

**O IMPACTO DAS PRÁTICAS ESG SOBRE O CUSTO DA DÍVIDA: EVIDÊNCIA PARA OS EUA, EUROPA E BRASIL**

**Lilian Lima Meneses**

Dissertação –  
Mestrado em Economia e Administração de Empresas

Orientada por:  
**Carlos Francisco Ferreira Alves**

2021

## Nota Bibliográfica

Lilian Lima Meneses, nasceu no Rio de Janeiro, Brasil. Graduada em Ciências Contábeis e Gestão pela Universidade Federal do Rio de Janeiro, com MBA em Finanças no IBMEC (Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais), tem experiência de mais de 16 anos na área Financeira, atuando em empresas multinacionais, de grande porte e líderes de mercado, tais como: a Concessão Metroviária do Rio de Janeiro; Aggreko, Iberdrola, Ernst & Young (BIG 4) e Banco de Investimento BTG Pactual.

Possui considerável vivência nas mais importantes atividades financeiras, a destacar: planejamento financeiro, elaboração de sistemas de orçamentação, monitorização de desempenho e análise de indicadores financeiros, análise de viabilidade económico-financeira de projetos, controladoria e auditoria contabilística e financeira.

Em 2019, para acompanhar o seu marido num importante e bem-sucedido desafio profissional, mudou-se para Portugal, o que a obrigou a sair da sua zona de conforto e a lidar com a incerteza profissional. Disciplinada, orientada para resultados e com facilidade em aprender e adaptar-se a diferentes culturas, juntamente, com a sua criatividade para resolver problemas e situações difíceis, apercebeu-se, rapidamente, que haveria uma boa oportunidade para investir no aprimoramento das suas competências, matriculando-se no Mestrado em Economia e Administração, na Universidade do Porto, instituição de renome e muito bem reconhecida pelo mercado, o que poderia ser um facilitador, dentre outras coisas, na atualização dos seus conhecimentos, bem como, no desenvolvimento de um valioso *networking* profissional. Desafio cumprido e curso lindamente concluído, pretende integrar no mercado de trabalho e seguir a sua carreira, agora muita mais qualificada e com melhores possibilidades de ser acolhida, em sua área de atuação, no mercado português.

## **Agradecimentos**

O percurso do qual muito me orgulho e que percorri até hoje, fruto de muito trabalho, resiliência e persistência, que não teria sido o mesmo sem aqueles que dele fizeram parte e aos quais devo o meu sincero agradecimento.

Acima de tudo, agradeço ao meu marido, Pablo Esteves, meu amor e melhor amigo, que me apoiou de tantas maneiras diferentes e incondicionalmente durante o mestrado. Eu nunca teria começado esta jornada sem ele.

Às minhas filhas, Lis e Lara, agradeço pela compreensão perante os momentos de ausência durante este período, que implicou uma conciliação desafiante do papel de mãe, do qual tanto me orgulho, com os estudos.

À minha mãe, Angélica Meneses, pelo apoio incondicional que nunca faltou em nenhuma fase da minha vida, e ao meu pai, Geraldo Meneses, que apesar de já não estar presente, sigo os seus valores, transmitidos com muita sabedoria. Agradeço por ambos sempre me encorajarem a lutar pelo meu futuro.

Ao meu orientador, Professor Doutor Carlos Francisco Alves, agradeço a disponibilidade ao longo desta dissertação, pelos ensinamentos mais avançados de Econometria, bem como, a visão holística e epistemológica que conduziu este estudo. Ao provocar reflexões sobre as polaridades tradicionais deste assunto, a sua orientação possibilitou uma abordagem realista e consistente do trabalho e despertou-me especial interesse para o tema.

A todos os meus amigos e família, agradeço os votos de apoio e motivação que me acompanharam e tornaram a conclusão desta jornada possível.

## Resumo

As grandes instituições financeiras tradicionais, na história recente, aperfeiçoaram-se na busca de retorno financeiro, não dando especial atenção a fatores ambientais, sociais e fatores de governança, pois tinham como objetivo precípuo maximizar os lucros acima de tudo.

Nos últimos anos, começamos a ver uma expressiva mudança deste paradigma, com instituições financeiras vocais, de grande reputação, a defender e a divulgar estratégias de gestão de ativos mais responsáveis, indo além da maximização dos lucros, ao investir e promover ativamente a sustentabilidade em suas operações.

O termo genérico usado para descrever esse investimento é “Financiamento Sustentável”, entendido como a integração de fatores ambientais, sociais e de governo (ESG) no processo de tomada de decisão financeira.

É, portanto, neste contexto que surge a motivação para este estudo. Através de regressões e usando dados secundários extraídos da base de dados da Refinitiv Thomson Reuters, no período de 2012-2021, a contar com uma amostra de 709 empresas, explorou o impacto das práticas ESG sobre o custo do capital alheio, analisando se as instituições de crédito se preocupam com o desempenho e a divulgação das iniciativas ESG, nomeadamente nos EUA, Europa e Brasil, e, se as características que distinguem essas regiões geográficas, no que tange à sustentabilidade, representam um fator crucial na determinação da qualidade de crédito de uma empresa pelas instituições de crédito no âmbito destes mercados.

O estudo realizado permitiu concluir que as instituições de crédito consideram estes fatores na análise de crédito. Todavia, esta relação não é linear, sendo evidente uma associação quadrática côncava. Esta relação implica que, o esforço inicial de investimento realizado por uma empresa para melhorar a sua classificação ESG é avaliado pelos mercados de dívida como uma má alocação de recursos. Entretanto, nas empresas mais comprometidas, cujas práticas de sustentabilidade são consideradas no âmbito da estratégia empresarial e tratadas de forma consistente e com perspectiva de longo prazo, estes valores são reconhecidos e traduzidos em menores custos de capitais alheios. Ressalta-se, porém, que este reconhecimento é distinto de acordo com a localização geográfica.

## **Abstract**

The large traditional financial institutions, in recent history, have improved in the search for financial returns, despite environmental, social, and governance factors, once their main objective was to maximize profits.

In recent years, we watched a significant shift in this paradigm when some relevant financial institutions started offering more responsible asset management strategies, going beyond profit maximization by actively investing and promoting sustainability in their operations.

The generic term used to describe this investment is "Sustainable Finance," understood as integrating environmental, social, and governance (ESG) factors into the financial decision-making process.

It is, therefore, in this context that the motivation for this study arises, which, through econometric regressions and using secondary data extracted from the Refinitiv Thomson Reuters database, in the period 2012-2021, for a sample of 709 companies, explored the impact of practices ESG on the cost of debt. Specifically, this study analyzes whether credit institutions are concerned with the performance and disclosure of ESG initiatives, namely in the US, Europe, and Brazil. Additionally, the study analyzes if the characteristics that distinguish these geographic regions concerning sustainability represent a crucial factor in determining a company's credit quality by credit institutions within these markets.

The regressions specified here concluded that, yes, credit institutions consider these factors in the credit analysis. However, this reward is not linear but a concave quadratic association. This implies that a company that starts to invest in improving their ESG rating is evaluated by the debt markets as a misallocation of resources, and only in more engaged companies whose sustainability practices are addressed as a consistent and long-term business strategy are these values recognized and translated into lower debt costs. However, this recognition is different according to geographic location.

# Índice

1.	Introdução .....	1
2.	Enquadramento Institucional .....	5
2.1.	As Finanças Sustentáveis.....	5
2.1.1.	Mercado Mundial e União Européia (UE).....	8
2.1.2.	Possíveis Entraves .....	9
2.1.3.	O Custo da Dívida ESG pode ser mais barato (Greenium) .....	10
2.2.	Metodologias para Medir ESG.....	10
2.2.1.	Matriz de Materialidades e ESG .....	11
2.2.2.	Metodologia de Pontuação ESG - Refinitiv .....	12
3.	Revisão da Literatura e Desenvolvimento de Hipóteses .....	14
3.1.	O Desempenho ESG e o Custo de Capital Alheio.....	14
3.2.	Teoria dos Shareholders x Teoria dos Stakeholders .....	21
3.3.	Teoria da Legitimidade.....	23
3.4.	Teoria Institucional.....	24
3.5.	Teoria da Agência.....	25
3.6.	Efeito Moderador do Desempenho ESG entre os Países .....	27
3.6.1.	Tipo e Grau de Desenvolvimento do Sistema Financeiro .....	28
3.6.2.	Sistema de Governo Organizacional.....	30
4.	Dados, Amostra e Metodologia.....	32
4.1.	Variável de Interesse .....	33
4.2.	Variável Dependente .....	33
4.3.	Variáveis de Controlo .....	34
4.4.	Análise da Amostra e Estatísticas Descritivas.....	35
5.	Especificação do Modelo e Resultados .....	39
5.1.	ESG e o Custo do Capital Alheio.....	39
5.2.	Efeito Moderador do Desempenho ESG entre os Países .....	46
6.	Testes de Robustez.....	52
7.	Conclusão .....	53
8.	Bibliografia.....	56

## Índice de Tabela

Tabela 1 – Estatísticas Descritivas.....	36
Tabela 2 – Coeficientes de Correlação e Probabilidades .....	37
Tabela 3 – Regressão Base.....	40
Tabela 4 – Regressão Efeito Tendência.....	42
Tabela 5 – Regressão Efeito Tendência por Sub-Região.....	45
Tabela 6 – Regressão Efeito Moderador por Sub-Região.....	47
Tabela 7 – Regressão Ponto de Viragem por Sub-Região .....	50

## 1. Introdução

A preocupação com os temas relacionados à sustentabilidade do planeta tem sido crescente nas últimas décadas em todo o mundo, e acentuou-se ainda mais nos últimos anos. Aspectos como a mitigação de mudanças climáticas e adaptação a elas, esgotamento de recursos naturais e o impacto social das atividades, entre outros, têm estado na agenda de governos, da sociedade e das empresas e outras entidades do setor privado.

De acordo com estimativas da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD), o investimento necessário para cumprir o Acordo de Paris é de cerca de 6,9 trilhões de dólares, por ano, nos setores de maior emissão de carbono (OECD/The World Bank/UN Environment, 2018).

Segundo o Plano de Investimento para a Europa Sustentável apresentado pela Comissão Europeia, em Janeiro de 2020, serão necessários pelo menos 1 trilhão de euros em investimento público e privado para financiar o Pacto Verde Europeu, na próxima década. (European Parliament, 2020).

Além disso, a emissão de títulos sustentáveis ultrapassou 1 trilhão de dólares, pela primeira vez, durante o ano de 2021, um aumento de 45% em relação ao ano de 2020 e um recorde histórico. (Refinitiv Deals Intelligence, 2021)

Com relevante movimentação de recursos financeiros, o setor financeiro envolve-se cada vez mais neste tema e incorpora as questões ambientais, sociais e de governo (resumidos pela sigla ESG, da expressão anglo-saxónica «Environment, Social, and Governance» em seus processos de diversas formas. Para as instituições financeiras, essa análise é de extrema importância, pois um desempenho dos aspectos ESG inferior de empresas tomadoras de crédito pode afetar a sua qualidade creditícia, comprometendo o risco de crédito dos bancos. De forma semelhante, uma má gestão ESG de empresas investidas pode ter impacto no preço das suas ações e na distribuição de lucros, comprometendo assim, o risco de mercado dos investidores. Portanto, a gestão dos temas ESG por parte das empresas pode não só contribuir para fortalecer a gestão dos seus riscos, mas também a de bancos e investidores (Gonzalez, 2021).

A considerar os diferentes estágios de maturidade em relação à percepção das questões de sustentabilidade e, conseqüente incorporação de estratégias sustentáveis na gestão de ativos, a condução deste tema não é homogênea no âmbito global. Nesse sentido, atualmente, o continente europeu posiciona-se como a melhor referência na utilização dessas práticas. (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018)



Embora existam diversas discussões acerca de como a incorporação dos fatores ESG impacta o desempenho dos investimentos e, de não haver consenso sobre tal impacto, diversos gestores de recursos relevantes têm globalmente deixado clara a sua intenção de incorporar cada vez mais os fatores ESG na sua tomada de decisão. O mais vocal deles é a *BlackRock*, com mais de 10 trilhões de dólares em ativos sob gestão globalmente, cujo CEO Larry Fink menciona a importância dos temas relacionados à sustentabilidade e aos fatores ESG há alguns anos nas suas cartas anuais aos CEOs.

De facto, a inclusão de aspetos ESG na estratégia organizacional e a divulgação dessas informações são uma prioridade crescente para as empresas. Segundo Amel-Zadeh & Serafeim (2018), o número de empresas que divulgavam dados relacionados a ESG passou de menos de 20 no início da década de 1990 para aproximadamente 9.000 em 2016, num estudo conduzido entre investidores da Europa (40%), da América do Norte (34%) e Ásia (15%).

Assim, o capitalismo dos *stakeholders* assume cada vez mais o seu protagonismo ao fortalecer a ideia de que as empresas são responsáveis pelo seu papel na sociedade, além de gerar dinheiro para os acionistas, ganhando ainda maior relevância por causa da COVID-19. Os pacotes de resgate impostos pela crise do COVID-19 fizeram com que as buscas por metas globais de sustentabilidade dependessem de decisões urgentes de investimento a serem tomadas pelos setores público e privado.

De forma complementar, a mudança do comportamento atual tanto de consumidores e como o dos gestores é considerada um outro fator que também conduzirá as empresas em direção aos aspetos ESG. Segundo uma pesquisa da Nielsen, em 2017, a valorização do propósito e como poder gerir capital e gerar valor através de ações e políticas ambientais, sociais e de governo, para além dos resultados financeiros é citado como características de projetos aliciantes pela maioria dos jovens gestores e consumidores.

Em linha com os preceitos da Teoria dos *Shareholder*, para a qual a única responsabilidade social das empresas é gerar lucro para os seus acionistas, desde que respeitem as regulamentações e atuem nos limites impostos pela sociedade (posição verbalizada por, entre outros, Friedman, 1970), por muitos anos, as empresas e os seus executivos trabalharam com o objetivo único de maximização de lucros (Eccles et al., 2014).

Embora a existência de um objetivo único trouxesse maior clareza e menor complexidade, ela levou a excessos por parte das empresas e os seus executivos, como escândalos corporativos em função de fraudes contabilísticas e corrupção, grandes impactos ambientais

e sociais, gerando uma reação por parte da sociedade e a uma maior popularidade das teorias empresariais que defendiam a inclusão das externalidades positivas e negativas geradas pelas empresas na sociedade nas últimas décadas (Eccles et al., 2014).

Assim, a limitação de recursos naturais, a degradação acelerada do meio ambiente, a mudança do perfil do consumidor para práticas mais sustentáveis, regulamentações (nacionais e internacionais) ou a interdependência internacional das economias, levando a crises e choques que se tornam globais muito rapidamente, têm provocado reflexões sobre a gestão sustentável das empresas, sendo, por muitas vezes, entendida como característica de "melhores práticas fiduciárias", pelo que uma empresa administrada de forma sustentável pode ser "melhor gerida, ágil e adaptável" (Kiernan, 2009).

Significativas publicações acadêmicas apontam para que as empresas que investem de forma sustentável têm um desempenho financeiro melhor do que aquelas que não o fazem (Wu & Shen, 2013). O que se traduz, para muitos, numa afirmação polémica sobre o ecossistema das finanças sustentáveis e as práticas ESG e, por isso, tem motivado recentemente grande debate na literatura, com muitas questões colocadas sobre a relação causal entre as práticas ESG associadas à criação de valor para empresas que as adotam. Assim, importa questionar se as iniciativas ESG criam valor para as empresas.

Segundo Damodaram (2022), a estrutura para traçar o efeito do ESG sobre o valor e as consequências económicas e financeiras destas práticas para as empresas, necessariamente passa por avaliar o impacto das referidas práticas em uma das quatro variáveis que compreende uma *valuation*: o crescimento da receita (aumentando ou diminuindo o crescimento), as margens de lucro operacional, a eficiência de reinvestimento ou risco (através do custo de financiamento/capital).

Assim, este estudo pretende examinar empiricamente o impacto do desempenho ESG sobre o custo da dívida das empresas, analisando se as práticas ESG representam um fator crucial na determinação da qualidade de crédito de uma empresa pelas instituições de crédito no âmbito dos seus mercados, nomeadamente nos EUA, Europa e Brasil.

Como já referido, as configurações de sustentabilidade do país parecem interferir no nível de desempenho ESG, bem como, a recompensa que o mercado dá por essas práticas. Evidências sugerem que o impacto das práticas ESG sobre o custo do capital alheio é mais dominante em países orientados para as partes interessadas, sugerindo que as práticas ESG podem ser adequadamente avaliadas pela sociedade civil como um agente potencial para garantir a mudança no comportamento empresarial (Eliwa et al., 2021).

O estudo também pretende compreender, como a localização geográfica das empresas, com todas as suas nuances relacionadas às forças institucionais e as características de sustentabilidade do país, pode representar um efeito moderador na relação entre ESG das empresas e o seu custo da dívida.

Importante referir que o debate sobre o impacto das práticas de responsabilidade social nas empresas começou há mais de 50 anos, com a publicação do livro “*Social responsibilities of the business man*”, em 1953, escrito por Howard Bowen, considerado por alguns autores como o “Pai” da Responsabilidade Social Empresarial (RSE), onde expôs uma questão, que já nesta altura, procurava refletir a responsabilidade que o gestor pode ter na sociedade. Mais tarde, em 1960, Bowen, procura formalizar o conceito de RSE, defendendo que o empresário, não deve apenas apresentar resultados económicos, mas deve também assumir uma responsabilidade para com a sociedade.

Durante este período de tempo, diferentes teorias têm sido usadas para explicar a influência destas práticas no contexto empresarial, tais como: a Teoria dos *Stakeholders* (Freeman, 1984), da Legitimidade (DiMaggio & Powell, 1983; Suchman, 1995; Deephouse, 1996; Deegan & Unerman, 2011), Teoria Institucional (Meyer & Rowan, 1977) e a Teoria da Agência (Chakraborty & Ray, 2006; Berlim et al., 2020).

Tendo estas teorias como alicerce, esta dissertação visa explorar a relação entre a avaliação de fatores ESG de empresas estadunidenses, europeias e brasileiras e os respetivos custos de capitais alheios - uma relação que se supõe ser negativa, e compreender se há vantagens financeiras para as empresas, no âmbito do custo do capital alheio, na adoção de práticas mais sustentáveis, e como a sua localização geográfica pode impactar essa perceção.

## 2. Enquadramento Institucional

### *2.1. As Finanças Sustentáveis*

De acordo com estimativas da OECD, o investimento necessário para cumprir o Acordo de Paris é de cerca de 6,9 trilhões de dólares por ano, até 2030, nos setores de maior emissão de carbono. (OECD/The World Bank/UN Environment, 2018)

Para a Climate Bonds Initiative, o mundo enfrenta desafios ambientais e sociais críticos e a importância das finanças, e mais especificamente, das finanças sustentáveis, é reconhecida globalmente, à medida que as mudanças necessárias dependem de ser financiadas pelo mercado de títulos e do compromisso das indústrias com este tema, pois não é possível ser verde da noite para o dia (ou zero líquido) (CBI, 2021).

