa é mensurado diretamente no mercado, com base na valoração das ações das companhias, de maneira que não se utilizem dados contábeis que podem apresentar vieses de estimação (Hsua, 2006). Visto isso, a capitalização de mercado é estimada por meio do logaritmo natural da multiplicação entre o número de ações da firma e o seu valor de fechamento no final do período.

### 3.2. PROXY PARA CONTROVÉRSIAS ESG

Como *proxy* para as controvérsias ESG é utilizado o índice da Refinitiv® denominado Controvérsias ESG. Esse índice corresponde à exposição da empresa perante as controvérsias ambientais, sociais e de governança e eventos negativos refletidos na mídia global (Refinitiv, 2021), obtido pela dedução das controvérsias ESG da pontuação de desempenho ESG produzido pela Refinitiv®.

Dessa maneira, de acordo com Dorfleitner et al. (2020), o índice de controvérsias da plataforma citada deve ser analisado de forma contrária. Ou seja, quanto menor as controvérsias ESG que uma empresa possuir, maior será a pontuação do índice.

De acordo com Refinitiv (2021), quando uma companhia está envolvida em controvérsias ESG, o índice de Controvérsias ESG é calculado por uma média entre a pontuação do ESG score e a pontuação de controvérsias. Quando as empresas não estão envolvidas em controvérsias, a pontuação do índice de Controvérsias ESG é igual à do ESG score. O ESG score é composto por 178 indicadores subdivididos nos pilares ambiental, social e de governança. São observados 23 itens de controvérsias, que envolvem: ações de anticompetição; ética nos negócios; propriedade intelectual; saúde pública; fraudes fiscais; direitos humanos; trabalho infantil; marketing responsável; impactos ambientais; direito dos acionistas; controvérsias contábeis; saúde dos funcionários; greves, dentre outros.

### 3.3. MODELOS ECONOMETRÍCOS

Os modelos empíricos do trabalho para testar a hipótese de pesquisa foram adaptados do trabalho de Aouadi e Marsat (2018), que serviram para testar a influência das controvérsias ESG no valor da empresa, conjuntamente com as variáveis de controle elencadas em conformidade com estudos anteriores. As equações econométricas podem ser vistas nas Equações 1, 2 e 3.

$$Q\_TOBIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 C\_ESG_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 Idade_{i,t} + \beta_4 \Delta Vendas_{i,t} + \beta_5 ENDIV_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (1)$$

$$MTB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 C\_ESG_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 Idade_{i,t} + \beta_4 \Delta Vendas_{i,t} + \beta_5 ENDIV_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (2)$$

$$MKTCAP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 C\_ESG_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 Idade_{i,t} + \beta_4 \Delta Vendas_{i,t} + \beta_5 ENDIV_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (3)$$

em que Q\_TOBIN, MTB e MKTCAP representam o logaritmo natural para valor de mercado, que são respectivamente o Q de Tobin, Market to Book e Capitalização de Mercado; C\_ESG é o índice da Refinitiv® utilizada como *proxy* para as controvérsias ESG; TAM é variável de tamanho da empresa mensurada pelo logaritmo natural do total das receitas; IDADE representa a idade em dias das companhias calculadas a partir da data da oferta pública de ações (IPO); ΔVENDAS é o logaritmo natural da variação das vendas entre o período e o anterior; ENDIV é o grau de endividamento medido pela razão do total da dívida com o ativo total; e TANG é a tangibilidade mensurada pela razão dos ativos fixos e o total do ativo.

A Tabela 2 apresenta os sinais esperados para a variável presente nos modelos das Equações 1, 2 e 3 com as suas respectivas referências.

**Tabela 2**

*Sinais esperados das variáveis independentes conforme a expectativa teórica*

Variável	Sinal Esperado	Referências
C_ESG	+	Capelle-Blancard e Petit (2019); Cui e Docherty (2020)
TAM	+	El Ghouli et al. (2011); Yu et al., (2018); Capelle-Blancard e Petit (2019)
IDADE	+	McBrayer (2018); Sadiq et al. (2020)
ΔVENDAS	+	Aouadi e Marsat (2018); Fatemi et al. (2018)
ENDIV	-	Fatemi et al. (2018); McBrayer (2018); Yu et al., (2018); e Wong et al. (2021)
TANG	-/+	Li et al. (2018); Wong et al. (2021)

**Nota:** C\_ESG (Índice Controvérsias ESG); TAM (Tamanho); IDADE (tempo registro da empresa); ΔVENDAS (Variação de Vendas); ENDIV (Grau de Endividamento); e TANG (Tangibilidade).