Assim, mais importante do que simplesmente restringir o investimento em setores poluentes, é preciso dar incentivos para que os agentes económicos atuem de forma mais sustentável, o que torna a abordagem e instrumentos financeiros sustentáveis fundamentais para incentivar a transição energética, a redução das emissões de carbono e para permitir que as sociedades e economias se adaptem aos efeitos adversos das mudanças climáticas (CBI, 2021).

Neste sentido, o sistema financeiro tende a dar um dos contributos mais importantes para que os países e as suas economias possam se comprometer com o Acordo de Paris, pois à medida que bancos adotem a pauta ESG, automaticamente, estarão a condicionar toda a economia nesse sentido. Todavia, ao que parece ser inexorável como tendência de mercado, não se trata somente de uma perspetiva puramente altruísta, isto porque, pesquisas apontam que o financiamento orientado para o lucro de forma sustentável pode oferecer resultados positivos também em termos de imagem e riscos regulatórios (Gonzalez, 2021).

Segundo a Global Sustainable Investment Alliance, em 2020, foi observada uma prevalência contínua de investimentos sustentáveis em todo o setor de investimentos global, com ativos sob gestão atingindo 35,3 trilhões de dólares, um crescimento de 15% em dois anos e, no total, equivalendo a 36% de todos os ativos gerenciados profissionalmente no Reino Unido, China e em toda a América Latina, África e Ásia (GSIA, 2021).

A partir da década de 1960, os bancos multinacionais foram duramente criticados por investir em empresas que apoiaram a Guerra do Vietname, o Regime de Apartheid sul-africano e a destruição do meio ambiente. Na década de 1980, então, finalmente, os grandes bancos começaram a abrir as suas portas para o financiamento sustentável, não se tratando, portanto,

de uma decisão essencialmente voluntária e, sim, por uma questão de autointeresse, nomeadamente motivada pelos regulamentos governamentais introduzidos na Europa, que exigiam que o setor financeiro certificasse que os seus investimentos não causavam danos ao meio ambiente e à sociedade (Weber, 2010).

Assim, os bancos perceberam que ao investir em financiamento sustentável poderiam evitar intervenções regulatórias ambientais e sociais, os quais poderiam traduzir-se em riscos financeiros significativos, resultado dessas ações legais, na ordem de 50 a 60% dos seus lucros se não começassem a investir em sustentabilidade (SLE, 2021).

Para além da melhor gestão de riscos financeiros, as finanças sustentáveis têm despertado interesse do setor financeiro também por apresentar boas oportunidades de negócio. Um relatório publicado pela Business and Sustainable Development Commission (2021) revelou que há oferta de pelo menos 12 triliões de dólares em oportunidade de investimentos sustentáveis, o que levou o setor financeiro a concretizar o potencial da mais-valia de se investir nesse tipo de negócio, passando, então, a apoiar e explorar proactivamente essas oportunidades sustentáveis de forma a melhorar sua reputação, o seu valor e a satisfação do seu funcionário e do cliente.

Segundo a Iniciativa Financeira do Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (UNEP FI, 2021), até o final de 2020, mais de 200 bancos, em 58 países, representando coletivamente 80 triliões de dólares em ativos, equivalente a mais de 40% do setor bancário global, já tinham assinado os *Principles for Responsible Banking*, 38 bancos assinaram o e *Collective Commitment to Climate Action* e 33 proprietários de ativos aderiram à *Net-Zero Asset Owner Alliance*. As três iniciativas lançadas na Assembleia Geral da em 2019.

Do lado das empresas, há vantagens em efetuar estas emissões devido à procura que existe por estes ativos, pelas supostas taxas mais baixas (*greenium*) a pagar e por implementarem e comunicarem projetos sustentáveis.

Do lado dos investidores, nota-se interesse por projetos sustentáveis em termos ambientais, não só pelo alinhamento de valores com os promotores, mas, porque há a percepção e evidência de que empresas mais sustentáveis tendem a incumprir dívida menos frequentemente (SLE, 2021).

As finanças sustentáveis, portanto, se caracteriza por ter como objetivo gerenciar riscos ambientais ao explorar oportunidades de negócios que resultem em benefícios ambientais e sociais, com uma taxa decente de retorno financeiro, cujo principal instrumento hoje

utilizado são os chamados *green bonds*. Os títulos verdes ou obrigações verdes, são títulos de dívida especificamente emitidos para financiar projetos sustentáveis, sendo as obrigações verdes (ligados ao clima ou ambiente) as mais comuns, mas não os únicos. Há dívida azul, para questões ligadas ao mar, ou *Social Bonds* para temas sociais, por exemplo (CBI, 2022).

Esses títulos rotulados temáticos são uma inovação financeira importante, pois são particularmente adequados para fornecer o capital necessário para a infraestrutura ambiental e social de longo prazo para construir uma economia de baixo carbono, eficiente em recursos, resiliente ao clima e inclusiva. Para entrarem nestas categorias, os ativos têm de cumprir determinados critérios sobre o uso do encaixe financeiro e os objetivos dos projetos a financiar.

Os *Green Bonds* podem ser usados para investimento para além de projetos energéticos, como prevenção e controlo da poluição, gestão ambientalmente sustentável de recursos naturais vivos e uso da terra, conservação da biodiversidade terrestre e aquática, transporte limpo, gestão sustentável de água e esgoto, adaptação às mudanças climáticas, produtos, tecnologias de produção e processos adaptados à economia circular e/ou ecoeficiente. O que os caracteriza é justamente a destinação de recursos (ou *'use of proceeds'*, no jargão do mercado), ou seja, o recurso captado via *green bond* só pode ser destinado para o projeto específico declarado pela empresa ou governo no momento da emissão (CBI, 2021).

Foram os *Green Bonds* que deram origem ao mercado de dívida ESG, com uma emissão pioneira do Banco Mundial, em 2008 (CBI, 2022).

Há também os *Sustainable Bonds*, ou Obrigações Sustentáveis, que financiam projetos com benefícios sociais e ambientais e seguem a mesma lógica do *'use of proceeds'*, e apresentam benefícios sociais definidos. Exemplos: acesso à infraestrutura básica, como água, esgoto, saneamento, transporte e energia; acesso a serviços essenciais, como saúde e educação; habitação a preços acessíveis; alívio a desemprego decorrente de crises (por exemplo, pandemia); segurança alimentar e sistemas alimentares sustentáveis (por exemplo, combate a desperdícios) (CBI, 2021).

Recentemente, uma nova categoria de produto financeiro despontou, os *Sustainability-linked Bonds* (SLB). Neles, diferentemente dos *Green Bonds* e *Social Bonds*, não há *'use of proceeds'*, o que dá mais liberdade no uso dos recursos. Entretanto, ao emitir um SLB, a empresa tem de se comprometer com metas ambientais e/ou sociais objetivas em determinado prazo. Caso falhe em atingi-las, sofre uma penalidade, na forma de um prémio sobre a taxa de juro, que

encarece o seu custo de crédito. Esse mecanismo é chamado de ‘*step up*’ de taxa. Há emissões em que ocorre o contrário: há um ‘*step down*’, ou seja, a taxa cai caso a meta seja cumprida, mas essa categoria de incentivo é menos popular entre investidores. O objetivo, entretanto, é financiar a melhoria do desempenho ESG das empresas através da seleção de bons indicadores-chave de desempenho, os *KPIs*, e definições de metas claras a serem cumpridas, as quais têm mais valor à medida que atendam ao princípio de materialidade, ou seja, serem relevantes na atividade da empresa (CBI, 2021).

Os títulos ESG e os *SLBs* não são regulados até o momento. O que existe é uma autorregulação e padrões amplamente aceites por emissores e investidores. A União Europeia criará um ‘padrão ouro’ para emissões verdes. Em julho de 2021, a Comissão Europeia divulgou uma proposta para o seu *Green Bond Standard*. O padrão tem adesão voluntária, aberto a emissores de qualquer país e não só europeus. Para poder usar o nome de ‘*European Green Bond*’, o projeto atrelado ao *bond* em questão tem de enquadrar-se na taxonomia verde do bloco (CBI, 2022).

### ***2.1.1. Mercado Mundial e União Européia (UE)***

A emissão de títulos sustentáveis ultrapassou 1 trilhão de dólares, pela primeira vez, em 2021, um aumento de 45% em relação ao ano de 2020 e um recorde histórico, sendo os *Green Bonds* a maior fonte de dívida, com 49% do total, e 73% do volume de emissões originadas em mercados desenvolvidos. Os emissores europeus representaram o maior mercado regional de títulos sustentáveis, com 54% de participação de mercado durante todo o ano de 2021, em comparação com 22% das Américas e 18% da Ásia-Pacífico (Refinitiv Deals Intelligence, 2021).

De acordo com a Agência Europeia do Meio Ambiente, a UE foi o terceiro maior emissor de gases de efeito estufa do mundo depois da China e dos EUA em 2015. Todavia, a UE se comprometeu, em 2015, a reduzir as emissões de gases de efeito estufa em pelo menos 40% abaixo dos níveis de 1990 até 2030. Em 2021, a meta foi alterada para pelo menos 55% de redução até 2030 e neutralidade climática até 2050. Para financiar o *Green Deal*, a Comissão Europeia apresentou, em janeiro de 2020, o Plano de Investimento para a Europa Sustentável, que visa atrair pelo menos um trilhão de euros de investimento público e privado na próxima década (European Parliament, 2022).

Entidades de 20 dos 27 estados-membros da UE emitiram obrigações sustentáveis, com a França, Alemanha e a Holanda a ocupar as três primeiras posições. No geral, 60% das

obrigações sustentáveis da UE provém do setor público, sendo as empresas mais vocais na emissão deste tipo de obrigações voltadas para serviços de infraestrutura e energia, as quais se destacam Engie (US\$ 14,3 bilhões), Iberdrola (US\$ 13,2 bilhões) e EDP (US\$ 5 bilhões) (CBI, 2021).

Segundo a CBI (2022), há de se destacar que os títulos sustentáveis têm algum custo de transação adicional porque os emissores devem rastrear, monitorizar e relatar o uso dos recursos. No entanto, emissores, especialmente emissores repetidos de títulos verdes, compensam esse custo inicial com os seguintes benefícios: destaca os seus ativos como “negócios sustentáveis”; associa a imagem de *marketing* positiva e diversifica a sua base de investidores (já que agora podem atrair investidores especialistas).

### ***2.1.2. Possíveis Entraves***

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) do Brasil, em maio de 2022, divulgou um estudo sobre a relação entre a agenda ambiental, social e de governo e o mercado de capitais, trazendo uma visão sobre como o assunto vem sendo tratado por outros mercados relevantes, e como isso tem se refletido nas regulamentações, além das principais preocupações e oportunidades para os investidores e companhias.

Este estudo confirmou que o maior obstáculo ao avanço do ESG como ferramental para decisões de investimento está na falta de confiança e dificuldade de análise e comparabilidade dos dados ambientais, sociais e de governo. Além disto, o estudo destaca que as principais preocupações dos reguladores e participantes do mercado giram em torno do *greenwashing*. Conforme explicitado no estudo, a preocupação com o *greenwashing* tem feito com que algumas jurisdições comecem a regular o tema e punir as irregularidades, ainda que de forma incipiente.

Nesse sentido, o esforço europeu ganhou ainda mais força ao longo dos últimos anos. O Reino Unido também se destaca com ações mais robustas, principalmente em relação às mudanças climáticas, além do compromisso com o desenvolvimento de uma Taxonomia Verde do Reino Unido.

O estudo constatou o movimento de ampliação e transparência das informações ESG, com o *Task Force on Climate Related Disclosures* (TCFD) – padrão para reporte de riscos e oportunidades climáticas – emergindo como destaque.



### ***2.1.3. O Custo da Dívida ESG pode ser mais barato (Greenium)***

Uma das peculiaridades da emissão de dívida ESG (também conhecida como “*Green*”) é a capacidade de negociar uma taxa com um prêmio em relação aos títulos tradicionais. Há anos o mercado debate a existência do *greenium* (menor custo de capital alheio), mas prová-lo é uma tarefa complexa. Poucas empresas têm títulos ESG e tradicionais emitidos a prazos e condições semelhantes para permitir uma comparação justa. O Climate Bond Initiative (CBI), referência em *green bonds* e que cunhou o termo ‘*greenium*’, vem em busca de evidências desde 2017. No relatório 2020, analisou 46 *green bonds* lançados na primeira metade de 2020 e conseguiu criar uma curva de *yields* comparável para 21 deles. Apenas cinco mostraram evidências de *greenium*. Em tese, títulos tradicionais e ESG dos mesmos emissores não deveriam ter diferença de preços, pois ambos incorrem no mesmo risco de crédito.

Para CBI (2022), o principal motivador das companhias é institucional, pelo efeito de imagem, transparência e alinhamento em relação à agenda de sustentabilidade. Entretanto, os benefícios para as empresas podem vir muito além do prêmio na emissão. O efeito do ‘*green halo*’ ou ‘auréola verde’, mostrando que a emissão de *green bonds* influencia toda a curva de custo da dívida e se estende até mesmo sobre o preço da ação e o desempenho operacional.

Se para os emissores os títulos ESG podem se traduzir em menores custos, para os investidores, isso pode se traduzir em menores retornos. Entretanto, Erlandsson (2020), aponta que os títulos verdes são negociados com menor volatilidade do que os títulos tradicionais e, por isso, os emissores podem emitir esses títulos a um custo de capital mais baixo e, em simultâneo, os investidores podem permanecer dentro dos seus limites de dever fiduciário se os índices de risco-retorno esperados não se deteriorarem, o que permite que os investidores voltem a sua estratégia de *green bonds* às próprias obrigações fiduciárias de risco-retorno em vez de apenas uma perspectiva baseada em retornos.

### ***2.2. Metodologias para Medir ESG***

Para analisar o desempenho financeiro de uma empresa, tanto em termos absolutos quanto relativos, os analistas dispõem de uma série de dados financeiros reportados pelas empresas de forma recorrente e padronizada, seguindo as normas contábilísticas de cada região. No entanto, quando se trata de fatores ESG, não existem padrões universais para avaliar uma empresa em relação ao seu desempenho ambiental, social e de governo e, além disso, muitas vezes a divulgação dessas informações nem é obrigatória (XP Investimentos, 2021).

Deste modo, existem diversas consultorias ao redor do mundo que coletam diferentes dados sobre os aspectos ESG das empresas, criando diferentes metodologias para definir um “grau”, conhecido pelo termo inglês “*rating*”, para diferentes empresas globalmente. Sem dúvida, a crescente demanda por parte dos investidores por informações que auxiliem na avaliação das empresas, coloca em destaque, cada vez mais, essas consultorias, que, dentre os provedores externos de dados ESG, alguns se destacam: Refinitiv, MSCI, Sustainalytics, Sitawi, RepRisk e S&P Global. De facto, cada um deles tem seus diferenciais e, dependendo do objetivo, atendem, em maior ou menor grau, à diferentes demandas, o que traz como consequência, uma variação relevante da classificação das empresas em relação aos fatores ESG a depender do provedor (XP Investimento, 2021).

### ***2.2.1. Matriz de Materialidades e ESG***

A definição da matriz de materialidade é uma questão comum e crucial na definição e classificação do *rating* ESG entre os provedores. A materialidade neste contexto, diz respeito aos aspectos de sustentabilidade relevantes para a empresa. A informação é material se sua omissão ou distorção influenciar as decisões das pessoas – da mesma forma, a informação é imaterial se sua omissão ou distorção não fizer ou fizer pouca diferença no processo de tomada de decisão. No âmbito ESG, algo é definido como material se houver uma probabilidade razoável de afetar a condição financeira ou o desempenho operacional de uma empresa (XP Investimento. 2021).

Assim, por exemplo, quando pensamos em bancos, podemos dizer que a proteção e sigilo dos dados dos clientes é certamente um fator material, ou seja, é relevante quando se trata de bancos, de modo que a não realização pode ter um grande impacto negativo na empresa e, conseqüentemente, afetam a percepção do investidor. Por outro lado, as emissões de carbono, por sua vez, são menos relevantes para eles, uma vez que o modelo de negócios dos bancos não implica em altas emissões de gases e, conseqüentemente, não deve ser o principal fator de preocupação para eles, bem como para investidores.

Para padronizar e, conseqüentemente, simplificar, diversos órgãos estabeleceram fatores relevantes para a compreensão do desempenho de uma empresa em relação aos aspectos ESG.

O Sustainability Accounting Standards Board (SASB) busca estabelecer padrões específicos de divulgação sobre fatores ESG que facilitem a comunicação entre empresas e investidores sobre informações relevantes e úteis para as decisões. Para isso, uma das ações mais

importantes está na identificação dos fatores materiais e imateriais para cada um dos setores (SASB, 2022).

Os tópicos de sustentabilidade do SASB estão organizados em cinco grandes dimensões de sustentabilidade: (1) meio ambiente, (2) capital social, (3) capital humano, (4) liderança e governo e (5) modelo de negócios e inovação. Além disso, o órgão define 26 fatores que determinam o desempenho de uma empresa nessas cinco categorias. Nem todos os 26 fatores definidos pelo SASB são relevantes para todas as empresas. Para auxiliar investidores e analistas na análise do desempenho ESG de uma empresa, o SASB identifica para cada um dos setores-chave quais dos 26 fatores são materiais, ou seja, relevantes, nos quais as empresas devem se concentrar e, da mesma forma, os investidores devem prestar mais atenção. (SASB, 2022; XP Investimentos, 2021).

A materialidade dos fatores também tem um papel importante na análise da existência ou não de uma correlação entre a incorporação de critérios ESG e o retorno dos ativos. Um estudo conduzido por Khan et.al., (2016) sobre a relação entre a materialidade e a performance financeira, baseou-se na análise feita dos fatores materiais e imateriais separadamente. Segundo o estudo, existe uma clara correlação entre o *rating* ESG em fatores materiais, ou seja, que são relevantes para as empresas, e a performance de suas ações. As ações das empresas que tiveram melhor desempenho não foram aquelas que tiveram alto desempenho tanto em fatores materiais quanto imateriais, mas sim, aquelas que tiveram bom desempenho em fatores materiais, mas baixa em fatores imateriais. Onde se pode concluir que uma empresa que aloca tempo, recursos e energia em fatores imateriais, ou seja, que não são relevantes para o seu negócio, terá pior desempenho do que aquela que concentra seus esforços em aspectos materiais, sem perder tempo se dedicando à questões sem importância, o que implica numa questão de *trade-off*, ou seja, custo de oportunidade: alocar tempo para fatores imateriais implica automaticamente não gastar tempo com o que importa, o que a longo prazo, pode levar à destruição de valor.

Após um processo de entendimento das diferentes metodologias utilizadas por cada uma das consultorias, a metodologia de pontuação de ESG da Refinitiv Thomson Reuters foi a mais bem posicionada para fornecer os dados para esta dissertação, que visa integrar os critérios ESG e o custo da dívida.