**Fonte:** Elaborado pelos autores.



## 4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Nesta sessão são apresentados e discutidos os resultados, buscando analisar o impacto das controvérsias ESG no valor das companhias. Inicialmente são expostas na Tabela 3 as estatísticas descritivas das variáveis da pesquisa.

**Tabela 3**

*Estatística Descritiva das Variáveis da Pesquisa*

	Observações	Média	Mediana	Coef. Variação	Mínimo	Máximo
<b>Q_TOBIN</b>	31.681	1,926	1,253	1,836	0,217	381,896
<b>MTB</b>	31.681	7,414	2,336	67,162	0,000	88.559,63
<b>MKTCAP</b>	31.681	22,19	22,189	0,065	12,599	28,434
<b>C_ESG</b>	31.681	92,667	100	0,220	0,532	100
<b>TAM</b>	31.681	21,629	21,719	0,083	7,842	27,050
<b>IDADE</b>	31.681	8.675,849	6.758	0,861	0	55.276
<b>ΔVENDAS</b>	31.681	19,216	19,288	0,101	6,297	25,403
<b>ENDIV</b>	31.681	0,247	0,239	0,692	0	0,894
<b>TANG</b>	31.681	0,434	0,460	0,501	0	1

*Nota.* Q\_TOBIN = Q de Tobin; MTB = Market-to-Book; MKTCAP = Capitalização de Mercado; C\_ESG = Índice Controvérsias ESG; TAM = Tamanho; IDADE = Idade da companhia (valor mínimo zero corresponde ao zero dia de IPO); ΔVENDAS = Variação de Vendas; ENDIV = Grau de Endividamento; TANG = Tangibilidade.

*Fonte.* Dados da pesquisa.

Conforme apresentado na Tabela 3, o Market-to-Book é a variável de valor da empresa com maior variabilidade dos dados em torno da média (coeficiente de variação de 67,162) e a amplitude (88.559,63). Em contrapartida, a Capitalização de Mercado é a variável com menor variabilidade (coeficiente de variação de 0,065), em comparação com as *proxies* de valor e com todas as variáveis. Por sua vez, a Capitalização de Mercado possui coeficiente de variação de 1,836. Ressalta-se, portanto, que há diferenças comportamentais entre as três variáveis utilizadas como proxies do valor da empresa.

Em relação à *proxy* das Controvérsias ESG, ela apresentou uma variação de aproximadamente 22% em torno da média, e o desempenho médio, observado pela mediana, é de um *score* máximo de 100. A respeito desse último aspecto, tendo em vista que a leitura do índice utilizado deve ser feita de forma inversa no tocante às controvérsias, conforme comentado na sessão anterior, é possível compreender que nem todas as companhias possuem comportamentos suspeitos, danosos ou ilícitos. Ainda sobre isso, pode-se complementar com a visão de que o índice apenas captura aquelas práticas corporativas que se tornaram públicas e, dessa forma, pode-se sugerir que nem todas as ações relacionadas às Controvérsias ESG foram descobertas ou publicadas no mercado (Aouadi & Marsat, 2018).

Convém apontar que há grande amplitude (99,468) dos valores do índice de Controvérsias ESG entre as empresas. Isso direciona à percepção da existência de empresas com menor e menor prática de controvérsias. Destaca-se que duas grandes empresas americanas apresentaram um comportamento ligado às Controvérsias ESG a primeira delas é uma companhia do setor de Tecnologia da Informação (*score* 0,532), e a outra se trata de uma do setor de Serviços de Comunicação (*score* 0,625). Na sequência, apresentam-se uma firma brasileira do setor de materiais (*score* 0,735), uma russa do setor de energia (*score* 0,877) e uma sul-africana do setor de materiais

(score 0,877). Percebem-se diferentes corporações abrangidas pelo índice, entretanto se constata na análise dos dados que as dos Estados Unidos são as que contribuem com os maiores e menores valores do índice de controvérsias, porém isso se deve ao número significativo de entidades do país que compõem a amostra.

A partir das constatações iniciais realizadas por meio da estatística descritiva, segue-se para a análise de regressão para dados em painel. Inicialmente, estimaram-se os modelos descritos na sessão anterior por meio do estimador para dados em painel *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS) como forma de verificação se as variáveis utilizadas são exógenas (Cameron & Trivedi, 2009), cujos resultados serão descritos a seguir.

Após a estimação POLS, para cada regressão aplicou-se o teste de Shapiro-Francia para a normalidade dos resíduos. Os resultados obtidos para os modelos Q de Tobin ( $W' = 0.957$ ;  $\text{Prob} > Z = 0,000$ ), Market to Book ( $W' = 0.959$ ;  $\text{Prob} > Z = 0,000$ ) e Capitalização de Mercado ( $W' = 0.959$ ;  $\text{Prob} > Z = 0,000$ ) conduziram à rejeição da hipótese nula de normalidade dos erros e, conseqüentemente, à aceitação da hipótese alternativa de não normalidade. Apesar da quebra do pressuposto de normalidade para a regressão, segundo Gujarati e Porter (2011), esse pressuposto pode ser flexibilizado nos dados de amostras grandes por não interferir na consistência do modelo, visto o montante de informações para os cálculos.

Após o teste de normalidade, foi realizado o teste de heterocedasticidade por meio dos testes de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg e de White. Para os três modelos, a  $\text{Prob} > \chi^2 = 0,000$  conduziu à rejeição da hipótese nula de que os erros são homocedásticos e à aceitação da hipótese alternativa de heterocedasticidade. Também foi verificada a multicolinearidade entre as variáveis explicativas por meio da *Variance Inflation Factor* (VIF). Os resultados não indicaram multicolinearidade, com VIF global de 1,83. Nenhuma variável explicativa demonstrou multicolinearidade. Os resultados individuais de VIF das variáveis apresentam-se na Tabela 4.

De acordo com Gujarati (2019), os estimadores de MQO são melhores estimadores lineares não viesados mediante a constatação de não normalidade dos termos de erro. Ademais, diante do problema de heterocedasticidade, Fávero (2013) sugere a utilização do método de erros-padrão robustos com agrupamento nas estimações para o controle e redução da heterocedasticidade. Dessa forma, a estimação dos modelos foi primeiramente realizada por POLS com erros-padrão robustos com agrupamento por empresa da amostra. Os resultados da regressão podem ser visualizados na Tabela 4.

Por meio da estimação POLS, prosseguiu-se com os testes para detectar qual estimação das regressões seria a mais adequada. Esse esforço se volta para o propósito de que as inferências dos resultados realizadas sejam convergentes com a realidade dos dados analisados. Para isso, foram realizados os testes de *Lagrange Multiplier* (LM) de Breusch-Pagan para comparar os estimadores dos modelos obtidos por POLS e por efeitos aleatórios. O resultado  $\text{Prob} > \chi^2 = 0,000$  foi obtido para os três modelos do estudo. No comparativo entre o método POLS e os efeitos fixos, aplicou-se o teste F de Chow, que resultou nos três modelos  $\text{Prob} > F = 0,000$ . Por fim, aplicou-se o teste de Hausman de maneira a comparar os modelos estimados por efeitos fixos com os por efeitos aleatórios, nas três equações o teste resultou  $\text{Prob} > \chi^2 = 0,000$ . Assim, com base no último teste obteve-se que a estimação por efeitos fixos é o mais indicado para a presente pesquisa em comparação com os efeitos aleatórios.

Ao avaliar a questão da heterogeneidade constatada nas variáveis, foi empregado o estimador de efeitos fixo com erros-padrão robustos, seguindo Fávero e Belfiore (2017). Os resultados para cada regressão estão expostos na Tabela 5.

Tabela 4

Resultados Regressões de Dados em Painel com Estimação POLS com Erros-Padrão Robustos com Agrupamento por Empresa

Variáveis Dependentes	Q de Tobin		Market-to-Book		Capitalização de Mercado		VIF
	Coefficiente	p-value	Coefficiente	p-value	Coefficiente	p-value	
C_ESG	<b>-0,006</b> *** (-5,94)	0,000	<b>-0,204</b> (-1,18)	0,237	<b>-0,006</b> *** (-10,26)	0,000	1,11
TAM	<b>-0,484</b> *** (-9,41)	0,000	<b>-13,199</b> (-1,066)	0,290	<b>0,508</b> *** 47,68	0,000	3,36
IDADE	<b>-8,32x10<sup>-6</sup></b> (-2,23)	0,025	<b>0,001</b> 0,98	0,326	<b>-2,14x10<sup>-6</sup></b> (-1,14)	0,253	1,11
ΔVENDAS	<b>0,121</b> *** 6,90	0,000	<b>3,465</b> 0,99	0,320	<b>0,086</b> *** 12,84	0,000	3,05
ENDIV	<b>-1,617</b> *** (-10,05)	0,000	<b>46,071</b> 1,27	0,203	<b>-0,775</b> *** (-10,44)	0,000	1,19
TANG	<b>-1,895</b> *** (-14,48)	0,000	<b>-16,407</b> (-2,23)	0,026	<b>0,595</b> *** 10,96	0,000	1,17
constante	<b>12,034</b> ***	0,000	<b>234,557</b>	0,261	<b>10,013</b> ***	0,000	
R <sup>2</sup>	0,0709		0,0012		0,5530		
Prob > F	0,0000		0,0000		0,0000		