### ***2.2.2. Metodologia de Pontuação ESG - Refinitiv***

As pontuações ESG da Refinitiv Thomson Reuters (Refinitiv) medem o desempenho atribuídos às operações, práticas e eficácia de uma empresa em atributos ESG fundamentais. As pontuações de ESG da Refinitiv foram desenvolvidas para avaliar de forma transparente e objetiva o desempenho, o compromisso e a eficácia relativos de ESG de uma empresa em dez tópicos principais (emissões, inovação em produtos ambientais, direitos humanos, acionistas etc.) com base em dados publicamente disponíveis, verificáveis no domínio público. A Refinitiv coleta e calcula mais de 450 medidas de ESG no nível da empresa, das quais um subconjunto de 186 das mais comparáveis e materiais por setor são usadas no processo geral de avaliação e pontuação da empresa. As medidas subjacentes baseiam-se em considerações sobre comparabilidade, impacto, disponibilidade de dados e relevância do setor que variam conforme o grupo do setor (Refinitiv, 2022).

Contudo, os pontos referentes às questões ESG não são o fator decisivo para se chegar à classificação ESG final. Na Refinitiv, é fornecido uma pontuação ESG relacionada aos dados divulgados pela empresa e também as chamadas “pontuações de controvérsia”. O emprego dessas controvérsias, baseadas em notícias e media social, permite capturar uma visão alternativa dos esforços ESG quando examinados somente os atributos ESG auto-divulgados por uma companhia, o que pode resultar, em muitos casos, uma avaliação diferente daquele baseado em uma pontuação que não incorpore o impacto das controvérsias. (Refinitiv, 2022)

### 3. Revisão da Literatura e Desenvolvimento de Hipóteses

#### 3.1. O Desempenho ESG e o Custo de Capital Alheio

Este estudo pretende colocar luz e contribuir para as conclusões sobre a relação da pontuação ESG associada às práticas dos três pilares da sustentabilidade (Ambiental, Social e Governo das Empresas) no custo do capital alheio, para as empresas da Europa, Brasil e dos Estados Unidos.

Pesquisas existentes são feitas nomeadamente em amostras dos EUA e costumam olhar para os ‘*spreads*’ de títulos como uma medida de custo de dívida (Oikonomou et al, 2014; Cooper & Uzun, 2015) e, embora usar como medida os *spreads* de títulos faça sentido para uma amostra dos Estados Unidos, esta aplicação é mais limitada na Europa, assim como no Brasil, isto porque o empresarial na Europa e no Brasil é proporcionalmente mais financiado por empréstimos bancários do que por títulos, ao contrário dos Estados Unidos, onde o contrário é verdade (AFME, 2014).

Portanto, seja mais coerente usar uma medida de custo da dívida na Europa e no Brasil que não esteja vinculado a títulos, caso contrário, teria que excluir empresas que não emitem títulos, e a pesquisa, portanto, não seria um reflexo do custo real da dívida, nem representante da população.

Ao investigar se as características de sustentabilidade de cada país, representadas pelas suas forças institucionais, como por exemplo, a orientação e maturidade do mercado financeiro e o sistema de governo de suas empresas, têm um efeito moderador na relação das práticas ESG e o seu custo de dívida, o estudo fundamentar-se-á em diferentes teorias para explicar a influência destas práticas no contexto empresarial, tais como Teoria dos *Stakeholders* (Freeman, 1984), da Legitimidade (DiMaggio & Powell, 1983; Suchman, 1995; Deephouse, 1996; Deegan & Unerman, 2011), Teoria Institucional (Meyer & Rowan, 1977) e a Teoria da Agência (Chakraborty & Ray, 2006; Berlim et al., 2020).

Apesar do reconhecimento mundial da importância das práticas ESG pelas empresas, seu impacto no custo da dívida no âmbito académico ainda pode ser considerada uma questão controversa, isto porque, se por um lado, alguns estudos fornecem evidências da relação inversa entre o desempenho ESG e o custo da dívida (Hasan et al., 2017; Ge & Liu, 2015; Goss & Roberts, 2011; Ye & Zhang, 2011; Crifo et al., 2017, etc.), outros estudos encontram uma relação insignificante ou mesmo positiva entre o desempenho ESG e o custo da dívida (Erragragui, 2017; Stellner et al., 2015; Hoepner et al., 2016, etc).

Para Albarrak et al. (2019), a combinação das três dimensões ESG permite que os *stakeholders* avaliem o nível de transparência das empresas, desempenho, oportunidades e riscos atuais e futuros. Considerando as capacidades deste tipo de divulgação não financeira e a crescente atenção que os credores dedicam para isso, é plausível esperar que altos níveis de divulgação ESG também possam permitir que as empresas obtenham uma redução no custo da dívida (Eliwa et al., 2019) e que as empresas com maiores níveis de transparência na divulgação de informações ESG se beneficiam do acesso a capitais alheios em melhores condições (Raimo et al., 2021).

A implementação de práticas ESG melhora o desempenho financeiro das empresas (Hillman & Keim, 2001; Birindelli et al., 2015; Hoepner et al., 2016), pois cria e mantém uma vantagem competitiva organizacional (Hart, 1995; Shrivastava, 1995; Russo & Fouts, 1997; Aragón-Correa, 1998), ao estabelecer um relacionamento de longo prazo com os principais *stakeholders* das empresas (Freeman, 1984; Jones, 1995; Donaldson & Preston, 1995).

Este estudo argumenta que as instituições de crédito podem incorporar as informações ESG das empresas em sua decisão de empréstimo para avaliar dois tipos de riscos impostos por essas empresas: risco de liquidez e risco de reputação (Weber et al., 2010; Weber et al., 2014). O risco de reputação é o risco de vincular a instituição de crédito como facilitadora financeira às práticas negativas de ESG de uma empresa. O risco de liquidez é o risco de perder o valor principal do empréstimo, além de quaisquer custos de mediação que a instituição credora tenha que arcar (Thompson & Cowton, 2004).

Estudos anteriores examinaram a associação entre as práticas ESG e o custo da dívida, mas se concentraram em um único país (por exemplo, Ge & Liu, 2015; Erragragui, 2017; Hasan et al., 2017). Bhuiyan & Nguyen (2019) analisaram uma amostra australiana e encontraram um resultado negativo entre a relação de práticas de Responsabilidade Social Empresarial (RSE) e custos de capital e dívida ou usaram uma amostra de tamanho reduzido (por exemplo, Hoepner et al., (2016); Junge et al., 2018; Stellner et al., 2015).

Pesquisas limitadas exploram o efeito da RSE no custo da dívida usando classificações ESG. Vale ressaltar que para o propósito desta pesquisa, ambos os termos (RSE e ESG) serão utilizados como sinónimos, uma vez que ESG refere-se aos esforços mensuráveis da RSE.

Oikonomou et al. (2014) observa o efeito da RSE sobre os *spreads* de títulos e classificações de crédito. Os resultados são que um bom desempenho RSE se traduz em menores *spreads* de títulos empresariais. Cooper & Uzun (2015) também olham para esta relação e descobrem que uma RSE forte é associada a um menor custo de financiamento da dívida.

Algumas pesquisas relevantes foram feitas sobre o efeito da RSE no risco da empresa (sistemático e idiossincrático), que está intuitivamente vinculado ao custo da dívida. Orlitzky & Benjamin (2001) descobriram que um maior desempenho social corporativo está correlacionado a um menor risco financeiro. Bouslah et al. (2013) são um tanto consistentes em que as práticas de RSE são geralmente correlacionadas com menor risco, mas os resultados dependem da dimensão da RSE analisada. Albuquerque et al. (2018) encontra uma relação mais consistentemente negativa, ou seja, que RSE está relacionado com um risco menor para a empresa.

Moutinho et al. (2021) mencionam que empresas de países com sistemas financeiros orientados para o paradigma baseado em bancos pagam taxas de juros mais baixas do que as dos países com sistemas orientados para o paradigma baseado no mercado.

La Rosa et al. (2018) analisou uma amostra geral europeia, mas apenas analisou o impacto do pilar social sobre a taxa de juros, classificação da dívida e acesso ao financiamento da dívida. As suas descobertas são promissoras, já que tais práticas foram associadas com menor custo da dívida, mas faltam as outras duas dimensões de sustentabilidade: meio ambiente e governo das empresas.

Por fim, Bacha et al. (2021) mostram uma relação negativa entre a sustentabilidade e o desempenho da responsabilidade social e o custo da dívida, apoiando a ideia de que as instituições financeiras tendem a aplicar custos menos elevados para clientes socialmente responsáveis.

Embora a divulgação ESG esteja a crescer significativamente nos últimos anos, um claro debate cresceu na literatura sobre a motivação por trás da adoção desta estratégia (por exemplo, Neu et al., 1998; Lewis & Unerman, 1999; Kolk et al., 2008; Ball & Craig, 2010; Burritt & Schaltegger, 2010; Cho et al., 2012; Cho, 2015). Magnanelli & Izzo (2017), optaram por uma amostra internacional e por uma medida contabilística do custo da dívida (proporção entre despesas com juros e dívida), entretanto, não confirmam a hipótese de que a RSE esteja associada ao risco reduzido da empresa, portanto, oferecem menor custo de financiamento da dívida, visto que encontraram uma relação positiva entre a RSE e o custo da dívida.

Esse debate pode ser referenciado à duas abordagens principais: a abordagem de gestão motivada para adoção de estratégias ESG com vistas a ganhar legitimidade através de mudanças reais nas ações das empresas, alinhando as suas estratégias às normas sociais, bem como, a uma motivação que envolve uma segunda abordagem onde as empresas estão mais

comprometidas em ações aparentes para afetar as percepções dos *stakeholders* (Ashforth & Gibbs, 1990) e, neste caso, usam estratégias de hipocrisia para gerir diferentes interesses dos *stakeholders* para manter a legitimidade (Brunsson, 2007; Cho et al., 2015).

Assim, é de referir que o impacto do desempenho ESG no custo de capital alheio pode também ser positivo (isto é, quanto melhor o índice de desempenho, maior o custo do capital alheio) se traduzindo em maior risco de crédito, isto porque a métrica e divulgação ESG pode servir para ocultar custos de agência, aumentar os custos de produção sem correspondentes proveitos (por exemplo, poluir menos tem custos, mas pode não originar retorno) e causar confusão na gestão, à medida que este tipo de estratégia de gestão não apresenta uma função objetivo clara e única, o que pode resultar em conflitos de interesse e ineficiências. Por isto tudo, há ainda muita divergência sobre esse assunto, com muitas empresas a resistir predominantemente a qualquer tentativa de tornar as práticas sociais e ambientais obrigatórias (Owen et al., 2000; Deegan & Shelly, 2014) e defendem que estas devam permanecer voluntárias, à medida que, as práticas ESG, por muitas vezes, podem ser irrelevantes para o negócio, podem não afetar o desenvolvimento sustentável (Gray, 2010; Husillos et al., 2011), e até gerar mais custos para as empresas (Damodaram, 2021).

Além disso, atribuir às empresas a responsabilidade de maximizar a riqueza de todas as partes interessadas, em vez de atender aos acionistas, segundo os críticos do ESG, seria uma forma dos CEOs não prestarem contas a ninguém, pois poderia sempre argumentar que priorizou uma parte interessada em detrimento da outra.

À medida que mais produtos de investimento rotulados como “sustentáveis” entram no mercado, as preocupações com a “lavagem verde” crescem (ONU, 2015). Em outras palavras, *greenwashing* é uma tentativa de uma empresa de fazer os seus produtos parecerem ecologicamente corretos quando, não são. O conceito foi criado por Westerveld (1986) e pode ser definido como a intersecção de dois comportamentos da empresa: mau desempenho ambiental e comunicação positiva sobre o desempenho ambiental, um *marketing* sem lastro, o que pode fazer com que essas ações percam credibilidade e sejam desencorajadas por muitos investidores.

De acordo com Levitt (1958), as instituições de crédito estão interessadas em informações verificáveis e objetivas, como rentabilidade, alavancagem e liquidez da empresa tomadora para garantir a sua capacidade de pagar a dívida. A perspetiva de Levitt foi apoiada por Hemingway & Maclagan (2004) que apontam que uma motivação para a adoção de práticas de responsabilidade social é a “lavagem verde” para encobrir o mau comportamento corporativo. Isso, no que lhe concerne, resulta num perfil mais arriscado e maior custo da



dívida para essas empresas (Jensen & Smith, 1985). O que pode indicar que as empresas com baixo desempenho ESG tentam aumentar a sua divulgação ESG para compensar fragilidades da sua operação (a abordagem simbólica).

Esta circunstância pode ser devido à liberdade de conteúdo da divulgação ESG deixada ao arbítrio dos gestores e à ausência de um formato padronizado como o caso da divulgação financeira (Buallay, 2019). Por exemplo, Nazari et al. (2017) constatam que as empresas listadas no índice S&P 500 com baixo desempenho ESG intensificam a sua divulgação ESG usando uma sintaxe mais complexa e difícil de entender, visando impressionar os leitores de modo a esconder o mau desempenho. Além disso, Michelon et al. (2015) descobriram que as empresas listadas no Reino Unido tendem a diluir as informações no seu relatório de responsabilidade social com outras informações irrelevantes, retratando a empresa como comprometida com este tema e camuflando itens importantes da sua divulgação.

Outros estudos, em contraste, argumentam que os gestores podem temer que os investidores os punam pelos altos custos das práticas ESG, o que os leva a optar por subestimar o seu desempenho ESG real (*brownwashing*) (Kim & Lyon, 2014), motivado pelo fato de que ao avaliar o perfil de risco de liquidez, credores também ponderam a probabilidade de que a empresa sob avaliação esteja tentando esconder informações que podem prejudicar o valor da empresa.

Assim, podemos afirmar que as adoções de iniciativas sustentáveis embutidas na estratégia do negócio podem ser consideradas impulsionadores de desempenho financeiro e vantagem competitiva, por mitigar riscos ligados às mudanças climáticas, esgotamento de recursos naturais, riscos de agência, promover inovação, aprimorar a relação com os trabalhadores e sociedade. Entretanto, o desafio que a maioria das empresas enfrenta e o que este estudo pretende explorar é verificar o impacto monetário de seus esforços de sustentabilidade ao abordar questões relacionadas ao meio ambiente, social e governo das empresas (ESG).

Isto porque os opositores das iniciativas do ESG questionam frequentemente se esses esforços podem inclusive custar mais dinheiro às empresas do que lhes trazer. Em outras palavras, as empresas podem até se comprometer com as mudanças climáticas, talvez estejam mesmo a monitorizar a economia de energia e a medir o impacto qualitativo das iniciativas ESG, mas podem não está avaliando e monetizando os diferentes benefícios tangíveis e intangíveis desse tipo de investimento para a empresa.

Uma outra questão que se impõe é a discussão sobre o equilíbrio entre as medidas de sustentabilidade e o dever fiduciário na gestão das empresas. Freeman (1984), através da

teoria empresarial voltada para os *stakeholders*, defende que o negócio pode ser entendido como um sistema onde criamos valor para as partes interessadas. Essa visão tenta conectar negócios e capitalismo com ética, responsabilidade social e sustentabilidade. Entretanto, uma grande polêmica em torno da implicação do “dever fiduciário” em investimento socialmente responsável (RSE) ainda é mantido e, se estabelece no argumento de que políticas de RSE são incompatíveis com o dever de maximizar retornos, no sentido que investimentos verdes deveriam ser, pelo menos financeiramente, equivalentes aos investimentos “não-verdes”, em retorno financeiro.

Contudo, a quebra da bolsa em 1929, que levou à Grande Depressão em 1930, trouxe os relatórios financeiros padronizados. A quebra causada pelo mercado *subprime*, em 2008-2009, e a Grande Recessão subsequente tornou claro aos grandes donos de ativos que eles precisavam de uma melhor estrutura para avaliar os riscos do mercado, pelo que parece estarmos diante de mais um ponto de viragem, para o qual a necessidade de ferramentas que proporcionem uma melhor avaliação dos riscos sobre mudança climática, governo das organizações e comportamento torna-se cada vez mais latente, exigindo que as análises tradicionais de finanças aperfeiçoem as suas ferramentas para além dos indicadores financeiros, resultado este que pode ser obtido através da incorporação das questões ESG nos seus processos de avaliação.

Dadas as conclusões até aqui documentadas, é possível identificar espaço para continuar a explorar a relação entre investimentos sustentáveis e o custo de capital alheio, para as empresas no Brasil, Europa e Estados Unidos, contribuindo, assim, para aumentar a compreensão de como as características de sustentabilidade do país explicam as variações nos benefícios associados às práticas ESG, nomeadamente, no custo do capital alheio, fundamentando a análise em diferentes teorias para explicar a influência destas práticas no contexto empresarial, tais como a Teoria dos *Stakeholders* (Freeman, 1984), da Legitimidade (DiMaggio & Powell, 1983; Suchman, 1995; Deephouse, 1996; Deegan & Unerman, 2011), Teoria Institucional (Meyer & Rowan, 1977) e a Teoria da Agência (Chakraborty & Ray, 2006; Berlim et al., 2020), o que leva este estudo às seguintes hipóteses:

Hipótese 1: Um melhor desempenho, medido por um mais elevado índice ESG, traduz-se em custos de financiamento por capital alheio mais baixos?

O principal racional por trás desta hipótese é que as empresas com melhor pontuação ESG, portanto, melhores práticas de responsabilidade social têm melhor gestão, melhor desempenho e menor risco, o que é percebido pelos credores.

Hipótese 2: A relação entre o índice de desempenho ESG e o custo do capital alheio é moderado pelas características do país da sede empresa (ou pelo menos entre empresas dos EUA, da Europa e do Brasil)?

Este estudo, portanto, buscará analisar estas questões ao mesmo tempo em que se aprofunda em reflexões, as quais se destacam as seguintes:

(1) O que pode levar a que o desempenho ESG das empresas afete o seu custo do capital alheio?

(i) Negativamente (isto é, quanto melhor o índice de desempenho, menor o custo do capital alheio): Teorias da Legitimidade (DiMaggio & Powell, 1983; Suchman, 1995; Deephouse, 1996; Deegan & Unerman, 2011) e Teoria Institucional (Meyer & Rowan, 1977); Mitigação da assimetria de informação, redução dos custos de agência (Chakraborty & Ray, 2006; Berlim et al., 2020) e risco reputacional dos credores (facilitador do financiamento de práticas negativas ESG);

Tudo isto se traduzindo em menor risco de crédito e menor risco reputacional para os bancos (Thompson & Cowton, 2004; Weber et al., 2010; Sun & Cui, 2014; Weber et al., 2014; Bacha et al., 2021).

(ii) Positivamente, isto é, quanto melhor o índice de desempenho, maior o custo do capital alheio: ESG servir para ocultar custos de agência (Damodaram, 2021); Aumento de custos de produção sem correspondentes proveitos (por exemplo, poluir menos tem custos, mas pode não originar retorno (Gray, 2010; Husillos et al., 2011; Deegan & Shelly, 2014; Owen et al., 2000; Magnanelli & Izzo, 2017; Damodaram, 2021); Teoria dos *Stakeholders* (Freeman, 1984) e Teoria dos *Shareholders* (Friedman, 1970).