*Nota:* C\_ESG = Índice Controvérsias ESG; TAM = Tamanho; IDADE = Idade da companhia; ΔVendas = Variação de Vendas; ENDIV = Grau de Endividamento; TANG = Tangibilidade. As regressões foram estimadas utilizando erros-padrão robustos, com agrupamento por empresa. \*, \*\* e \*\*\* representa significância estatística de 10%, 5% e 1% respectivamente.

*Fonte:* Dados da pesquisa.

Tabela 5

Resultados Regressões de Dados em Painel com Estimação de Efeitos Fixos com Erros-Padrão Robustos

Variáveis Dependentes	Q de Tobin		Market-to-Book		Capitalização de Mercado	
	Coefficiente	p-value	Coefficiente	p-value	Coefficiente	p-value
C_ESG	<b>0,001</b> ** 2,00	0,045	<b>0,018</b> 0,70	0,485	<b>0,001</b> *** 3,64	0,000
TAM	<b>-0,426</b> *** (-4,69)	0,000	<b>-3,560</b> (-1,22)	0,222	<b>0,448</b> *** 18,59	0,000
IDADE	<b>3,69x10<sup>-4</sup></b> *** 3,42	0,001	<b>0,002</b> 1,10	0,271	<b>7,2x10<sup>-4</sup></b> *** 16,13	0,000
ΔVENDAS	<b>0,047</b> *** 5,91	0,000	<b>4,346</b> 0,99	0,322	<b>0,034</b> *** 11,19	0,000
ENDIV	<b>-0,616</b> *** (-3,70)	0,000	<b>153,751</b> 1,16	0,248	<b>-0,835</b> *** (-12,42)	0,000
TANG	<b>-1,264</b> *** (-5,47)	0,000	<b>147,852</b> 0,96	0,335	<b>-0,172</b> ** (-2,12)	0,034
constante	<b>10,605</b> ***	0,000	<b>-131,882</b>	0,394	<b>11,445</b> ***	0,000
R <sup>2</sup> within	0,0249		0,0012		0,2563	
Prob > F	0,0000		0,0095		0,0000	

*Nota:* C\_ESG = Índice Controvérsias ESG; TAM = Tamanho; IDADE = Idade da companhia; ΔVendas = Variação de Vendas; ENDIV = Grau de Endividamento; TANG = Tangibilidade. As regressões foram estimadas utilizando erros-padrão robustos. \*, \*\* e \*\*\* representa significância estatística de 10%, 5% e 1% respectivamente.

*Fonte:* Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 5 dos três modelos do estudo que apenas duas proxies para valor da empresa demonstram uma relação positiva e significativa com o índice das controvérsias ESG: Q de Tobin com significância de 5% e a Capitalização de Mercado Capitalização de mercado de 1%. Além disso, obteve-se  $\text{prob}>F = 0,0000$  para os modelos com o Q de Tobin e a Capitalização de Mercado e  $\text{prob}>F = 0,0095$  para o Market-to-Book. A não significância estatística apenas do Market-to-Book pode indicar que essa variável não seja uma boa *proxy* para valor de empresa. Em contrapartida, acredita-se que o Q de Tobin e a Capitalização de Mercado são proxies mais adequadas visto que possuem em seu cálculo o valor de mercado, mensurado pela multiplicação do preço das ações e a sua quantidade em circulação. Tendo em vista o exposto, escolheu-se analisar apenas os modelos significativos.

Contudo, de modo particular, o resultado do modelo que não apresentou significância estatística com a variável Market-to-Book, utilizada para representar o valor da empresa, corrobora os achados de Hulten e Hao (2008). Os resultados desse estudo revelaram uma distância entre as avaliações das empresas a mercado e o Market-to-Book; em virtude de essa variável não captar itens intangíveis mensurados pelo mercado e não evidenciados na contabilidade. A título de exemplificação, destacam-se os itens como o valor real de marcas, pesquisa e desenvolvimento, reputação, legitimidade e outros intangíveis. Posto isso, infere-se que a não significância constatada pode estar relacionada com a precificação do mercado de elementos intangíveis.