Tudo isto se traduzindo em maior risco de crédito (Jensen & Smith, 1985)

(2) Porque é que a relação entre os índices de desempenho ESG e o custo do capital alheio pode variar de país para país?

(i) Teorias da Legitimidade (DiMaggio & Powell, 1983; Suchman, 1995; Deephouse, 1996; Deegan & Unerman, 2011) e Teoria Institucional (Meyer & Rowan, 1977; dependência do tipo de sistema financeiro (sistema financeiro baseado nos bancos e sistema financeiro baseado no mercado (Moutinho et al., 2021);

(ii) As implicações económicas das práticas ESG também podem diferir de país para país, designadamente as culturais, (por exemplo, os consumidores europeus podem valorizar mais

as práticas ESG que os norte-americanos ou os brasileiros), e isso traduz-se em menor risco de crédito.

### ***3.2. Teoria dos Shareholders e a Teoria dos Stakeholders***

O equilíbrio entre as questões de sustentabilidade e o dever fiduciário tem sido tema de calorosas discussões. Após um extenso e demorado estudo feito pelo Programa Ambiental das Nações Unidas (UNEP), a conclusão obtida foi a de que a integração do ESG é consistente com o dever fiduciário, pois ignorar esses riscos de longo prazo pode ensejar a quebra desse dever. “A análise de investimento convencional tem foco em valor, no sentido de desempenho financeiro. Integrar considerações de ESG na análise de investimentos de modo a prever o desempenho financeiro de forma confiável é admissível e provavelmente previsto em todas as jurisdições.” A aceitação dessa conclusão removeu um grande obstáculo para o crescimento do investimento ESG. (“UNEP FI Statement” 2020).

A teoria económica, à luz das finanças empresariais, tem, desde sempre, assumido que o objetivo das empresas é a maximização dos lucros e do valor da empresa, também conhecida como a Teoria dos *Shareholders*, que defende o dever fiduciário dos gestores de buscar a sua função financeira primordial, qual seja, a de maximizar retornos aos acionistas e investidores. Por outro lado, a Teoria dos *Stakeholders* veio, pois, contrapor à abordagem tradicional de objetivo único ao oferecer uma nova perspectiva, estipulando que a empresa deve servir um propósito social amplo e comportar-se de forma responsável de modo a atingir aos interesses de todos os *stakeholders* e não somente dos acionistas (Alves, 2020).

O problema coloca-se quando a satisfação dos interesses de outros *stakeholders* implica o sacrifício do valor atual dos lucros atribuíveis aos acionistas (Jensen, 2002). A Teoria dos *Stakeholders* é criticada por não proporcionar uma completa especificação do propósito da empresa e por não oferecer um critério para a hierarquização dos diferentes *stakeholders* (Jensen, 2002). A ausência de uma função objetivo clara e de uma variável única em ordem à qual essa função deva ser otimizada é tida como proporcionando confusão na gestão, conflitos de interesse e ineficiência.

A ideia de reunir um portefólio de investimento alinhado com a moral do investidor ou com valores ambientais ainda é entendido, por muitos, como uma afronta à mentalidade de investimento tradicional que uma empresa deva tão somente ter foco em ganhar tanto dinheiro quanto possível para os seus acionistas (por quaisquer meios necessários permitidos por lei), podendo este doar, ou não, o excesso para a caridade (Thorstensen, 2021).

Entretanto, Jensen (2001) chama a atenção para que não é possível maximizar duradouramente o valor para o acionista ignorando os interesses dos demais *stakeholders*. Assim, por exemplo, tratar bem os trabalhadores, ter práticas ambientais sustentáveis, ou não pactuar com a utilização de mão-de-obra infantil, poderá não ser mais que o necessário para agradar aos consumidores e maximizar o valor do capital acionista (Alves, 2020).

Jensen (2001) propôs então, a Teoria da Maximização do Valor Esclarecida. De acordo com esta perspectiva, se os gestores maximizarem o valor da empresa em vez do capital acionista, se não existir monopólio, nem qualquer externalidade negativa, o bem-estar social estaria maximizado. Esta perspectiva sustenta ainda que, num ambiente concorrencial, forças exteriores à empresa a forçá-la-iam a ter um comportamento eficiente, e que nesse contexto, empresas não maximizadoras do valor teriam dificuldade em sobreviver.

Pensamento corroborado por Chouinard (2015), fundador da Patagónia, empresa vocal em iniciativas sustentáveis, que defende que uma empresa responsável é aquela que se preocupa com o bem-estar dos seus funcionários, que faz produtos de alta qualidade, que ajuda a comunidade, que protege a natureza e ainda dá lucro aos seus acionistas. Uma empresa inovadora, que foca no longo prazo, é transparente e tem uma cultura muito forte. Entende que para existir de maneira sustentável pelos próximos 100 anos, precisa de um ritmo de crescimento menor, mas não ver isso como um problema e, sim, como uma oportunidade. Valoriza o seu relacionamento com acionista, incluindo funcionários, clientes comunidades, fornecedores e a natureza. Acredita na ideia de que para os acionistas terem retorno, os demais *stakeholders* tem de trabalhar em harmonia. E que para arcar com as suas responsabilidades sociais e ambientais, ser exemplo para outras empresas e manter a credibilidade, uma empresa tem de ser financeiramente saudável. Uma empresa responsável não pode deixar de inovar e que para se perpetuar, tem de entender as mudanças dos seus consumidores e adaptar-se a elas. Uma empresa responsável está ciente que os consumidores vão pedir, os funcionários vão exigir, os investidores vão querer e as leis serão mais restritas e será difícil para uma empresa ignorar as suas responsabilidades. Reconhece que várias decisões implementadas hoje são custos ou investimentos no curto prazo, mas que podem gerar retorno no longo prazo. E o mais importante da sua crença é: A empresa responsável acredita que não pode apanhar da natureza mais do que pode ser repostado, conceito chave de sustentabilidade.

A luz da teoria de Jensen (2001), esta estratégia não representa nenhuma incompatibilidade entre a maximização do valor da empresa, a maximização do bem-estar social e o dever

fiduciário atribuído aos gestores, pelo que pode ser percebido como uma estratégia pela qual a empresa está a assumir todos os custos da sua atividade ao não provocar externalidades negativas.

Deste modo depreende-se que, com regulação, regulamentação e fiscalização eficientes, quer no domínio da concorrência, quer no domínio ambiental, quer em outros que possam resultar externalidades, não é necessário prescindir da maximização do valor enquanto fim último com que as empresas devem ser geridas e governadas, prevalecendo o equilíbrio entre as questões de sustentabilidade e o dever fiduciário na gestão das empresas.

Para os defensores tanto da teoria dos *shareholders* quanto dos *stakeholders*, a prioridade de geração de lucros associados à sustentabilidade do negócio no longo-prazo, e fazer o “bem”, se isto também for benéfico para empresa, as tornam mais lucrativas e valiosas, o que favorece não só aos investidores, como toda a sociedade, e isto, sim, deveria continuar sendo o único objetivo das empresas e visto como uma oportunidade de perpetuar a companhia.

Assim, não só o espaço de divergência entre as duas perspetivas se esvaziaria, como as empresas não encontrariam espaço para privilegiar outros interesses que não os dos acionistas (Alves, 2020).

Todos esses pontos fazem deste um assunto muito relevante globalmente nos tempos atuais, nomeadamente para as empresas, pois pode agregar evidências sobre as potenciais vantagens de ser compatível com ESG, para além das razões éticas.

### ***3.3. Teoria da Legitimidade***

A Teoria da Legitimidade ajuda a compreender como as configurações de sustentabilidade do país parecem interferir no nível de desempenho ESG, bem como, a recompensa que o mercado dá por essas práticas, à medida que a divulgação das práticas ligadas ao tema ESG pode representar o comportamento das empresas para mostrar que elas são consistentes com as normas sociais e convencer seus principais *stakeholders*, incluindo instituições de crédito, a acreditar que estão comprometidas com as expectativas da sociedade, garantindo assim, que as suas atividades sejam percebidas como sendo legítimas.

Com base na Teoria da Legitimidade, as empresas buscam continuamente garantir que sejam percebidas como operando dentro dos limites e normas de suas sociedades (Deegan & Unerman, 2011). Assim, as empresas tendem a adotar práticas que sejam capazes de influenciar a avaliação social para aumentar sua legitimidade, como práticas sociais e ambientais, incluindo atividades reais e/ou divulgação (DiMaggio & Powell, 1983;

Deephouse, 1996; Suchman, 1995). DiMaggio e Powell (1983) teorizaram que as organizações adaptam seus processos para nutrir sua legitimidade por meio da adoção de métodos coercitivos (ou seja, alinhamento com regras, leis ou normas codificadas externamente), miméticos (ou seja, alinhamento com as melhores práticas ou modismos/modas gerenciais) ou normativos, isomorfismo (ou seja, alinhamento com padrões adotados estabelecidos por autoridades).

A Teoria da Legitimidade enfatiza que as empresas devem considerar os direitos do público em geral, não apenas os de seus investidores. O não cumprimento das expectativas da sociedade pode levar a sanções impostas pela sociedade na forma de restrições legais impostas às operações de uma empresa, ou fornecer à empresa recursos limitados (por exemplo, maior custo de capital de dívida) (Deegan & Unerman, 2011).

### ***3.4. Teoria Institucional***

Assim, para sobreviver e obter legitimação social, as empresas tendem a adotar, dentro de cada sistema financeiro, comportamentos semelhantes (Meyer & Rowan, 1977) ou seja, diferentes contextos institucionais levam a diferentes tipos de relacionamentos institucionais entre bancos e empresas. Portanto, a Teoria Institucional explica que, apesar das diferenças de empresa para empresa, existem mecanismos de governo comumente adotados em cada país (Meyer & Rowan, 1977). A lei e o ambiente econômico e social mudam em todo o mundo. Além disso, as diferenças culturais nacionais influenciam a estrutura de governo organizacional. Giannetti & Yafeh (2012) concluem que as empresas obtêm empréstimos com *spreads* menores quando os bancos financiadores são de países culturalmente semelhantes (como EUA e Reino Unido), e, que, portanto, as diferenças culturais tendem a tornar as negociações mais pesadas, o que pode vir a aumentar os custos dos contratos. Por outro lado, as empresas estão mais disponíveis para emprestar a credores em países com laços culturais comuns porque os fatores sociológicos podem ajudar a minimizar as barreiras transfronteiriças (Houston et al., 2017).

A Teoria Institucional ajuda a compreender as atitudes dos tomadores à medida que o tipo de sistema financeiro também é um fator de transformação institucional no nível da empresa. Efetivamente, bancos e organizações de serviços financeiros que compõem o setor financeiro existem dentro de instituições formais e informais mais amplas (Yamak & Suuer, 2005; Riaz, 2009). As instituições formais incluem marcos regulatórios e supervisores. Essas instituições são relevantes para moldar as características de cada sistema financeiro.

Além disso, as práticas das empresas são reguladas por toda uma série de forças que nunca estão separadas umas das outras, mas essas forças, como o Estado, o mercado e a comunidade, podem variar em sua influência entre os contextos (Streeck & Schmitter, 1985). De acordo com a Teoria Institucional, as organizações adaptam seus processos para estarem alinhados com regras, normas ou leis codificadas externamente e com as melhores práticas do setor (DiMaggio & Powell, 1983).

Assim, as práticas ESG são moldadas por instituições arraigadas e não apenas por microfatores de nível organizacional. Em tal cenário, este estudo argumenta que os níveis de sustentabilidade do país, assim como o nível de desempenho e divulgação ESG da empresa, determinarão a recompensa do mercado para essas práticas.

Ahmed & Uddin, (2018); Baldini et al., (2018) fornecem evidências de que o contexto institucional leva a uma variação no nível de desempenho e divulgação ESG da empresa. Portanto, as empresas com baixo desempenho ESG podem ter dificuldade em obter o suporte e os recursos necessários para continuar a trabalhar em uma comunidade que valoriza as práticas ESG, por exemplo, maior custo da dívida.

Nesse sentido, as práticas ESG são vistas como “um fenômeno social que emerge das ações e interações de agentes dentro de um conjunto complexo de forças, incluindo forças econômicas externas e ideologias relacionadas, condições econômicas nacionais, políticas estatais. (Eliwa et al., 2021)

### ***3.5. Teoria da Agência***

No domínio das soluções de financiamento empresarial a médio e longo prazo, que podem ser de três classes alternativas: financiamento por capitais próprios, financiamento por capitais alheios e operações híbridas de financiamento, a escolha enquadrar-se-á e será consistente com a estratégia da empresa em matéria de estrutura de capitais. Além disso, será condicionada pelo grau de desenvolvimento do sistema financeiro e do nível de concorrência prevalente entre o sector bancário e o mercado de capitais.

A Teoria de Agência (Jensen & Meckling, 1976), no âmbito da estrutura de capital da empresa, pressupõe que as partes tendem a privilegiar a maximização das suas riquezas e bem-estar, podendo assim, gerar comportamentos oportunistas, e cujas causas mais comuns são: assimetria de informação, ações escondidas e divergência de interesses por parte dos gestores. De acordo com esta teoria, os credores (principal) confiam seu dinheiro a uma empresa (agente) com a expectativa de receber esse dinheiro de volta junto com um montante



de juros que compense o risco de fornecer capital. O agente tem uma vantagem de informação sobre o principal que resulta em uma assimetria de informação (Gerwanski, 2020). Como parte externa, os credores tendem a introduzir restrições nos contratos de dívida, resultando em maiores custos de agência e maior custo da dívida (Muttakin et al., 2020; Sengupta, 1998). De facto, os gestores da empresa têm acesso para obter mais informações sobre o desempenho passado e futuro da empresa.

Neste sentido, podemos assumir que a dinâmica financeira e operacional de uma empresa a torna uma unidade económica que pode ser definida segundo diferentes perspetivas, uma delas é a que referencia a empresa como um *nexus* de contratos com todos os respetivos *stakeholders*, ao considerar que a empresa não está só, antes interage com uma grande variedade de *stakeholders* (entidades com algum direito, *claim*, sobre a empresa). Esses contratos podem se diferenciar pelo grau de incompletude, bem como, pelos riscos envolvidos nestas relações. Ressaltam-se aqui os contratos com os credores a relação contratual mais exigente dentre os *stakeholders* de uma empresa, pois, neste caso, as empresas têm obrigação contratual de reembolsar seus credores a uma taxa e prazo previamente pactuados e, por conseguinte, envolve um custo de capital mais baixo. É nesse neste contexto, portanto, que esse estudo, destaca o financiamento por capitais alheios como uma importante medida para redução dos custos de agência, ao recorrer à Teoria do *Free Cash-Flow* (Jensen & Meckling, 1976) que refere que o financiamento por capitais alheios permite disciplinar a gestão através da redução do *free cash-flow* colocado à discrição dos gestores.

Para além da minimização do *free cash-flow* disponível para a gestão, a literatura tradicional de finanças empresariais e contabilidade argumenta que a divulgação de informações também desempenha um papel relevante no custo de capital da empresa. Com particular referência ao custo da dívida. Estudos anteriores sugerem duas razões principais para se esperar uma associação negativa entre a divulgação e o custo do financiamento da dívida: a divulgação reduz a assimetria de informação entre empresas e credores e favorece os credores na avaliação do risco de liquidez das empresas (Ahmed et al., 2019; Gerwanski, 2020).

Pelo facto de os bancos possuírem mais informação pode levá-los a cobrarem prémios de risco menores, não incorporando no preço um prémio pela incerteza inerente à assimetria informacional. Assim, adotando a perspetiva da Teoria da Agência, seria de se esperar que, *ceteris paribus*, os credores exigissem *spreads* maiores para os tomadores que tem baixo nível de divulgação. Isso seria uma compensação por possíveis custos de agência, que eles não podem impedir de controlar ou influenciar as empresas internamente (Moutinho et al., 2021).

Os efeitos benéficos da divulgação na redução de assimetrias de informações podem então ser estendidos à divulgação ESG. A divulgação ESG pode servir como uma ferramenta para comunicar informações que não estão incluídas na divulgação financeira, onde se conclui que, um nível mais alto de divulgação ESG pode estar associado a uma menor assimetria de informações entre empresas e instituições de crédito, o que pode reduzir o custo da dívida.

Na mesma linha, Dennis & Mullineaux (2000) apontam que, à medida que as informações sobre a empresa tomadora se tornam mais transparentes, o contrato de dívida se torna mais vendável. Aman & Nguyen (2013) descobriram que as empresas podem mitigar os conflitos de agência e reduzir o risco para os detentores de dívidas, diminuindo a assimetria de informações por meio de um nível mais alto de divulgação. Pelo que os credores valorizam a maior transparência das empresas ou, pelo contrário, penalizam a opacidade da informação e isso se reflete no seu custo da dívida.

Assim, através desses argumentos, é possível compreender como um melhor desempenho, medido por um mais elevado índice ESG, pode ser traduzido em custos de financiamento por capital alheio mais baixos, à medida que a divulgação dessas práticas pode representar uma ferramenta fundamental, para além dos indicadores financeiros, para redução dos custos de agência na avaliação dos riscos e credibilidade das empresas.

### ***3.6. Efeito Moderador do Desempenho ESG entre os Países e o Custo do Capital Alheio***

Estudos anteriores relatam que as características de sustentabilidade do país desempenham um papel vital na condução do comportamento das empresas, com base na noção de que as empresas estão inseridas num amplo conjunto de instituições económicas (Campbell, 2007; Aguilera et al., 2007), assim como as características de sustentabilidade do país afetam as práticas de relatórios financeiros e os resultados (Ball et al., 2000; Ball, 2006; Leuz, 2010; Byard et al., 2011; Ahmed et al., 2013; Manganaris et al., 2015). Em relação ao desempenho e divulgação ESG, Baldini et al. (2016) relatam evidências de que as características ao nível de país, como estrutura legal, e o sistema cultural afetam significativamente a divulgação ESG das empresas. Como também mencionado por Ioannou & Serafeim (2017), a divulgação ESG varia entre empresas e países, o que nos leva à segunda questão de investigação:

Hipótese 2: A relação entre o índice de desempenho ESG e o custo do capital alheio é moderado pelas características do país sede da empresa ou pelo menos entre empresas dos EUA, da Europa e do Brasil?

Estudos apontam que o *rating* ESG são influenciados pelo tamanho e localização da empresa, com empresas maiores obtendo classificações ESG mais altas do que empresas menores, e empresas de mercado desenvolvido obtendo classificações mais altas do que empresas de mercados emergentes. Para Damodaran (2021), é plausível que grandes empresas tenham os recursos para “jogar o jogo de pontuação ESG” e parecer ter um desempenho ambiental muito melhor que o real. Assim, é possível encontrar empresas com uma abordagem ESG substantiva, segundo a qual a divulgação social e ambiental reflete as mudanças reais nas suas atividades; assim como, empresas a adotar uma abordagem simbólica, que envolve mostrar ser apenas consistentes com as normas, legislação e métricas, enquanto o seu desempenho e políticas reais podem não incorporar tais iniciativas, na prática (Ashforth e Gibbs, 1990).

De acordo com Doidge et al. (2007), as características do país são ainda mais relevantes do que as características das empresas para a proteção do investidor e para aumentar os *ratings* de governo da empresa.

O impacto do desempenho e divulgação ESG sobre o custo da dívida é mais óbvio em países mais orientados para os *stakeholders*. Nesse sentido, Van Duuren et al. (2016) destacam como os gestores europeus observam as práticas ESG de maneiras substancialmente diferentes em relação aos gestores norte-americanos. Além disso, Baldini et al. (2018) argumentam que as políticas de divulgação ESG são influenciadas por alguns fatores específicos de cada país, como o sistema político, o tipo e o grau de desenvolvimento do sistema financeiro, o sistema de trabalho e o sistema cultural, o que pode aumentar ou diminuir o nível e a relevância das informações divulgadas.

### ***3.6.1. Tipo e Grau de Desenvolvimento do Sistema Financeiro***

Os sistemas financeiros diferem de país para país. No entanto, os países podem ser classificados de acordo com a sua proximidade com dois paradigmas, a saber: o sistema financeiro baseado em bancos e o sistema financeiro baseado no mercado. Nos países com sistema financeiro baseado em bancos, as empresas têm relações mais próximas com as instituições financeiras, portanto, a assimetria de informações tende a ser menor. Por outro lado, em países com sistemas financeiros baseados no mercado, credores e devedores tendem a ter menos laços estreitos e os seus relacionamentos são mais baseados em condições e arranjos normais de mercado. Portanto, espera-se, *ceteris paribus*, que as empresas de países com diferentes tipos de sistemas financeiros paguem diferentes *spreads* de taxas de juros.

Há várias razões para isso. O primeiro é informativo. Efetivamente, em países com sistemas financeiros baseados em bancos, as instituições financeiras têm acesso às informações privadas sobre as empresas e podem monitorizar adequadamente a empresa, promovendo uma alocação de capital mais eficiente (Levine, 2002). Nestes sistemas financeiros os bancos acompanham mais de perto a vida e o governo da empresa, favorecendo relacionamentos de longo prazo entre bancos e empresas.

Ao contrário, quando os empréstimos são feitos através de operações de mercado de capitais – como nos sistemas financeiros baseados no mercado – eles são essencialmente baseados em informações quantificáveis e facilmente transmissíveis (Stein, 2002; Berger et al., 2005). Portanto, os bancos de “empréstimos de relacionamento” tornam-se credores qualitativamente informados, enquanto os investidores do mercado de capitais fornecem financiamento a distância (Rajan, 1992).

Nesse sentido, o sistema financeiro baseado em bancos deve induzir a menores custos de financiamento quando comparado a sistema financeiro baseado em mercado. Além disso, há evidências de que as empresas de países com sistemas financeiros mais desenvolvidos pagam *spreads* mais baixos. Chakraborty & Ray (2006) afirmam que sistemas financeiros mais desenvolvidos são melhores para resolver problemas de agência, permitindo que as empresas tomem empréstimos com taxas de juros mais baixas e invistam mais. Rajan & Zingales (1998) mostram que o desenvolvimento financeiro leva à redução dos custos de transação, permitindo que os custos de capital na economia diminuam, ajudando as empresas a superar os riscos morais e questões de seleção adversa.

Nos mercados de capitais menos desenvolvidos, há menos informações disponíveis sobre as empresas por várias razões que podem incluir uma regulamentação mais fraca, padrões de governo organizacional mais baixos e direitos limitados de proteção do investidor. Nesse sentido, o desenvolvimento financeiro deve induzir a menores custos de financiamento externo. (Moutinho et al., 2021)

Dhaliwal et al. (2012) descobriram que a divulgação RSE está associada a previsões de ganhos mais precisas em países onde grupos de *stakeholders*, como funcionários, consumidores, governos e comunidades, provavelmente terão maior influência nas decisões operacionais das empresas. Campbell, (2007); Aguilera et al., (2007) estabeleceram que as características de sustentabilidade do país desempenham um papel vital na condução do comportamento das empresas, com base na noção de que as empresas estão inseridas num amplo conjunto de instituições políticas e económicas.

Em relação ao desempenho ESG, Baldini et al., (2016) relatam evidências de que as características em nível de país, como estrutura legal e sistema cultural, afetam significativamente a divulgação ESG das empresas. Da mesma forma, partindo da teoria institucional, Ioannou & Serafeim (2012) revelam que o sistema financeiro e político do país, bem como o sistema educacional e trabalhista, têm efeitos sobre o desempenho social e ambiental das empresas.

Moutinho et al. (2021) constataram que as empresas de países com sistemas financeiros orientados para os bancos pagam *spreads* de taxas de juros mais baixos do que aqueles de países com sistemas orientados para o paradigma baseado no mercado. Além disso, as empresas de países com sistemas financeiros mais desenvolvidos pagam *spreads* menores. Afirmam também que empresas de países com um sistema de governo anglo-saxão pagam *spreads* mais altos do que as empresas de países com um sistema de governo continental.

### ***3.6.2. Sistema de Governo Organizacional***

Os resultados também mostram que as empresas de países com um sistema de governo anglo-saxão pagam *spreads* mais elevados do que as empresas de países com um sistema de governo continental.

Os sistemas de governo organizacional também diferem em todo o mundo. Os sistemas podem ser analisados segundo duas principais vertentes, a saber: o sistema de governo anglo-saxão e o continental. O sistema anglo-saxão é caracterizado pela orientação para o mercado, propriedade dispersa, existência de investidores institucionais e um mercado de capitais amplo, líquido e profundo. Pelo contrário, o financiamento bancário, a propriedade concentrada e os mercados de capitais discretos tipificam o sistema de governo continental. O sistema continental também é conhecido como sistema de controlo interno. O monitoramento das empresas é frequentemente realizado por acionistas controladores com grandes participações acionaria. A propriedade está concentrada em famílias, bancos e/ou empresas coligadas. A gestão e governo no sistema anglo-saxão cabem ao conselho de administração, enquanto no sistema continental, o governo cabe nomeadamente ao conselho fiscal e a gestão cabe nomeadamente ao conselho executivo. Normalmente, no sistema anglo-saxão há um grande número de empresas listadas com propriedade dispersa, onde as empresas estão sujeitas a grandes exigências para divulgar informações aos investidores, sendo comum o financiamento através de emissões de ações e títulos de dívida. Os investidores institucionais também desempenham um papel importante no governo organizacional, mas a propriedade e a influência dos bancos no governo organizacional das

empresas clientes são baixas. Nos países da Europa continental, os bancos tendem a influenciar o governo dos seus clientes internamente, frequentemente participam do governo das empresas elegendo seus representantes para o conselho fiscal. Nos países anglo-saxões, a situação é diferente. (Moutinho et al., 2021)

Entretanto, os custos de monitoramento mais altos também podem impactar positivamente o *spread* de empréstimos para empresas de países com mais sistemas financeiros baseados em bancos. Finalmente, diferentes contextos culturais e institucionais de investimento agressivo também podem levar a diferentes *spreads*. Neste domínio, é esperado que maiores *spreads* em países orientados para o mercado, especialmente nos EUA devido à sua orientação cultural de investimento mais agressivo.

Portanto, a importância das vantagens informacionais contribui para sustentar a ideia de que países baseados em bancos podem ter *spreads* menores, dadas as características informativas, pois se espera que os bancos enfrentem mais custos de agência em países anglo-saxões e tendam a ser mais cautelosos e a exigir *spreads* mais altos para serem compensados por riscos adicionais (Moutinho et al., 2021).

Assim, da perspectiva da Teoria da Agência, o governo das empresas é um assunto ao qual os bancos credores tenderão a conferir importância pois influencia os fluxos de capital e a disponibilidade para financiar e investir (Talamo, 2011). Apesar dos mecanismos de controlos adotados, os gestores ainda possuem vantagens informacionais significativas. Nesse contexto, quanto mais fraca o governo da empresa, no sentido de que mais poder discricionário é dado aos seus gestores, mais é possível que ocorram custos de agência.

#### 4. Dados, Amostra e Metodologia

Utilizando-se dos métodos quantitativos aplicados aos modelos econométricos, um modelo de regressão linear de mínimos quadrados ordinários (OLS) foi selecionado e especificado para estimar a relação potencial entre a pontuação ESG de uma empresa e o seu custo da dívida, (H1), bem como, se a relação entre o índice de desempenho ESG e o custo do capital alheio é moderado pelas características do país sede da empresa ou pelo menos entre empresas dos EUA, da Europa e do Brasil (H2).

Este estudo fundamenta-se na análise de um painel de dados não balanceado com 7.090 observações ao longo de dez anos: 2012–2021. Para este estudo foram coletados dados de 841 empresas todas listadas em bolsa. Foram eliminadas as empresas financeiras devido à regulamentação específica do setor e à incomparabilidade em termos de custo de financiamento da dívida. Além disso, foram eliminadas as empresas com dados financeiros e de divulgação ESG ausentes. A amostra resultante inclui um total de 4.906 observações, compreendendo 421 empresas dos EUA (Índice S&P 500), 214 empresas europeias (Índices PSI-20; FTSE 100; DAX-30; CAC40) e 73 empresas brasileiras (Índice Bovespa). A fim de se evitar qualquer viés de sobrevivência, foram incluídas empresas ativas e inativa na amostra. Ao usar esses índices, foi obtida uma amostra heterogênea, particularmente em tamanho, não se limitando, portanto, a análise de empresas de grande capitalização.

Este estudo coletou dados financeiros e da pontuação ambiental, social e de governo (ESG) de 2012 a 2021 do banco de dados da Refinitiv Thomson Reuters (Refinitiv), anteriormente conhecido como Thomson Reuters. A Refinitiv oferece um dos bancos de dados ESG mais abrangentes do mercado, cobrindo mais de 80% do mercado global, em mais de 630 métricas ESG diferentes, com histórico que remonta a 2002. Especializada em fornecer informações ESG objetivas, relevantes, auditáveis e sistemáticas, utilizadas como ferramentas de análise de investimentos para investidores profissionais em todo o mundo. O universo de empresas para as quais os dados ESG são coletados e as pontuações ESG são calculadas compreende um total de 9.000 empresas em todo o mundo.

As pontuações ESG da Refinitiv Thomson Reuters são projetadas para medir de forma transparente o desempenho, comprometimento e eficácia relativos a sustentabilidade de uma empresa em 10 dimensões, subdivididas em 3 pilares: Ambiental (E) - uso de recursos, emissões e inovação, Social (S) - força de trabalho, direitos humanos, comunidade e responsabilidade pelo produto e Governo (G) - gestão, acionistas e estratégia de RSE com base em dados divulgados publicamente.

Estudos anteriores também usaram esse banco de dados como proxy para dados ESG (Shakil et al., 2019; Chollet & Sandwidi, 2018; Ioannou & Serafeim, 2012; Velte, 2017, Eccles et al., 2014).

Foram feitas análises para se avaliar o potencial de ocorrência de endogeneidade e viés de variáveis omitidas, o que pode diminuir a interpretação do fator causal da relação entre ESG e o custo da dívida. Por exemplo, embora importantes variáveis que afetam o custo da dívida tenham sido controladas, a evidência sobre a importância do ESG para a valorimetria da dívida pode ser impulsionada por variáveis omitidas que estejam correlacionadas tanto com ESG quanto com o custo da dívida.

Portanto, a fim de se evitar relações coincidentes entre variáveis, todas as variáveis independentes foram defasadas por um período, como sugerem a literatura (Sharfman & Fernando (2008), Oikonomou et al. (2014) ou Magnanelli & Izzo (2017)). A questão é avaliar se determinada característica da empresa e desempenho ESG no tempo t-1 explicam o custo da dívida enfrentada no tempo t, procurando, assim, evitar problemas de endogeneidade.

A partir do teste de Hausman, verificou-se que o modelo de efeitos fixos é mais adequado que o modelo de efeitos aleatórios. Com base no modelo de efeitos fixos seccionais e temporais, há um impacto de significância dos dados associado entre o desempenho ESG e o custo da dívida.

Em ambos os testes, os resultados indicam que as preocupações com a endogeneidade provavelmente não estão conduzindo nossa evidência primária.

Além disso, as variáveis foram *winsorizadas* nos percentis 1% e 99%.

#### ***4.1. Variável de Interesse***

A variável de interesse deste estudo é representada pelas pontuações ESG da Refinitiv Thomson Reuters. Representa um proxy para o nível de transparência das empresas na divulgação de informações ESG.

Também é usado uma segunda variável independente,  $ESG * ESG$  ( $ESG^2$ ), como forma de explicar uma possível relação não linear (quadrática) entre ESG e o custo da dívida.

#### ***4.2. Variável Dependente***

A variável dependente deste estudo é representada pelo custo de financiamento da dívida (CD). É medido como o custo médio ponderado líquido anual de financiamento da dívida,



componente da *wac* e, seguindo Bhuiyan & Nguyen (2019), Caragnano et al. (2020), Raimo et. al, (2021) e Feng & Wu (2021), é estimado pela base de dados Refinitiv Thomson Reuters. De acordo com o método de cálculo da Refinitiv Thomson Reuters, o custo da dívida representa o custo marginal para a empresa de emitir novas dívidas no presente. É calculado somando o custo ponderado da dívida de curto prazo e o custo ponderado da dívida de longo prazo com base nos pontos de 1 ano e 10 anos de uma curva de crédito apropriada.

$CD = (K_{curto} * W_{curto} + K_{longo} * W_{longo}) * (1 - \varphi)$ , onde  $K_{curto}$  e  $K_{longo}$  é o custo da dívida antes dos impostos, curto e longo prazo, respetivamente.  $W_{curto}$  e  $W_{longo}$  são as frações da dívida da empresa que são de curto e longo prazo, respetivamente, e  $\varphi$  é a alíquota efetiva do imposto para a empresa.

### ***4.3. Variáveis Independentes (controlo)***

Com base em estudos anteriores, existem quatro variáveis de controlo consistentemente consideradas significativas relacionadas com o custo da dívida. Essas variáveis são: a alavancagem (LEV), o tamanho da empresa (SIZE), o nível de ativo intangível (INTANG) e o retorno sobre ativos (ROA). Todas as variáveis foram recuperadas do banco de dados Refinitiv Thomson Reuters.

Em relação à primeira variável de controlo, foi controlada a alavancagem financeira (LEV) incluindo o rácio entre a dívida total de uma empresa pelo total de seus ativos. O nível de endividamento está positivamente relacionado com o risco de liquidez. Estudos anteriores sugerem que empresas com maior alavancagem sofrem com pesadas obrigações de dívida e possuem altos riscos de liquidez. Assim, é esperada uma associação positiva entre a alavancagem financeira e o custo de financiamento da dívida (Raimo et. al., 2021).

Além disso, o tamanho da empresa (SIZE) foi medido como o logaritmo natural dos ativos totais (Gerwanski, 2020). Estudos anteriores sugerem que empresas maiores têm acesso mais fácil ao financiamento externo e são caracterizadas por menor assimetria de informação e menores custos de monitorização (Graham et al., 2008). Além disso, empresas maiores são mais resistentes a choques negativos e se beneficiam de economias de escala nos custos da dívida (Petersen & Rajan, 1994). Assim, é esperado uma associação negativa entre o tamanho da empresa e o custo de financiamento da dívida.

Também foi utilizada a proporção do ativo intangível líquido do exercício dividido pelo ativo total do mesmo período, expresso em percentagem, representado por INTANG como variável de controlo. Segundo Seow et. al.(2006) os investimento em intangível aumenta o

custo do capital próprio porque esses investimentos tendem a ser mais arriscados e também criam maiores assimetria de informações. Assim, espera-se uma associação positiva entre o custo de capital e o nível de investimento em intangível da empresa.

Seguindo a literatura (Caragnano et al., 2020; Gerwanski, 2020) e práticas comuns, foi incorporado o *Return on Assets* como *proxy* para a lucratividade da empresa (ROA). De fato, espera-se que as empresas altamente lucrativas sejam mais capazes de gerar recursos e tenham maior capacidade de serviço da dívida do que as não lucrativas. Portanto, empresas lucrativas geralmente apresentam baixo risco de liquidez e, isso resulta em um menor custo da dívida (Graham et al., 2008). Assim, é esperado uma associação negativa entre rentabilidade e custo de financiamento da dívida.

Para analisar a evolução do CD ao longo do tempo, uma variável TREND foi adicionada. É de ressaltar que todos os modelos têm CD como variável dependente e ESG e seu quadrado como variáveis independentes de base.

O país da empresa também foi levado em consideração, visto que diferentes localizações geográficas podem sofrer condições macroeconômicas contingentes particulares e diferentes pressões institucionais com impactos no investimento, na qualidade e na divulgação ESG, o que irá afetar fortemente o custo da dívida, pelo que foram criadas *dummies* para as seguintes localizações geográficas, objeto deste estudo: EUA, EUROPA e BRASIL, afim de analisarmos os impactos e o efeito moderador de cada subamostra, de acordo com a sua localização geográfica.

#### ***4.4. Análise da Amostra e Estatísticas Descritivas***

Da amostra total de 4906 observações, cerca de 60% é representada por empresas estadunidenses (2.919), 30% de empresas europeia (1.490) e 10% de empresas brasileiras (497). Por conta da alta representação de empresas dos Estados Unidos (o que é uma característica comum de distribuições de amostras na maioria dos estudos que incluem os Estados Unidos), para garantir a robustez dos resultados, novas regressões foram feitas para os principais modelos, após excluir as empresas dos Estados Unidos da amostra, os resultados permaneceram os mesmos.

**Tabela 1 – Estatísticas Descritivas**

<b>GERAL</b>	CoD	ESG	LEV	ROA	LOG(SIZE)	INTANG.
Mean	0,022	55,416	0,305	0,059	23,205	0,089
Median	0,023	60,944	0,302	0,051	23,222	0,053
Maximum	0,045	85,986	0,614	0,176	25,473	0,320
Minimum	0,000	0,000	0,008	-0,033	20,483	0,000
Std. Dev.	0,012	23,616	0,161	0,053	1,288	0,095
Observations	4906	4906	4906	4906	4906	4906
<b>EUA</b>	CoD	ESG	LEV	ROA	LOG(SIZE)	INTANG
Mean	0,025	53,555	0,309	0,066	23,305	0,085
Median	0,025	57,483	0,310	0,058	23,331	0,047
Maximum	0,045	85,986	0,614	0,176	25,473	0,320
Minimum	0,000	0,000	0,008	-0,033	20,483	0,000
Std. Dev.	0,011	21,620	0,165	0,055	1,199	0,095
Observations	2919	2919	2919	2919	2919	2919
<b>EUROPA</b>	CoD	ESG	LEV	ROA	LOG(SIZE)	INTANG
Mean	0,014	63,451	0,284	0,052	23,339	0,097
Median	0,011	70,250	0,277	0,044	23,405	0,066
Maximum	0,045	85,986	0,614	0,176	25,473	0,320
Minimum	0,000	0,000	0,008	-0,033	20,483	0,000
Std. Dev.	0,012	22,904	0,149	0,047	1,356	0,093
Observations	1490	1490	1490	1490	1490	1490
<b>BRASIL</b>	CoD	ESG	LEV	ROA	LOG(SIZE)	INTANG
Mean	0,028	42,258	0,344	0,040	22,213	0,087
Median	0,028	49,559	0,328	0,038	22,197	0,053
Maximum	0,045	85,986	0,614	0,176	25,473	0,320
Minimum	0,000	0,000	0,008	-0,033	20,483	0,000
Std. Dev.	0,014	28,330	0,169	0,047	1,148	0,096
Observations	497	497	497	497	497	497

A Tabela 1 fornece as estatísticas descritivas das variáveis primárias para todo o conjunto de dados e para cada sub-região, onde destacam-se a média de desempenho ESG geral no valor de 55,4 e a mediana é 60,9. A média (mediana) do custo da dívida é 0,022 (0,023). A média de LEV é 0,305 e a mediana é 0,302. A média de Log de Tamanho (LogSize) é 23,205 e a mediana é 23,222.