Cabe lembrar que o índice utilizado para a verificação das controvérsias ESG mensura a exposição das empresas às controvérsias no desempenho ESG. Por conta disso, de acordo com Dorfleitner et al. (2020), a análise deve ser feita de forma inversa para avaliar o impacto das controvérsias ESG. Em outras palavras, quanto menor o *score* do índice, maiores serão as controvérsias ESG que a organização possui. Logo, pode-se inferir estatisticamente que quanto maiores as controvérsias ESG, menor será o valor da empresa, apontando para não rejeição da hipótese de pesquisa de uma associação negativa e significativa entre os dois elementos. Essa constatação é reforçada porque o resultado se mantém em duas mensurações de avaliação do valor das firmas.

Em vista de que a avaliação do valor da empresa reflete a capacidade da empresa em conceder aos *stakeholders* retornos futuros positivos e satisfatórios, conforme comentam Li et al., (2019), a análise dos resultados reitera tal interpretação. Diante disso, ao verificar que as controvérsias ESG impactam no valor da empresa, pode-se concluir que essas práticas produzem efeitos negativos nas avaliações dos resultados futuros. Assim, quanto maior as controvérsias ESG, menor seria a perspectiva futura de retorno dos *stakeholders*.

Um aspecto interessante a mencionar trata-se do resultado encontrado nas variáveis de valor da empresa com o índice de controvérsias. A despeito da diferença apresentada no nível de significância estatística das variáveis Q de Tobin ( $p\text{-valor}<0,01$ ) e Capitalização de Mercado ( $p\text{-valor}<0,05$ ) indicada nas equações (1) e (3) na Tabela 5, observa-se o mesmo valor nos dois coeficientes ( $\beta_1$ ). Isso mostra uma consistência do principal achado do estudo, demonstrando que as partes interessadas acabam por pressionar as companhias com efeitos sobre o valor das ações para baixo quando ocorrem as práticas danosas no aspecto ambiental, social e de governança (Cui & Docherty, 2020; Galbreath, 2013; Servaes & Tamayo, 2013;).

A variação das vendas se mostrou significativa para os modelos, com associação positiva com o valor da empresa, demonstrando que o crescimento da corporação produz impactos no valor. Ainda de forma positiva, a idade demonstrou relação positiva e significativa com as proxies para valor, indicando que o tempo de existência de uma companhia produz efeitos sobre o valor dela.

O grau de endividamento demonstrou uma relação negativa e significativa com o Q de Tobin e a Capitalização de Mercado. A relação verificada era esperada, uma vez que o endividamento traz

implicações para as organizações. O endividamento é um indicador de elevados custos adicionais, o que reduz a rentabilidade de suas operações, aumentando a probabilidade de possível ocorrência de falência (Scott, 1977). Além disso, um maior endividamento reduz os investimentos no objetivo fim da companhia, pois essa busca voltará seus esforços para a liquidação de suas obrigações e, assim, há redução de retornos para os acionistas.

Um resultado não esperado se refere à relação negativa e significativa entre a variável tamanho com o Q de Tobin para valor da empresa. Isso significa que para essa variável de valor da empresa, quanto menor o tamanho da empresa, maior será seu valor no mercado. No entanto, para a variável Capitalização de Mercado como valor da empresa, a relação com o tamanho é significativa e positiva. Neste caso, demonstra-se que quanto maior for a Capitalização de Mercado, maior será o tamanho da entidade. A primeira explicação que pode ser feita a respeito dessa divergência reside na própria estimação de cada variável.

A despeito de o resultado da relação entre o tamanho e o Q de Tobin divergir do esperado, ele é convergente com os achados do trabalho de Aouadi e Marsat (2018). Transbordando o aspecto relacional constatado, uma explicação possível seria que as companhias de maior tamanho tendem a obter maiores holofotes da mídia e de analistas de mercado, resultando em uma redução de assimetria informacional (El Ghouli et al. 2011). Devido a isso, essas seriam as firmas com maior divulgação de suas práticas de controvérsias ESG por sua exposição que impactam no valor da empresa (Li et al., 2018). Portanto, a relação negativa entre o tamanho e o valor, na verdade, é mediada pelas controvérsias.