Verifica-se que o custo médio da dívida é, em média, menor na Europa (0.014) do que nos Estados Unidos (0.025) e Brasil (0.028), o que pode ser explicado por ser a Europa uma região geográfica onde as empresas tem maior orientação para os *stakeholders*, diferentemente do EUA e Brasil, países mais orientados para o mercado, especialmente nos EUA, devido à sua orientação cultural de investimento mais agressivo (Dhaliwal et al., 2012)

Da mesma forma, as empresas com o sistema de governação anglo-saxônico têm spreads superiores, assim como, empresas de países com um sistema de governo continental têm spreads menores que os demais. Dado que os países de governo continental são

predominantemente países da Europa Ocidental e o principal país anglo-saxão são os EUA, os resultados confirmam os de Carey & Nini (2007) e Houston et al. (2012) que o financiamento é mais barato na Europa do que nos EUA.

Adicionalmente, foi verificado que a pontuação média ESG das empresas difere consoante a sua localização geográfica. Com base nas estatísticas descritivas verifica-se que as empresas europeias têm uma prevalência sobre as empresas estadunidenses e brasileiras, apresentando, em média, um desempenho ESG de 63.45, enquanto as empresas estadunidenses e brasileiras apresentam médias de 53.5 e 42.2, respetivamente. O que importa dizer que o continente europeu parece se posicionar como a melhor referência na utilização das práticas ESG comparativamente às empresas estadunidenses e brasileiras, permitindo inferir que diferentes países podem sofrer condições macroeconômicas contingentes particulares que afetam fortemente o custo da dívida, decorrentes das características de sustentabilidade, representadas pelas suas forças institucionais, como por exemplo, a orientação e maturidade do mercado financeiro e o sistema de governo das suas empresas, influenciando na percepção e, conseqüentemente, na incorporação de estratégias sustentáveis na gestão de seus ativos.

A matriz de correlação e a respetiva probabilidade das variáveis de controlo incluídas neste estudo são apresentadas na Tabela 2, a seguir:

**Tabela 2 – Coeficientes de Correlação e Probabilidades**

Correlação Probabilidade	CoD	ESG	LEV	ROA	LOG(SIZE)	INTANG
CoD	1,0 -----					
ESG	-0,113 0,000	1,0 -----				
LEV	0,302 0,000	0,042 0,004	1,0 -----			
ROA	-0,148 0,000	-0,018 0,198	-0,216 0,000	1,0 -----		
LOG(SIZE)	-0,021 0,136	0,549 0,000	0,095 0,000	-0,222 0,000	1,0 -----	
INTANG	0,032 0,026	0,027 0,054	0,131 0,000	-0,079 0,000	0,083 0,000	1,0 -----

Os resultados apresentados na Tabela 2 corroboram a hipótese ao mostrar uma associação significativamente negativa entre a divulgação ESG (-0,113) e o custo da dívida. O que

implica afirmar que empresas com maior nível de pontuação ESG se beneficiam de um menor custo de financiamento da dívida.

Com relação às variáveis de controlo, os resultados mostram o efeito esperado. De facto, com referência à primeira variável de controlo, o custo da dívida (CD) está positivamente relacionado à alavancagem financeira LEV (0,302) e esse achado é motivado pela associação positiva entre o nível de endividamento e o risco de *default*.

Ao mesmo tempo, os resultados confirmam a associação negativa entre a lucratividade da empresa ROA (-0,148) e o custo da dívida (CD), uma vez que as empresas altamente lucrativas são geralmente consideradas menos arriscadas, mais capazes de gerar recursos e mais capazes de pagar a dívida do que as não lucrativas (Graham et al., 2008).

Da mesma forma, o custo da dívida (CD) está negativamente relacionado ao tamanho da empresa SIZE (-0,021). Essa associação negativa é consistente com estudos anteriores que argumentam que empresas maiores se beneficiam de um custo mais baixo de financiamento da dívida graças a um acesso mais fácil ao financiamento externo, menos assimetria de informação, custos de monitoramento mais baixos, maior resiliência a choques negativos e maiores economias de escala nos custos da dívida (Graham et al., 2008; Petersen & Rajan, 1994).

Sobre a variável relacionada ao nível de intangível (INTANG), a correlação positiva com o CD (0,032) também corrobora a expectativa, visto que, investimento em intangível tende a aumentar o custo do capital por serem estes, em sua generalidade, mais arriscados, com maior potencial de criação de assimetria de informações (Seow et. al.,2006).

## 5. Especificação do Modelo e Resultados

Nesta seção, é apresentado um conjunto de regressões para examinar a associação entre as práticas ESG e o custo da dívida. Primeiro, é examinado o impacto da pontuação ESG como uma dimensão individual sobre o custo da dívida, ou seja, um modelo de regressão linear simples, tendo a pontuação ESG como a única variável independente. Em seguida, num modelo de regressão linear composto, para além de uma segunda variável independente  $(ESG)^2$ , como forma de explicar uma possível relação não linear (aqui quadrática côncava) entre a pontuação ESG e o custo da dívida, outras variáveis explicativas (variáveis de controlo) são incluídas.

Em todos os modelos seguintes, são incluídos o custo da dívida como variável dependente e a classificação ESG e seu quadrado como variáveis independentes de base. As variáveis de controlo utilizadas é o que difere entre os modelos, pois progressivamente são adicionados mais controlos em cada modelo. Além disso, todos os modelos incluem efeitos fixos seccionais e anuais, exceto para os modelos com a variável TREND, que incluem apenas efeitos fixos, visto que esta variável tem como objetivo captar o efeito tendência da variável dependente, neste caso, capturar o movimento do custo da dívida ao longo do tempo. Adicionalmente, foram utilizados os erros padrão-robustos de White.

Finalmente, é examinado o efeito moderador das características de sustentabilidade do país associado às práticas ESG e a respetiva influência no custo da dívida, pelo que foram adicionadas *dummies* para os EUA, EUROPA e BRASIL, afim de analisar os impactos e o efeito moderador de cada subamostra, de acordo com a sua localização geográfica.

### 5.1. ESG e o Custo da Dívida

Este estudo propõe que as práticas ESG estejam negativamente associadas ao custo da dívida. De forma a verificar esta afirmação, foi analisado o seguinte modelo de regressão entre a pontuação de desempenho ESG, o custo da dívida e um conjunto de variáveis de controlo:

#### Equação Base

$$CD_{i,t} = \alpha + \beta_1 ESG_{i,t-1} + \beta_2 (ESG)^2_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-1} + \beta_4 \text{Log}(\text{SIZE})_{i,t-1} + \beta_5 INTANG_{i,t-1} + \beta_6 ROA_{i,t-1}$$

*CD* é medido como o custo médio ponderado líquido anual de financiamento da dívida. Representa o custo marginal para a empresa de emitir novas dívidas.

*ESG* é a pontuação das práticas ESG representa o desempenho ESG.

$(ESG)^2$  representa o efeito quadrático da pontuação ESG sobre o custo da dívida.

*LEV* é o rácio entre a dívida total de uma empresa pelo total de ativos;

*SIZE* *e* é o logaritmo natural do ativo total;

*INTANG* é o rácio do ativo intangível líquido pelo ativo total.

*ROA* é o rácio entre o lucro líquido antes de itens extraordinários pelo ativo total;

**Tabela 3 – Regressão Base**

<b>BASE</b>	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4	
<b>Var.</b>	<b>Coef.</b>	<b>Prob.</b>	<b>Coef.</b>	<b>Prob.</b>	<b>Coef.</b>	<b>Prob.</b>	<b>Coef.</b>	<b>Prob.</b>
C	0,019	0,000	-0,051	0,001	0,018	0,000	-0,045	0,002
t-Stat.	20,230		-3,455		17,360		-3,122	
ESG/100	0,005	0,002	0,004	0,007	0,019	0,000	0,015	0,000
t-Stat.	3,177		2,721		5,151		4,338	
ESG <sup>2</sup> /10000					-0,018	0,000	-0,014	0,000
t-Stat.					-4,746		-3,929	
LEV			0,012	0,000			0,012	0,000
t-Stat.			6,026				5,962	
LOG(SIZE)			0,003	0,000			0,003	0,000
t-Stat.			4,438				4,056	
INTANG			1,808	0,000			1,838	0,000
t-Stat.			3,809				3,900	
ROA			-0,009	0,022			-0,011	0,007
t-Stat.			-2,290				-2,688	
Efeitos Fixos Temporais	SIM		SIM		SIM		SIM	
Efeitos Fixos Seccionais	SIM		SIM		SIM		SIM	
N	4954		4906		4954		4906	
R <sup>2</sup> Ajustado	0,681		0,697		0,683		0,698	

*Nota:* Esta tabela relata os resultados da regressão do custo da dívida (CD) em função das variáveis ESG, ESG<sup>2</sup> e variáveis de controlo, no período 2013-2021, usando todo o conjunto de dados de empresas-ano. Todos os coeficientes são padronizados para melhor comparação da magnitude dos efeitos das variáveis independentes do custo da dívida.

Os resultados dos quatro modelos apresentados na Tabela 3, surpreendentemente, contradizem a hipótese inicial. Os coeficientes da variável ESG são estatisticamente significativos e positivos em todos os casos ao nível de 1%, variando entre 0,005 e 0,019, o que quer dizer que, à medida que o desempenho ESG aumenta, a quantidade de juros que as instituições de crédito estão dispostas a receber por uma unidade de dívida para essas empresas também aumenta, o que é contrário à expectativa inicial.

Adicionando as variáveis de controlo LEV, LOG(SIZE), INTANG e ROA no modelo 1, chega-se ao modelo 2, onde se vê um leve aumento do poder explicativo do modelo (R2 ajustado passa de 68,1% no modelo 1 para 69,7% no modelo 2) e confirma o resultado do modelo 1. De facto, o modelo 2 mostra que um aumento da classificação ESG/100 resulta, em média, em um aumento de 0,004 no custo de dívida.

Apesar do resultado inesperado dos modelos 1 e 2, ao que parece, há espaço para explorar mais, pois, ao incluir a variável (ESG)<sup>2</sup> nos modelos 3 e 4, verifica-se um coeficiente negativo e significativo ao nível de 1%, em ambos modelos, sugerindo, assim, uma relação quadrática côncava entre a classificação ESG e o CD. Isso significa afirmar, portanto, que, embora os esforços iniciais para uma melhor classificação ESG não sejam recompensados pelos credores, os esforços consistentes são. Isso também significa – como demonstrado mais adiante – que os melhores desempenhos de ESG se beneficiam de um custo de dívida menor do que os de desempenho ESG inferiores.

Quanto às variáveis de controlo LEV, INTANG e ROA nos modelos 3 e 4, estas possuem relações com o custo da dívida que estão em linha com as expectativas descritas na Seção 4.3, os sinais de seus coeficientes são amplamente consistentes com resultados na literatura existente (por exemplo, Francis et al., 2005; Erragragui, 2017)). Em particular, os resultados mostram associações negativas significativas entre o custo da dívida e o ROA. Além disso, os resultados mostram que empresas com alto LEV têm um custo de dívida mais alto (Tran, 2014; Goh et al., 2016; Jung et al., 2016; Erragragui, 2017). Entretanto, a variável LOG(SIZE) apresenta uma relação positiva, ao contrário do esperado, mas ainda pode ser justificada logicamente, na medida que, na generalidade das situações, o que mais importa para o credor na concessão de crédito pode não ser a dimensão e, sim, se a empresa está muito ou pouco endividada, e se os ativos que tem são tangíveis ou não.

Por fim, ao incluir a variável (ESG)<sup>2</sup> nos modelos 3 e 4 constata-se um aumento modesto no R2 ajustado, passando a 68,3% e 69,8%, respetivamente, o que ratifica o relevante poder explicativo do modelo.

Portanto, a partir dos resultados referidos acima, é possível concluir que existem evidências estatisticamente significativas para aceitar a H1, que afirma que as instituições de crédito integram informações sobre ESG das empresas ao avaliar seu perfil de risco em sua decisão de empréstimo, evidenciado por uma associação negativa significativa entre o desempenho ESG e o custo da dívida, ainda que esta associação tenha uma significância económica reduzida, e o seu efeito não seja uma função linear e, sim, uma função quadrática côncava, o



que significa que os esforços iniciais para a sustentabilidade não são recompensados (e até certo ponto penalizados) e que o contributo negativo no custo da dívida ocorre a partir de um determinado nível ESG, privilegiando as empresas com resultados do nível de sustentabilidade relevantes e consistentes ao longo do tempo.

## ***5.2. Efeito Tendência***

Para verificar melhor a relação até aqui encontrada, foram examinados mais profundamente o conjunto de dados na mesma regressão, agora somente com efeitos seccionais. Em seguida, foram incluídas as variáveis TREND, com objetivo de captar o efeito tendência da variável dependente, neste caso, capturar o movimento da variável custo da dívida ao longo do tempo, e, por último, foi incluída a variável TREND\*ESG, para verificar a tendência do custo da dívida associada à classificação ESG.

$$CD_{i,t} = \alpha + \beta_1 ESG_{i,t-1} + \beta_2 (ESG)^2_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-1} + \beta_4 \text{Log}(SIZE)_{i,t-1} + \beta_5 INTANG_{i,t-1} + \beta_6 ROA_{i,t-1} + \beta_7 TREND_{i,t-1} + \beta_8 TREND*ESG_{i,t-1}$$

*CD* é medido como o custo médio ponderado líquido anual de financiamento da dívida. Representa o custo marginal para a empresa de emitir novas dívidas.

*ESG* é a pontuação das práticas ESG representa o desempenho ESG.

$(ESG)^2$  representa o efeito quadrático da pontuação ESG sobre o custo da dívida.

*LEV* é o rácio entre a dívida total de uma empresa pelo total de ativos;

*SIZE* *e* é o logaritmo natural do ativo total;

*INTANG* é o rácio do ativo intangível líquido pelo ativo total.

*ROA* é o rácio entre o lucro líquido antes de itens extraordinários pelo ativo total;

*TREND* efeito tendência do custo da dívida ao longo do tempo

*TREND\*ESG* efeito tendência do custo da dívida associada à classificação ESG ao longo do tempo.

### **Tabela 4 – Regressão Efeito Tendência**

<b>EFEITO TREND</b>	Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7	
<b>Var.</b>	<b>Coef.</b>	<b>Prob.</b>	<b>Coef.</b>	<b>Prob.</b>	<b>Coef.</b>	<b>Prob.</b>
C	0,076	0,000	-0,016	0,279	-0,009	0,548
t-Stat.	5,230		-1,083		-0,601	
ESG/100	0,017	0,000	0,018	0,000	0,020	0,000
t-Stat.	4,574		4,820		5,512	
ESG <sup>2</sup> /10000	-0,030	0,000	-0,016	0,000	-0,005	0,237
t-Stat.	-7,933		-4,354		-1,182	
LEV	0,007	0,000	0,013	0,000	0,013	0,000
t-Stat.	3,120		5,891		6,156	
LOG(SIZE)	-0,002	0,000	0,002	0,009	0,001	0,081
t-Stat.	-3,770		2,612		1,744	
INTANG	2,685	0,000	2,474	0,000	2,600	0,000
t-Stat.	5,331		5,036		5,373	
ROA	-0,018	0,000	-0,011	0,007	-0,014	0,001
t-Stat.	-4,057		-2,719		-3,338	
TREND/100			-0,154	0,000	-0,031	0,205
t-Stat.			-20,557		-1,269	
(TREND*ESG)/100					-0,002	0,000
t-Stat.					-5,816	
Efeitos Fixos Temporais	NÃO		NÃO		NÃO	
Efeitos Fixos Seccionais	SIM		SIM		SIM	
N	4906		4906		4906	
R <sup>2</sup> Ajustado	0,610		0,648		0,652	

*Nota:* Esta tabela relata os resultados da regressão base do custo da dívida (CD) em função do efeito tendência (TREND) e o efeito tendência associado ao ESG (TREND\*ESG), no período 2013-2021, usando todo o conjunto de dados de empresas-ano. Todos os coeficientes são padronizados para melhor comparação da magnitude dos efeitos das variáveis independentes do custo da dívida.

O resultado dos 3 modelos especificados na Tabela 4 confirmam os resultados iniciais, pois é possível verificar que os coeficientes da variável ESG permanecem positivos e significativos ao nível de 1%, variando agora entre 0,017 e 0,020, ou seja, confirmam a análise de que os esforços iniciais para a sustentabilidade não são recompensados (e até certo ponto penalizados), e a excelência nesta área é recompensada, ao apresentar consistentemente o coeficiente negativo da variável (ESG)<sup>2</sup>, que varia entre -0,030 e -0,005, também significativo ao nível de 1% nos 3 modelos.

Movendo-se para variáveis de controle, verifica-se no quadro 2 que os sinais de seus coeficientes são amplamente consistentes com resultados na literatura existente. Em particular, o resultado permanece evidenciando associações controversas entre o custo da

dívida e o Tamanho (*Size*), o que já foi referido e supostamente desvendando na seção anterior.

Ao analisar o coeficiente negativo da variável TREND/100 ( $\beta = -0,154$ ), no modelo 6, com um nível de significância de 1%, é possível inferir que houve uma tendência para as taxas de juros cobradas às empresas diminuírem ao longo do tempo, o que pode ser uma das razões pela quais não há aqui uma relação linear negativa entre o ESG e o custo da dívida, pois à medida que as empresas foram melhorando o ESG, neste período, as taxas de juros foram baixando muito mais. Este facto pode estar intrinsecamente ligado ao efeito da política monetária dos bancos centrais, que ao longo do período compreendido pelo estudo (2012-2021) provocou a descida das taxas de juros em âmbito global. É de referir que este período compreende anos da crise financeira, dos títulos soberanos e pandemia, que afetaram globalmente a economia, pelo que é razoável supor que tais factos tenham alterado fortemente o cenário financeiro e suas regras, trazendo como consequência, mudanças significativas nos fatores que afetam os riscos da firma e do mercado, com reflexos nas decisões de financiamento de crédito dos bancos.

Além disso, quando observamos o coeficiente negativo da variável (TREND\*ESG) /100 ( $\beta = -0,002$ ), no modelo 7, com um nível de significância de 1%, o efeito tendência parece ter sido mais intenso, ainda que com efeitos económicos reduzidos, quanto mais alto era o efeito ESG. De facto, ao longo do tempo as taxas de juros foram baixando e este efeito parece ter sido mais forte quanto maior fosse o nível ESG. De uma maneira geral, todas as empresas passaram a pagar menos juros, quer fossem boas do ponto de vista ESG quer não fossem, porque a política monetária dos bancos centrais foi no sentido de expansão de crédito, entretanto, parece que essa tendência foi mais forte quanto mais alta era a classificação ESG das empresas.

Destaca-se que o poder explicativo do modelo, o  $R^2$  ajustado, mantém-se consistentemente relevante variando entre 61% e 65% nos modelos 5, 6 e 7.

**Tabela 5 – Regressão Efeito Tendência por Sub-Região**

TREND REGIÕES	Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10	
	EUA		EUROPA		BRASIL	
Var.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
C	0,033	0,088	-0,081	0,003	-0,081	0,117
t-Stat.	1,709		-2,998		-1,569	
ESG/100	0,022	0,000	0,019	0,007	0,013	0,266
t-Stat.	4,698		2,685		1,115	
ESG <sup>2</sup> /10000	-0,005	0,323	-0,006	0,456	0,003	0,828
t-Stat.	-0,989		-0,747		0,217	
LEV	0,015	0,000	0,014	0,001	-0,005	0,446
t-Stat.	5,652		3,484		-0,762	
LOG(SIZE)	-0,001	0,474	0,004	0,001	0,005	0,037
t-Stat.	-0,716		3,317		2,088	
INTANG	2,708	0,000	2,864	0,001	2,031	0,135
t-Stat.	4,209		3,338		1,498	
ROA	-0,011	0,034	-0,011	0,195	-0,026	0,040
t-Stat.	-2,120		-1,298		-2,066	
TREND/100	-0,003	0,934	-0,126	0,016	0,028	0,588
t-Stat.	-0,083		-2,411		0,542	
(TREND*ESG)/100	-0,002	0,000	-0,001	0,190	-0,003	0,002
t-Stat.	-5,142		-1,312		-3,165	
Efeitos Fixos Temporais	NÃO		NÃO		NÃO	
Efeitos Fixos Seccionais	SIM		SIM		SIM	
N	2919		1490		497	
R <sup>2</sup> Ajustado	0,579		0,580		0,627	

*Nota:* Esta tabela relata os resultados da regressão base do custo da dívida (CD), em função do efeito tendência (TREND) e do efeito tendência associado ao ESG (TREND\*ESG), por Sub-Região, no período 2013-2021, usando todo o conjunto de dados de empresas-ano. Todos os coeficientes são padronizados para melhor comparação da magnitude dos efeitos das variáveis.

Na tabela acima, são apresentadas regressões com as mesmas variáveis anteriores, desta vez, a considerá-las num subconjunto de dados a variar com a localização geográfica da empresa, a saber: EUA, EUROPA e BRASIL.

Ao compararmos as empresas americanas entre si, com base no coeficiente negativo da variável (TREND\*ESG) /100 ( $\beta = -0,002$ ), e por esta ser estatisticamente significativa ao nível de 1%, observa-se que houve uma tendência, ao longo do tempo, das taxas de juros

terem baixado e este efeito parece ter sido mais forte quanto maior terá sido o nível ESG das empresas.

Quando analisamos as empresas europeias comparadas entre si, o resultado parece novamente surpreender e contradizer a expectativa inicial que considera a Europa na vanguarda do reconhecimento e compensação do mercado pelas práticas ESG. Evidências sugerem que o impacto das práticas ESG sobre o custo do capital alheio é mais dominante em países orientados para as partes interessadas, neste caso, países da Europa. Entretanto, não obstante o coeficiente da variável (TREND\*ESG) /100 ser negativo ( $\beta = -0,001$ ) para esta localização geográfica, este não é estatisticamente significativo, o que aponta para uma tendência de descida das taxas de juros, entretanto, a tendência de que isto afete, ou seja tão maior para as empresas melhores classificadas no índice ESG do que para as outras, não se verifica. Por outro lado, as evidências estatísticas apontam que esta tendência de diminuição do custo da dívida consoante a uma melhor classificação TREND\*ESG é mais pronunciada nos EUA ( $\beta = -0,002$ ) e no Brasil ( $\beta = -0,003$ ) do que na Europa ( $\beta = -0,001$ ), facto este explicitado pelo coeficiente negativo e estatisticamente significativo ao nível 1% da variável em questão para estas localizações geográficas.

Ressalta-se, portanto, que a diminuição geral observada no custo da dívida desde a crise financeira, especialmente desde 2012, foi muito pronunciada na Zona do Euro, em linha com a diminuição geral das taxas de juro (BCE, 2021), o que pode ajudar a compreender o não efeito ESG nesta descida para esta localização geográfica, visto que o custo da dívida já estava consideravelmente baixo, resultado da política monetária, não havendo mais espaço para reduções em função de outros fatores para além das questões financeiras clássicas, o que pode ser evidenciado pelo coeficiente negativo e estatisticamente significativo da variável TREND/100 ( $\beta = -0,126$ ) para a Europa.

### ***5.3. Efeito Moderador do Desempenho ESG entre os Países e o Custo do Capital Alheio***

Para testar a segunda hipótese sobre se as características de sustentabilidade do país têm um efeito moderador na relação entre o indicador ESG e o custo da dívida, foi incluído um termo de interação de dois níveis entre o desempenho ESG e a *Dummy* que representa a localização geográfica (EUA, Europa e Brasil) na regressão base. É esperado que este termo de interação possa capturar a diferença nos efeitos ESG sobre o custo da dívida entre os países com maior ou menor orientação para as partes interessadas, por exemplo. Assim, se espera que o impacto das práticas ESG sobre o custo da dívida seja maior em empresas cuja

a localização geográfica compreende países mais orientados para as partes interessadas (Países da Europa).

H2: A relação entre o índice de desempenho ESG e o custo do capital alheio é moderado pelas características do país sede da empresa ou pelo menos entre empresas dos EUA, da Europa e do Brasil?

**Tabela 6 – Regressão Efeito Moderador por Sub-Região**

EFEITO MODERADOR	Modelo 11		Modelo 12		Modelo 13	
	EUA		EUROPA		BRASIL	
Var.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
C	-0,047	0,001	-0,046	0,002	-0,044	0,002
t-Stat.	-3,229		-3,152		-3,062	
ESG/100	0,018	0,000	0,013	0,000	0,016	0,000
t-Stat.	4,627		3,613		4,357	
ESG <sup>2</sup> /10000	-0,014	0,000	-0,014	0,000	-0,014	0,000
t-Stat.	-3,768		-3,919		-3,986	
LEV	0,012	0,000	0,012	0,000	0,012	0,000
t-Stat.	5,922		5,929		5,968	
LOG(SIZE)	0,003	0,000	0,003	0,000	0,003	0,000
t-Stat.	4,170		4,079		3,984	
INTANG	1,830	0,000	1,847	0,000	1,847	0,000
t-Stat.	3,888		3,927		3,917	
ROA	-0,011	0,009	-0,011	0,009	-0,011	0,007
t-Stat.	-2,602		-2,601		-2,694	
D_EUA*ESG/100	-0,005	0,075				
t-Stat.	-1,779					
D_EUROPA*ESG/100			0,007	0,028		
t-Stat.			2,200			
D_BRASIL*ESG/100					-0,003	0,427
t-Stat.					-0,794	
Efeitos Fixos Temporais	SIM		SIM		SIM	
Efeitos Fixos Seccionais	SIM		SIM		SIM	
N	4906		4906		4906	
R <sup>2</sup> Ajustado	0,699		0,699		0,698	

*Nota:* Esta tabela relata os resultados da regressão base do efeito moderador das características de sustentabilidade, por Sub-Região (D\_EUA\*ESG; D\_EUROPA\*ESG; D\_BRASIL\*ESG) no custo da dívida (CD), no período 2013-2021, usando todo o conjunto de dados de empresas-ano. Todos os coeficientes são padronizados para melhor comparação da magnitude dos efeitos das variáveis.

Os resultados da Tabela 6 demonstram, dentre outras coisas, que o termo de interação entre o indicador ESG/100 e a *Dummy* que representa a localização geográfica tem um efeito estatisticamente significativo para empresas europeias e estadunidenses (modelos 11 e 12). Os dois coeficientes da interação são significativos em 10% ( $\beta = -0,005$  -,  $\beta = 0,007$  respectivamente), evidenciando um efeito significativo na relação de ambos e o custo da dívida. Entretanto, este efeito moderador é positivo para as empresas europeias e negativo para as estadunidenses, pelo que, ao que parece, nos EUA, comparativamente às demais localidades, no período analisado, ter rating ESG mais elevado rendeu mais às empresas, ou seja, os custos da dívida foram mais baixos nesta localização geográfica, durante o período de 2012 a 2021, em função da classificação ESG, quando comparadas às empresas da Europa e Brasil.

Entretanto, a partir destas evidências, não se pode afirmar, nomeadamente na Europa, que as práticas ESG não sejam valorizadas e reconhecidas nesta região geográfica. É de referir que este estudo compreende anos de crise, o que é razoável supor uma alteração muito forte do cenário económico-financeiro e suas regras. Como já referido, a UE é líder global em iniciativas contra as mudanças do clima, com a ambição de ser o primeiro região económica mundial neutra em 2050. Adicionalmente, os emissores europeus representam o maior mercado regional de títulos de financiamento sustentável, com 56% de participação de mercado durante os primeiros nove meses de 2021, em comparação com 21% dos emissores das Américas e 19% da Ásia-Pacífico. Além disso, a inclusão de aspetos ESG na estratégia organizacional e a divulgação dessas informações são uma prioridade crescente para as empresas e governos dessa região.

Pelo que é suposto esperar que, em períodos de graves crises financeiras, as empresas concentrem todos os seus esforços na sobrevivência e manutenção da lucratividade, e, portanto, a manifestação de iniciativas ESG pode ser percebida pelos credores como uma estratégia adotada pelas empresas para ocultar o desempenho negativo, daí considerar os esforços de sustentabilidade irrelevantes ou até mesmo penalizá-los.

Embora isso possa parecer uma má notícia para as empresas que desejam fazer alguns esforços em direção à sustentabilidade, é uma boa notícia para as empresas que desejam fazer grandes esforços nessa direção, visto que a variável (ESG)<sup>2</sup> mantém-se negativa e significativa estatisticamente ao nível de 1%, mantendo a indicação, nas três regiões analisadas, que os esforços para melhorar a classificação ESG não são recompensados ou até mesmo

penalizados pelos credores, enquanto os benefícios aparecem apenas para os de melhor desempenho, e, que, tudo isso, é moderado pelas características da localização geográfica.

Embora as evidências empíricas relatadas por esse estudo até aqui sejam bastante amplas e destaquem a relevância do valor das atividades ESG, essas informações não puderam ser generalizadas para os mercados emergentes, no caso em estudo, a localização geográfica representada pelo Brasil. Ressalta-se que para o Brasil este efeito moderador é claramente insignificante (Modelo 13,  $p=0,427$ ). Entretanto, torna-se importante enfatizar que as grandes empresas de países emergente são significativa e sistematicamente diferentes das grandes empresas de mercados desenvolvidos em termos de suas práticas sociais, culturais e gerenciais (Griesse, 2007).

Isto ocorre porque as empresas de economias emergentes, por muitas vezes, têm de lidar com instituições fracas ou disfuncionais (Aulakh et al., 2000; Contractor et al., 2007; Khanna & Palepu, 2010; Peng et al., 2008), controlo estatal limitado (Gam meltoft et al., 2010), climas de negócios menos favoráveis, falta de governança corporativa (Benites & Polo, 2013; Peinado Vara, 2006), níveis mais altos de incerteza, níveis de corrupção especificamente mais altos (Beets, 2005; Cuervo-Cazurra, 2016) e maiores riscos políticos (Henisz, 2000), o que podem trazer como consequência, em muitos casos, maior lentidão e maiores custos para a realização das atividades ESG. Uma vez que estas empresas, na generalidade, são percebidas como tendo escassez de recursos, estas não veem essas atividades como prioritárias, justificando não investir em ESG por não possuírem recursos líquidos e estarem condicionadas ao comprometimento das práticas ESG, em função do seu nível de liquidez.

Outra grande diferença entre o Brasil e a maioria dos países desenvolvidos diz respeito à liberdade econômica: o Brasil ocupa a posição 153 de um ranking com 180 países, tendo sido enquadrado na categoria “majoritariamente sem liberdade econômica” (Mostly unfree) e com pontuação muito próxima à da pior categoria, que é de país “repressor da liberdade econômica” (Repressed) (Heritage Foundation, 2018)

Posto que o contexto latino-americano (para o estudo, representado pelo Brasil) apresenta condições diferentes das dos mercados desenvolvidos (para o estudo, representado pelos EUA e Europa), é factível acreditar que a falta de confiança nos ambientes corporativos entre as partes interessadas das grandes empresas de países emergentes (Zhang et al. 2013) força essas empresas a fazer mais investimentos em mecanismos de governança corporativa (por exemplo, contratação de auditores externos, modificação do estatuto social da empresa ou maior independência dos conselhos de administração) para demonstrar maior legitimidade



em questões relevantes para seus *stakeholders* (Reimann et al. 2012), afim de alcançar um desempenho superior. No entanto, os custos relacionados com a melhoria dos ESG, muitas vezes, não se refletem na performance financeira da empresa, possivelmente porque tais práticas não são realizadas da forma mais eficaz, o que torna essas práticas não visíveis, pelo que os *stakeholders* não atribuem importância suficiente a elas.

**Tabela 7 – Regressão Ponto de Viragem por Sub-Região**

PONTO DE VIRAGEM	Modelo 14		Modelo 15		Modelo 16	
	EUA		EUROPA		BRASIL	
	ESG >39		ESG >34		ESG >33	
Var.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
C	0,039	0,026	-0,074	0,006	-0,137	0,026
t-Stat.	2,233		-2,734		-2,233	
ESG/100	-0,005	0,700	-0,009	0,701	-0,007	0,804
t-Stat.	-0,386		-0,384		-0,249	
ESG <sup>2</sup> /10000	0,001	0,941	0,010	0,591	-0,002	0,928
t-Stat.	0,074		0,537		-0,090	
LEV	0,008	0,002	0,011	0,004	-0,007	0,312
t-Stat.	3,156		2,894		-1,014	
LOG(SIZE)	-0,001	0,379	0,004	0,002	0,008	0,005
t-Stat.	-0,881		3,184		2,845	
INTANG	0,023	0,000	0,024	0,021	-0,002	0,889
t-Stat.	4,292		2,312		-0,140	
ROA	-0,007	0,162	-0,009	0,271	-0,014	0,315
t-Stat.	-1,398		-1,102		-1,007	
Efeitos Fixos Temporais	SIM		SIM		SIM	
Efeitos Fixos Seccionais	SIM		SIM		SIM	
N	2222		1333		328	
R <sup>2</sup> Ajustado	0,690		0,659		0,748	

*Nota:* Esta tabela relata os resultados da regressão base na qual se observa o Ponto de Viragem no custo da dívida (CD), por Sub-Região. Ou seja, a classificação ESG mínima que a empresa precisa alcançar a partir da qual será recompensada em termos de um custo da dívida mais baixo, no período 2013-2021, usando todo o conjunto de dados de empresas-ano. Todos os coeficientes são padronizados para melhor comparação da magnitude dos efeitos das variáveis.

A próxima pergunta que pode ser feita é: A partir de que ponto se torna vantajoso adotar as práticas ESG? A relação negativa quadrática entre a classificação ESG e CD, representado pelo coeficiente negativo da variável ESG<sup>2</sup>, consistentemente significativo ao nível de 1% nos modelos até agora especificados, sugere que há um ponto de viragem no rating ESG, após o qual se torna benéfico para uma empresa, em termos de custo da dívida, melhorar seu rating. Este teste foi executado a considerar a regressão base, chegando às seguintes

conclusões para cada Sub-Região, conforme a seguir: os ratings ESG maiores que 39 nos EUA, maiores que 34 na Europa e maiores que 33 no Brasil são recompensados nos mercados de dívida. Esses achados, embora promissores, ainda carecem de significância estatística, principalmente nos coeficientes negativos, de modo que estas conclusões não podem ser afirmadas com um nível de confiança muito alto, ainda que com um poder explicativo relevante ( $R^2$  ajustado a variar entre 69% a 74,8%).

## **6. Testes de Robustez**

Nesta seção, os testes de robustez são realizados para examinar se as evidências primárias sobre a associação entre as práticas ESG e o custo da dívida são robustas para hipóteses alternativas e especificações do modelo. No geral, os resultados desses testes de sensibilidades não foram quantitativamente diferentes daqueles da análise primária. Na análise primária, a variável dependente considerada foi o custo médio ponderado líquido anual de financiamento da dívida (Ge & Liu, 2015; Oikonomou et al., 2014; Devalle et al., 2017) como o custo da dívida. Como proxy alternativo, foi utilizada a razão das despesas de juros da empresa e sua dívida total média como medida de seu custo de dívida. Foram encontradas uma associação negativa significativa entre o desempenho ESG e o a razão das despesas de juros da empresa e sua dívida total média como medida de seu custo de dívida, o que é consistente com as conclusões da análise principal.

## 7. Conclusão

Os resultados deste estudo podem ser explicados pelos benefícios atribuíveis à alocação de recursos para práticas sustentáveis no que tange à redução do custo da dívida. As regressões aqui especificadas concluem que esta recompensa não é linear e, sim, uma relação côncava, o que implica que, à medida que uma empresa começa a investir para melhorar sua classificação ESG, os mercados de dívida avaliam como uma má alocação de recursos, e somente em empresas mais comprometidas, cujas práticas de sustentabilidade são tratadas no âmbito da estratégia empresarial, de forma consistente e de longo prazo é que faz a diferença e são reconhecidos através de uma menor custo de capital.

Donde depreende-se que, o esforço relacionado à sustentabilidade em uma empresa é reconhecido e recompensado se a empresa pretende fazê-lo com seriedade e consistência, pois pequenos esforços são vistos como uma má alocação de recursos, sobretudo na Europa, o que ratifica os achados de Goss & Roberts (2011), que demonstraram que empresas com baixa qualidade creditícia, que adotam atividades de responsabilidade social discricionárias, enfrentam maior spread de empréstimos.

Os resultados também desencorajam as empresas que desejam fazer *greenwashing* e apenas se envolvem em ESG superficialmente, uma vez que, pelo menos nos mercados foco deste estudo, a saber, EUA, Europa e Brasil, esses esforços não são recompensados.

Esses resultados estão de acordo com estudos anteriores em que a variação nos benefícios associados ao desempenho ESG, na forma de um menor custo da dívida, são determinados pelas características de sustentabilidade do país (Ball et al., 2000; Ahmed et al., 2013; Capelle-Blancard et al., 2016). Esses resultados também são consistentes com a teoria institucional, em que as organizações estão inseridas em estruturas que influenciam as decisões das empresas, bem como as percepções das partes interessadas sobre as práticas ESG (Campbell, 2007; Aguilera et al., 2007; Jackson & Apostolakou, 2010).