Os achados desta pesquisa corroboram a literatura sobre os impactos das controvérsias ESG nas empresas, em particular no que se refere ao seu valor. É fundamental considerar as controvérsias ESG na administração das companhias, já que interferem na reputação e legitimidade das ações corporativas com desdobramentos de seus efeitos (Alda, 2021; Eliwa et al., 2019; Servaes & Tamayo, 2013). Por tudo isso, reitera-se que as corporações possuem responsabilidades com o ambiente em que se encontram, conforme apresentado por Carroll (2008). Considera-se que as práticas ESG devem não apenas ser positivas, mas também serem direcionadas à redução de condutas danosas, ilícitas e suspeitas dos pilares ambiental social e de governança, posto que a sua existência impacta o valor das companhias.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os últimos anos foram marcados por mudanças de entendimentos de atuação das companhias. A compreensão atual se refere à responsabilidade das empresas pelo ambiente em que se encontram, as quais devem desenvolver práticas voltadas aos aspectos ambientais, sociais e de governança com vistas a maximizar os interesses de todos os seus stakeholders. A literatura demonstra retornos positivos para as empresas com práticas ESG, entretanto as controvérsias ESG também podem impactar as organizações. Em especial, seus efeitos influenciam o valor da corporação. Diante disso, a presente pesquisa teve por objetivo analisar a influência das controvérsias ESG no valor das empresas.

Os resultados demonstraram uma relação positiva e significativa ao nível de 1% entre o índice de Controvérsias ESG e duas variáveis de valor. Como o índice utilizado para proxy das controvérsias possui leitura inversa, ou seja, quanto menor o índice, maiores serão as controvérsias ESG que a entidade possui, infere-se haver uma associação negativa entre as controvérsias ESG e o valor da companhia. Percebe-se que as controvérsias ESG afetam a legitimidade e reputação corporativa, e que podem trazer diferentes implicações em curto e longo prazo. Foram constatados os efeitos das controvérsias ESG no valor da empresa, que se estendem a diferentes países e têm

principalmente efeitos sobre avaliação de valor das companhias com base nos aspectos de valoração de mercado. Parte disso pode ter relação com o julgamento dos investidores sobre as incoerências das controvérsias ESG e consistência de uma visão compartilhada globalmente.

Com base nos resultados do estudo, compreende-se que o olhar sobre as práticas ESG deve avançar nos campos teórico e prático. Uma vez que as controvérsias ESG de uma corporação podem impactar o futuro dela, muitas vezes de forma mais acentuada do que aquelas orientadas à proteção e promoção dos pilares ESG. Diante disso, deve existir uma ponderação quanto aos aspectos positivos e negativos relacionados ao ESG. Incentivam-se pesquisas futuras que possam verificar esses impactos pelos seus efeitos, analisando elementos além do valor da empresa abordado nesta pesquisa.

Em suma, salientam-se as limitações de estudo quanto aos resultados. Esses se limitam à amostra escolhida, sendo analisada a totalidade dos dados, e não foram contempladas as individualidades da influência das controvérsias ESG no valor da empresa. Assim, outros pesquisadores podem se debruçar sobre aspectos relevantes ao nível individual que provavelmente mediam a relação analisada. Compreende-se que os achados desta investigação contribuem com a literatura ao mostrar que as práticas de controvérsias ESG também produzem efeitos às empresas, especificamente no seu valor, e que isso pode ser considerado para companhias de diferentes países.

Do mesmo modo, trazem-se implicações para com os gestores, que devem se atentar para as decisões relacionadas ao aumento das controvérsias ESG, já que isso impactará na visão que os agentes de mercado têm sobre a companhia e, conseqüentemente, produzirá efeitos no seu valor. Com isso, sugere-se que os diretores das diferentes organizações no mundo possam combater práticas corporativas relacionadas às controvérsias ESG, podendo usufruir de benefícios, como a valoração da firma que administram. Além disso, um dos aspectos relevantes deste estudo é reconhecer no modelo teórico desenvolvido as características qualitativas das controvérsias ambientais, sociais e de governança e seu impacto no valor da empresa. Ademais, não somente o desempenho financeiro gera valor à empresa, mas também as ações socialmente responsáveis.

## REFERÊNCIAS

- About, A., & Diab, A. (2018). The impact of social, environmental, and corporate governance disclosures on firm value. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8(4), 442-458. <https://doi.org/10.1108/JAEE-08-2017-0079>
- Agudelo, M. A. L., Jóhannsdóttir, L., & Davídsdóttir, B. (2019). A literature review of the history and evolution of corporate social responsibility. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 4(1), 1-23. <https://doi.org/10.1186/s40991-018-0039-y>
- Alda, M. (2021). The Environmental, Social, and Governance (ESG) dimension of firms in which Social Responsible Investment (SRI) and conventional pension funds invest: the mainstream SRI and the ESG inclusion. *Journal of Cleaner Production*, 298, 126812. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126812>
- Ali, W., Frynas, J. G., & Mahmood, Z. (2017). Determinants of corporate social responsibility (CSR) disclosure in developed and developing countries: A literature review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(4), 273-294. <https://doi.org/10.1002/csr.1410>
- Aouadi, A., & Marsat, S. (2018). Do ESG controversies matter for firm value? Evidence from international data. *Journal of Business Ethics*, 151(4), 1027-1047. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3213-8>



- Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (2009). *Microeconometrics with STATA*. StataCorp LP.
- Campos-Rasera, P. P., Passos, G. A., & Colauto, R. D. (2021). Does capital structure influence the performance of corporate social responsibility? An analysis in companies of the world's largest economies. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 15, e174007-e174007. <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2021.174007>
- Capelle-Blancard, G., & Petit, A. (2019). Every little helps? ESG news and stock market reaction. *Journal of Business Ethics*, 157(2), 543-565. <https://doi.org/10.1007/s10551-017-3667-3>
- Carroll, A. B. (2008). A History of Corporate Social Responsibility: Concepts and Practices. In A. Crane, A. McWilliams, D. Matten, J. Moon, & D. Siegel (Eds.), *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility* (pp. 19-46). Oxford University Press.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 23(3), 70-74.
- Clementino, E., & Perkins, R. (2020). How do companies respond to environmental, social and governance (ESG) ratings? Evidence from Italy. *Journal of Business Ethics*, 171, 379-397. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04441-4>
- Cui, B., & Docherty, P. (2020). Stock price overreaction to ESG controversies. *SSRN Electronic Journal*, 1-21. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3559915>
- Daugaard, D. (2020). Emerging new themes in environmental, social and governance investing: A systematic literature review. *Accounting & Finance*, 60(2), 1501-1530. <https://doi.org/10.1111/acfi.12479>
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503271992>
- Dorfleitner, G., Kreuzer, C., & Sparrer, C. (2020). ESG controversies and controversial ESG: about silent saints and small sinners. *Journal of Asset Management*, 21(5), 393-412. <https://doi.org/10.1057/s41260-020-00178-x>
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.02.007>
- Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2019). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79, 102097. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45-64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Fávero, L. P. L. (2013). Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. *Brazilian Business Review*, 10(1), 131-156. <https://doi.org/10.15728/bbr.2013.10.1.6>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de Análise de Dados*. Elsevier.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Galbreath, J. (2013). ESG in focus: The Australian evidence. *Journal of Business Ethics*, 118(3), 529-541. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1607-9>

- Galema, R., Plantinga, A., & Scholtens, B. (2008). The stocks at stake: Return and risk in socially responsible investment. *Journal of Banking & Finance*, 32(12), 2646-2654. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.06.002>
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Gujarati, D. N. (2019). *Econometria: Princípios, Teoria e Aplicações Práticas*. Saraiva Educação.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica*. (5th ed.). Bookman.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise Multivariada de Dados* (6th ed.). Bookman.
- Hassan, A., Elamer, A. A., Lodh, S., Roberts, L., & Nandi, M. (2021). The future of NonFinancial Businesses Reporting: Learning from the Covid-19 pandemic. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(4), 1231-1240. <https://doi.org/10.1002/csr.2145>
- Honig, M., Petersen, S., Herbstein, T., Roux, S., Nel, D., & Shearing, C. (2015). A conceptual framework to enable the changes required for a one-planet future. *Environmental Values*, 24(5), 663-688. <https://doi.org/10.3197/096327115X14384223590258>
- Hsua, J. C. (2006). Cap-weighted portfolios are sub-optimal portfolios. *Journal of Investment Management*, 4(3), 1-10. <https://doi.org/10.2139/ssrn.647001>
- Huang, D. Z. (2019). Environmental, social and governance (ESG) activity and firm performance: A review and consolidation. *Accounting & Finance*, 61, 335-360. <https://doi.org/10.1111/acfi.12569>
- Hulten, C. R., & Hao, X. (2008). What is a Company Really Worth? Intangible Capital and the "Market to Book Value" Puzzle. *National Bureau of Economic Research*, (No. w14548). <http://www.nber.org/papers/w14548>
- Jeffrey, S., Rosenberg, S., & McCabe, B. (2019). Corporate social responsibility behaviors and corporate reputation. *Social Responsibility Journal*, 15(3), 395-408. <https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2017-0255>
- Kölbel, J. F., Busch, T., & Jancso, L. M. (2017). How media coverage of corporate social irresponsibility increases financial risk. *Strategic Management Journal*, 38(11), 2266-2284. <https://doi.org/10.1002/smj.2647>
- Li, J., Haider, Z. A., Jin, X., & Yuan, W. (2019). Corporate controversy, social responsibility, and market performance: International evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 60, 1-18. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2018.11.013>
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X. Y., & Koh, L. (2018). The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power. *The British Accounting Review*, 50(1), 60-75. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.007>
- Lindgreen, A., & Swaen, V. (2010). Corporate social responsibility. *International Journal of Management Reviews*, 12(1), 1-7. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2009.00277.x>
- Malik, M. (2015). Value-enhancing capabilities of CSR: A brief review of contemporary literature. *Journal of Business Ethics*, 127(2), 419-438. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2051-9>
- McBrayer, G. A. (2018). Does persistence explain ESG disclosure decisions? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(6), 1074-1086. <https://doi.org/10.1002/csr.1521>