Assim, ao adotar práticas sustentáveis e mecanismos de bom governo, aliado à divulgação de informações ESG, de forma consistente, com alto nível de transparência e como estratégia de longo prazo, as empresas podem reduzir o custo do financiamento da dívida, pois, através destas ações será possível captar informações, para além da divulgação tradicional, combinando informações relacionadas a aspetos ambientais, como água, poluição, emissões, energia e resíduos. Aspetos sociais, como funcionários, direitos humanos, políticas de género, normas trabalhistas, produtos e impacto nas comunidades e aspetos de governo como

estrutura e função do conselho e remuneração dos executivos, oferecendo, assim, uma visão holística da gestão do negócio, o que favorece a mitigação de assimetrias de informação.

Assim, as práticas e divulgação ESG podem ser, de facto, uma ferramenta de comunicação eficaz para demonstrar a capacidade das empresas de construir e manter uma vantagem competitiva ao longo do tempo, permitindo o maior conhecimento por parte dos credores das diferentes dinâmicas de negócios, aliada à maior transparência das empresas nas questões ESG, o que poderá ser revertido em benefício, ao permitir às instituições de crédito avaliar melhor o risco de incumprimento das empresas, com a consequente redução do custo de financiamento da dívida.

Além disso, os resultados deste estudo aplicados em uma amostra de empresas internacionais (Estados Unidos, Europa e Brasil) que atuam em diferentes setores, estendem essa vertente pouco explorada da literatura ao demonstrar a correlação negativa entre a divulgação ESG sobre o custo da dívida, uma relação que se mostrou quadrática côncava, ensejando um ponto ótimo, a partir do qual os esforços com sustentabilidade passam a ser reconhecidos e recompensados.

Este estudo também contribui para a literatura existente ao investigar o efeito moderador das características de sustentabilidade do país sobre a relação entre as práticas ESG e o custo de dívida.

O estudo não forneceu evidências de que o impacto do desempenho ESG sobre o custo da dívida seja mais evidente em países mais orientados para as partes interessadas, o que era a expectativa, visto que, de acordo com os testes, há uma relação positiva entre o custo da dívida e a classificação ESG na Europa, região geográfica onde as empresas tem maior orientação para os *stakeholders*.

Todavia, ainda assim, este resultado pode ser justificado pelo facto do estudo abranger um período de grave crise financeira, o que pode ter provocado mudanças significativas nos fatores que afetam a avaliação dos riscos das empresas e do mercado, nomeadamente, no que se refere às taxas de juros excessivamente baixas, muitas vezes negativas, resultado da política monetária expansionista adotada fortemente nesta região.

Este facto, pode ter dificultado reduções extras no custo da dívida em função de outros fatores, para além dos fatores conhecidos pela teoria financeira clássica.

Os resultados obtidos também têm implicações importantes para os investidores. De facto, à luz dos benefícios associados à divulgação ESG, os resultados indicam que os investidores

deveriam preferir investir em empresas mais transparentes e sustentáveis. A capacidade dessas empresas de manter uma vantagem competitiva ao longo do tempo e aceder à capital alheios em melhores condições, decorrente de uma maior divulgação ESG, poderia garantir aos investidores maior retorno e menor nível de risco.

Finalmente, os resultados obtidos têm implicações importantes também para os formuladores de políticas e reguladores. Eles devem, de facto, promover e incentivar a divulgação ESG como um mecanismo de reporte capaz de aumentar a eficiência da alocação de capital e reduzir os custos de financiamento corporativo.

Este estudo não é isento de limitações. A principal limitação está ligada ao uso de dados secundários obtidos da base de dados Refinitiv Thomson Reuters para mensurar a divulgação ESG. Embora o banco de dados Refinitiv Thomson Reuters represente uma fonte extremamente confiável e as pontuações relacionadas à divulgação ESG sejam amplamente aceites e usadas na literatura contabilística e gestão, a coleta de dados primários apoiaria fortemente os resultados deste estudo. No entanto, essa limitação não afeta a qualidade deste estudo e oferece ideias interessantes para pesquisas futuras. De facto, eles poderão repetir este estudo e realizar testes de robustez por meio de entrevistas com os *CEOs* das instituições de crédito para melhor investigar o processo de tomada de decisão dos empréstimos ou, alternativamente, através da construção de novas medidas e índices para manualmente medir a qualidade e o nível da divulgação ESG. O uso desses testes de robustez pode garantir uma compreensão mais profunda da relação entre a divulgação ESG e o custo do financiamento da dívida. Além disso, pesquisas futuras poderão testar novamente a relação entre a divulgação ESG e o custo da dívida, introduzindo outras variáveis moderadoras, como o empresas de capital aberto e empresas de capital fechado. Por fim, estudos futuros podem examinar outros efeitos da divulgação ESG, como aqueles sobre o valor da empresa, custo de capital próprio e capitalização de mercado.

## 8. Bibliografía

Aguilera, R. V., Rupp, D. E., Williams, C. A., & Ganapathi, J. (2007). Putting the S back in corporate social responsibility: A multilevel theory of social change in organizations. *Academy of Management Review*, 32(3), 836–863.

<https://doi.org/10.5465/amr.2007.25275678>

Ahmed, S., & Uddin, S. (2018). Toward a political economy of corporate governance change and stability in family business groups: A morphogenetic approach. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 31(8), 2192–2217. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-01-2017-2833>

Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence. *Management Science*, 65(10), 4451–4469.

<https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3043>

Aman, H., & Nguyen, P. (2013, agosto). Does good governance matter to debtholders? Evidence from the credit ratings of Japanese firms—ScienceDirect.

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0275531913000111>

Aragón-Correa, J. A. (1998). Strategic Proactivity and Firm Approach to the Natural Environment. *Academy of Management Journal*, 41(5), 556–567.

<https://doi.org/10.5465/256942>

Ashforth, B. E., & Gibbs, B. W. (1990). The Double-Edge of Organizational Legitimation. *Organization Science*, 1(2), 177–194.

<https://doi.org/10.1287/orsc.1.2.177>

Bacha, S., Ajina, A., & Ben Saad, S. (2020). CSR performance and the cost of debt: Does audit quality matter? *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(1), 137–158. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2019-0335>

Baldini, M., Maso, L. D., Liberatore, G., Mazzi, F., & Terzani, S. (2018). Role of Country- and Firm-Level Determinants in Environmental, Social, and Governance Disclosure. *Journal of Business Ethics*, 150(1), 79–98. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3139-1>

Ball, A., & Craig, R. (2010). Using neo-institutionalism to advance social and environmental accounting. *Critical Perspectives on Accounting*, 21(4), 283–293. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2009.11.006>

Ball, R., Kothari, S. P., & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 1–51. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00012-4](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00012-4)

Birindelli, G., Ferretti, P., Intonti, M., & Iannuzzi, A. P. (2015). On the drivers of corporate social responsibility in banks: Evidence from an ethical rating model. *Journal of Management & Governance*, 19(2), 303–340. <https://doi.org/10.1007/s10997-013-9262-9>

Bouslah, K., Kryzanowski, L., & M'Zali, B. (2013). The impact of the dimensions of social performance on firm risk. *Journal of Banking & Finance*, 37(4), 1258–1273. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.12.004>

Bowen, H. R. (2013). *Social Responsibilities of the Businessman*. University of Iowa Press.

Brunsson, N. (2007). *The Consequences of Decision-Making*. OUP Oxford.

Campbell, J. L. (2007). Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility. *Academy of Management Review*, 32(3), 946–967. <https://doi.org/10.5465/amr.2007.25275684>

Capelle-Blancard, G., Crifo, P., Diaye, M.-A., Scholtens, B., & Oueghlissi, R. (2016). Environmental, Social and Governance (ESG) Performance and Sovereign Bond Spreads: An Empirical Analysis of OECD Countries (SSRN Scholarly Paper N. 2874262). Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2874262>



Caragnano, A., Mariani, M., Pizzutilo, F., & Zito, M. (2020). Is it worth reducing GHG emissions? Exploring the effect on the cost of debt financing. *Journal of Environmental Management*, 270, 110860. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2020.110860>

Carey, M., & Nini, G. (2007, novembro 28). Is the Corporate Loan Market Globally Integrated? A Pricing Puzzle—CAREY - 2007—The Journal of Finance—Wiley Online Library. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.2007.01298.x>

Chakraborty, S., & Ray, T. (2006). Bank-based versus market-based financial systems: A growth-theoretic analysis. *Journal of Monetary Economics*, 53(2), 329–350. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2005.01.003>

Cho, C. H., Guidry, R. P., Hageman, A. M., & Patten, D. M. (2012). Do actions speak louder than words? An empirical investigation of corporate environmental reputation. *Accounting, Organizations and Society*, 37(1), 14–25. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2011.12.001>

Cho, C. H., Laine, M., Roberts, R. W., & Rodrigue, M. (2015). Organized hypocrisy, organizational façades, and sustainability reporting. *Accounting, Organizations and Society*, 40, 78–94. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2014.12.003>

Chollet, P., & Sandwidi, B. W. (2018). CSR engagement and financial risk: A virtuous circle? International evidence. *Global Finance Journal*, 38, 65–81. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.03.004>

Chouinard, Y. (2015). *Lições de Um Empresário Rebelde*. WMF Martins Fontes.

Climate Bonds Initiative (CBI). (2021). Sustainable Debt Global State of the Market 2021 (11º; p. 38). Climate Bonds Initiative. [https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_global\\_sotm\\_2021\\_02f.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_global_sotm_2021_02f.pdf)

Cooper, E. W., & Uzun, H. (sem data). Corporate Social Responsibility and the Cost of Debt. 19.

Dennis, S. A., & Mullineaux, D. J. (2000). Syndicated Loans. *Journal of Financial Intermediation*, 9(4), 404–426. <https://doi.org/10.1006/jfn.2000.0298>

DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147–160. <https://doi.org/10.2307/2095101>

Doidge, C., Andrew Karolyi, G., & Stulz, R. M. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics*, 86(1), 1–39. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.002>

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>

Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Multilatinas: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315–334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>

Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>

Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79, 102097. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>

Ge, W., & Liu, M. (2015). Corporate social responsibility and the cost of corporate bonds. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(6), 597–624. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.05.008>

Giannetti, M., & Yafeh, Y. (2012). Do Cultural Differences Between Contracting Parties Matter? Evidence from Syndicated Bank Loans. *Management Science*, 58(2), 365–383. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1378>

Goh, B. W., Lee, J., Lim, C. Y., & Shevlin, T. (2016). The Effect of Corporate Tax Avoidance on the Cost of Equity. *The Accounting Review*, 91(6), 1647–1670. <https://doi.org/10.2308/accr-51432>

Gonzalez, C. I. (2021). Overview of Global and European Institutional Sustainable Finance Initiatives (SSRN Scholarly Paper ID 3937147). Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=3937147>

Goss, A., & Roberts, G. S. (2011a). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1794–1810. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.12.002>

Goss, A., & Roberts, G. S. (2011b). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1794–1810. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.12.002>

Gray, R. (2010). Is accounting for sustainability actually accounting for sustainability...and how would we know? An exploration of narratives of organisations and the planet. *Accounting, Organizations and Society*, 35(1), 47–62. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2009.04.006>

Hasan, I., Hoi, C. K., Wu, Q., & Zhang, H. (2017). Social Capital and Debt Contracting: Evidence from Bank Loans and Public Bonds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(3), 1017–1047. <https://doi.org/10.1017/S0022109017000205>

Houston, J. F., Itzkowitz, J., & Naranjo, A. (2017). Borrowing beyond borders: Foreign assets, lender choice, and loan pricing in the syndicated bank loan market. *Journal of Corporate Finance*, 42, 315–334. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.12.002>

Houston, J., Itzkowitz, J., & Naranjo, A. (2012). *Research Handbook on International Banking and Governance*.

Husillos, J., González, C. L., & Gil, M. J. Á. (2011). The emergence of triple bottom line reporting in Spain. *Spanish Journal of Finance and Accounting / Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 40(150), 195–219. <https://doi.org/10.1080/02102412.2011.10779701>

Ioannou, I., & Serafeim, G. (2012). What drives corporate social performance? The role of nation-level institutions. *Journal of International Business Studies*, 43(9), 834–864. <https://doi.org/10.1057/jibs.2012.26>

Ioannou, I., & Serafeim, G. (2017). *The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting* [SSRN Scholarly Paper]. Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=1799589>.

Jackson, G., & Apostolakou, A. (2010). Corporate Social Responsibility in Western Europe: An Institutional Mirror or Substitute? *Journal of Business Ethics*, 94(3), 371–394. <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0269-8>

Jensen, M. C., & Smith, C. W. (1985). Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory (SSRN Scholarly Paper N. 173461). Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.173461>

Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of Management Review*, 20(2), 404–437. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9507312924>

Karbhari, Y., Alam, Md. K., & Rahman, Md. M. (2020). Relevance of the application of institutional theory in Shariah governance of Islamic banks. *PSU Research Review*, 5(1), 1–15. <https://doi.org/10.1108/PRR-05-2020-0015>

Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>

Kim, E.-H., & Lyon, T. P. (2015). Greenwash vs. Brownwash: Exaggeration and Undue Modesty in Corporate Sustainability Disclosure. *Organization Science*, 26(3), 705–723. <https://doi.org/10.1287/orsc.2014.0949>

Kolk, A., Levy, D., & Pinkse, J. (2008). Corporate Responses in an Emerging Climate Regime: The Institutionalization and Commensuration of Carbon Disclosure. *European Accounting Review*, 17(4), 719–745. <https://doi.org/10.1080/09638180802489121>

La Rosa, F., Liberatore, G., Mazzi, F., & Terzani, S. (2018). The impact of corporate social performance on the cost of debt and access to debt financing for listed European non-financial firms. *European Management Journal*, 36(4), 519–529. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2017.09.007>

Leuz, C. (2010). Different approaches to corporate reporting regulation: How jurisdictions differ and why. *Accounting and Business Research*, 40(3), 229–256. <https://doi.org/10.1080/00014788.2010.9663398>

Lopes, A. B., & de Alencar, R. C. (2010). Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian case. *The International Journal of Accounting*, 45(4), 443–464. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2010.09.003>

Maaloul, A. (2018). The effect of greenhouse gas emissions on cost of debt: Evidence from Canadian firms. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(6), 1407–1415. <https://doi.org/10.1002/csr.1662>

Magnanelli, B. S., & Izzo, M. F. (2017). Corporate social performance and cost of debt: The relationship. *Social Responsibility Journal*, 13(2), 250–265. <https://doi.org/10.1108/SRJ-06-2016-0103>

Michelon, G., Pilonato, S., Ricceri, F., & Roberts, R. W. (2016). Behind camouflaging: Traditional and innovative theoretical perspectives in social and environmental accounting research. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 7(1), 2–25. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-12-2015-0121>

Muttakin, M. B., Mihret, D., Lemma, T. T., & Khan, A. (2020). Integrated reporting, financial reporting quality and cost of debt. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(3), 517–534. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-10-2019-0124>

Nazari, J. A., Hrazdil, K., & Mahmoudian, F. (2017). Assessing social and environmental performance through narrative complexity in CSR reports. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(2), 166–178. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2017.05.002>

Neu, D., Warsame, H., & Pedwell, K. (1998). Managing Public Impressions: Environmental Disclosures in Annual Reports Canadian Academic Accounting Conference and the 1996 Asian Pacific Conference on International Accounting Issues. *Accounting, Organizations and Society*, 23(3), 265–282. [https://doi.org/10.1016/S0361-3682\(97\)00008-1](https://doi.org/10.1016/S0361-3682(97)00008-1)

Oikonomou, I., Brooks, C., & Pavelin, S. (2014). The Effects of Corporate Social Performance on the Cost of Corporate Debt and Credit Ratings. *Financial Review*, 49(1), 49–75. <https://doi.org/10.1111/fire.12025>

Owen, D. L., Swift, T. A., Humphrey, C., & Bowerman, M. (2000). The new social audits: Accountability, managerial capture or the agenda of social champions? *European Accounting Review*, 9(1), 81–98. <https://doi.org/10.1080/096381800407950>

Petersen, M. a., & Rajan, R. g. (1994, março). The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data—PETERSEN - 1994—The Journal of Finance—Wiley Online Library. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1994.tb04418.x>

Raimo, N., Alessandra Caragnano, Marianna Zito, Filippo Vitolla, & Massimo Mariani. Extending the benefits of ESG disclosure: The effect on the cost of debt financing—Raimo—2021—Corporate Social Responsibility and Environmental Management—Wiley Online Library. Obtido 10 de maio de 2022, de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1002/csr.2134>

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1996). Financial Dependence and Growth (Working Paper N. 5758; Working Paper Series). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w5758>

Seow, G., Shangguan, Z., & Vasudevan, G. (2006). Intangible Investments and the Cost of Equity Capital. *International Journal of Finance*, 18(2), 3980–4012.

Shakil, M. H., Mahmood, N., Tasnia, M., & Munim, Z. H. (2019). Do environmental, social and governance performance affect the financial performance of banks? A cross-country study of emerging market banks. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(6), 1331–1344. <https://doi.org/10.1108/MEQ-08-2018-0155>

Sharfman, M. P., & Fernando, C. S. (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal*, 29(6), 569–592. <https://doi.org/10.1002/smj.678>

Shrivastava, P., & Hart, S. (1995). Creating sustainable corporations. *Business Strategy and the Environment*, 4(3), 154–165. <https://doi.org/10.1002/bse.3280040307>

Stein, J. C. (2002). Information Production and Capital Allocation: Decentralized versus Hierarchical Firms. *The Journal of Finance*, 57(5), 1891–1921. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00483>

Stellner, C., Klein, C., & Zwergel, B. (2015). Corporate social responsibility and Eurozone corporate bonds: The moderating role of country sustainability. *Journal of Banking & Finance*, 59, 538–549. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.04.032>

Talamo, G. (2011). Corporate governance and capital flows. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 11(3), 228–243. <https://doi.org/10.1108/14720701111138661>

Tran, D. H. (2014). Multiple corporate governance attributes and the cost of capital – Evidence from Germany. *The British Accounting Review*, 46(2), 179–197. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.02.003>

Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>

Weber, O. (2012). Sustainable Banking – History and Current Developments (SSRN Scholarly Paper N. 2159947). Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2159947>

Weber, O., Diaz, M., & Schwegler, R. (2014). Corporate Social Responsibility of the Financial Sector – Strengths, Weaknesses and the Impact on Sustainable Development. *Sustainable Development*, 22(5), 321–335. <https://doi.org/10.1002/sd.1543>

Weber, O., Scholz, R. W., & Michalik, G. (2010). Incorporating sustainability criteria into credit risk management. *Business Strategy and the Environment*, 19(1), 39–50. <https://doi.org/10.1002/bse.636>

XP Investment, Ungaretti, M. (2020). ESG de A a Z Tudo o que você precisa saber sobre o tema (p. 31). XP Expert. <https://conteudos.xpi.com.br/esg/cafe-com-esg-conteudos-diarios-que-transformam-29-10/>

Ye, K., & Zhang, R. (2011). Do Lenders Value Corporate Social Responsibility? Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 104(2), 197. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0898-6>