- Nieri, F., & Giuliani, E. (2018) International Business and Corporate Wrongdoing: A Review and Research Agenda. In D. Castellani, R. Narula, Q. Nguyen, I. Surdu, J. Walker (Eds.), *Contemporary Issues in International Business* (pp. 35-53). The Academy of International Business. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-70220-9\\_3](https://doi.org/10.1007/978-3-319-70220-9_3)
- Nirino, N., Santoro, G., Miglietta, N., & Quaglia, R. (2021). Corporate controversies and company's financial performance: Exploring the moderating role of ESG practices. *Technological Forecasting and Social Change*, 162, 120341. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.120341>
- Nogueira, I. V., Lamounier, W. M., & Colauto, R. D. (2010). O Q de Tobin e o Setor Siderúrgico: Um estudo em companhias abertas brasileiras e norte-americanas. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 12(35), 156-170.
- Pelozo, J., & Shang, J. (2011). How can corporate social responsibility activities create value for stakeholders? A systematic review. *Journal of the academy of Marketing Science*, 39(1), 117-135. <https://doi.org/10.1007/s11747-010-0213-6>
- Refinitiv. (2021). *Environmental, Social and Governance (ESG) Scores From Refinitiv*. Refinitiv. Recuperado Maio 05, 2021, de [https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en\\_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf](https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf).
- Roychowdhury, S., & Watts, R. L. (2007). Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book, and conservatism in financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1-2), 2-31. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.12.003>
- Sabbaghi, O. (2020). The impact of news on the volatility of ESG firms. *Global Finance Journal*, 51, 100570. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100570>
- Sadiq, M., Singh, J., Raza, M., & Mohamad, S. (2020). The impact of environmental, social and governance index on firm value: evidence from Malaysia. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 10(5), 555-562.
- Scott, J. H. (1977). Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure. *The journal of Finance*, 32(1), 1-19. <https://doi.org/10.2307/2326898>
- Servaes, H., & Tamayo, A. (2013). The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. *Management Science*, 59(5), 1045-1061. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1120.1630>
- Slager, R., Gond, J. P., & Moon, J. (2012). Standardization as institutional work: The regulatory power of a responsible investment standard. *Organization Studies*, 33(5-6), 763-790. <https://doi.org/10.1177/0170840612443628>
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571-610. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9508080331>
- Wong, W. C., Batten, J. A., Mohamed-Arshad, S. B., Ahmad, A. H., Nordin, S., & Adzis, A. A. (2021). Does ESG certification add firm value? *Finance Research Letters*, 39, 101593. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101593>
- Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H., & Managi, S. (2019). Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? *Business Strategy and the Environment*, 28(2), 286-300. <https://doi.org/10.1002/bse.2224>
- Ye, N., Kueh, T. B., Hou, L., Liu, Y., & Yu, H. (2020). A bibliometric analysis of corporate social responsibility in sustainable development. *Journal of Cleaner Production*, 272, 122679. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.122679>


#### **CONTRIBUIÇÕES DE AUTORIA**

GP: Conceitualização da pesquisa, coleta das informações e análise de dados. Elaboração da revisão de literatura e desenvolvimento da hipótese de pesquisa. Redação dos capítulos do artigo. PC: Orientação quanto à hipótese de pesquisa, metodologia e processos para a análise formal dos dados. Supervisão dos procedimentos estatísticos. Revisão geral do manuscrito, com especial atenção à análise dos resultados.

#### **CONFLITO DE INTERESSE**

Os autores declaram não possuir conflito de interesse de ordem financeira e não financeira no presente manuscrito ou durante a sua elaboração.

#### **EDITOR-CHEFE**

Talles Vianna Brugni 

#### **EDITOR ASSOCIADO**

Talles Vianna Brugni 